

8 февраля 2012 г.

Пульс рынка

- **Позитивные новости из США нивелируют греческий негатив.** По оценкам Б. Бернанке, несмотря на довольно позитивные тенденции ключевых показателей американской экономики, ее восстановление еще нельзя признать устойчивым. При этом инфляция потребительских цен, по его мнению, не превысит 2% в течение следующих двух лет. Отсутствие в выступлении главы ФРС намеков на необходимость ужесточения денежно-кредитной политики поддержало рынки. Греция, находящаяся в подвешенном состоянии, остается источником беспокойства. Формальный дефолт в марте может стать катализатором бегства в качество.
- **Доллар ниже 30 руб., ЦБ может нарастить покупки валюты.** Усилившийся приток иностранного капитала на российский рынок мы связываем с ликвидацией законодательных ограничений при высокой цене на нефть и привлекательных реальных процентных ставках (см. обзор от 6 февраля). При этом объем интервенций ЦБ, хоть и увеличится по мере дальнейшего снижения стоимости корзины, остается символическим и недостаточным, чтобы отразить напор нерезидентов. Мы полагаем, что в диапазоне 33,9-34,7 руб. ЦБ покупает ~100-120 млн долл., а при пересечении границы 33,9 руб. покупки возрастают до ~130-250 млн долл. Однако, учитывая подростную волатильность, падение доллара едва ли будет продолжительным и может развернуться по мере ухудшения внешнего фона.
- **Спрос на средства ЦБ и Минфина падает, отражая рост ликвидности за счет бюджета и интервенций.** По нашим оценкам, с начала месяца чистый приток средств из бюджета и за счет покупок валюты ЦБ составил внушительные для февраля ~365 млрд руб., причем только на этой неделе поступило ~100 млрд руб., благодаря чему корсчета и депозиты в ЦБ возросли до 1,3 трлн руб. Сокращение спроса на РЕПО с ЦБ и средства Минфина и снижение ставок денежного рынка на этом фоне выглядит закономерным. Вчера банки пролонгировали 0,2 млрд руб. из 20 млрд руб. депозитов (к погашению сегодня), а спрос на недельное РЕПО также оказался незначительным (4,2 млрд руб.). Учитывая, что интерес к средствам Минфина проявляли в основном крупные банки, его отсутствие сейчас может означать решение крупными участниками рынка своих проблем с финансированием. Это создает потенциал для сохранения низких ставок денежного рынка (~4,5% о/п), но лишь до начала новых налогов, которые растут, следуя за высокой ценой на нефть.
- **Вновь ажиотажный спрос на длинные ОФЗ?** Вероятно, появление спроса на длинные бумаги стало причиной для замены двух ОФЗ 25079 и 26204 общим объемом 18 млрд руб. более длинными ОФЗ 26205 на сумму 35 млрд руб. Ориентир по доходности установлен в диапазоне YTM 7,75-7,8%, тогда как последние сделки по выпуску проходили на уровне YTM 7,74% (100% от номинала). Учитывая продолжающийся рост цен на нефть Brent (на 1 долл. до 116 долл./барр.), снижение стоимости бивалютной корзины (на 25 копеек до 34,06 руб.) и улучшение ситуации с ликвидностью, мы ожидаем высокий спрос на сегодняшнем аукционе. Основываясь на дифференциале доходности ОФЗ к ожидаемому уровню потребительской инфляции, мы оцениваем потенциал снижения доходности длинных ОФЗ 26205 до YTM 7,0-7,25%, что соответствует цене 104,8% от номинала (подробнее см. обзоры от 3 и 6 февраля).
- **Первичные ориентиры предполагают премию к рынку. Теле2 (Fitch: BB+) сегодня закрывает книгу заявок по 2 выпускам на 7 млрд руб. с ориентиром YTP 9,41-9,94% к 2-летней оферте.** Мы считаем новые бумаги Теле2 интересными даже по нижней границе ориентира (подробнее см. наш сегодняшний комментарий). МСП Банк (BBB/Vaa2/-) завтра откроет книгу заявок по выпуску на 5 млрд руб. с ориентиром YTP 8,94%-9,46% к 2-летней оферте, что предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 200-250 б.п., т.е. по верхней границе доходностей бумаг квазисуверенных банков. По нашему мнению, бумаги МСП Банка интересны даже по нижней границе ориентира.

Темы выпуска

- **Теле2: маржа в обмен на рост**

Теле2: маржа в обмен на рост

Результаты оцениваем умеренно позитивно Вчера шведская Tele2 Group представила финансовые результаты за 4 кв. и 2011 г. по МСФО. В рамках отчетности были раскрыты отдельные данные по российскому подразделению - Теле2 Россия (Fitch: BB+), которые мы оцениваем умеренно позитивно.

Ключевые показатели Теле2 Россия

В млн руб. *, если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	14 042	13 846	+1%	52 826	43 492	+21%
EBITDA	5 590	5 456	+2%	20 281	15 093	+34%
Рентабельность по EBITDA	39,8%	39,4%	+0,4 п.п.	38,4%	34,7%	+3,7 п.п.
Прирост абонентской базы, тыс. чел.	250	681	-2,7х	2 198	3 987	-1,8х
Абонентская база, тыс. чел.	20 636	20 386	+1%	20 636	18 438	+12%
MoU, мин.	247	239	+3%			
ARPU, руб.	224	225	0%			

* по курсу шведской кроны ЦБ РФ

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Компания связывает снижение темпов прироста абонентской базы с насыщением рынка

В последнем квартале года на фоне стабильной средней выручки на абонента (ARPU), которая осталась на уровне 224 руб. кв./кв. и увеличилась на 2% г./г., и позитивной динамики трафика MoU - +3% кв./кв. и +4% г./г. мы отмечаем снижение темпов прироста абонентской базы почти втрое по сравнению с 3 кв. 2011 г. (250 тыс. новых подключений против 681 тыс.). В 4 кв. наибольшее число подключений было отмечено в декабре, в том числе из-за того, что в предыдущие 2 месяца компанией было отражено списание 96 тыс. неактивных sim-карт корпоративных клиентов. По мнению менеджмента Tele2 Group, данное снижение темпов обусловлено, скорее, насыщением рынка, чем ужесточением конкуренции, в связи с чем компания видит перспективы развития не в наращивании продаж sim-карт, а концентрации на качестве абонентской базы (данной стратегии сейчас придерживаются и МТС, и ВымпелКом).

Маржа EBITDA Теле2 максимально приблизилась к основным конкурентам в России

Выручка Теле2 Россия (с учетом ослабления рубля к шведской кроне) в 4 кв. повысилась на 1% кв./кв. и в целом за 2011 г. - на 21% г./г. По темпам роста показатель EBITDA опередил выручку (+2% кв./кв. и +34% г./г., соответственно), обеспечив в 4 кв. рентабельность по этому показателю на уровне 39,8% (+0,4 п.п. кв./кв.) и в 2011 г. в целом - 38,4% (+3,7 п.п. г./г.). Таким образом, компания максимально приблизилась к своим основным конкурентам (МТС - 41,4% за 9М 2011 г., прогноз на 2011 г. - 40%+, ВымпелКом - 40,7% за 9М 2011 г.).

При этом в регионах, где Теле2 Россия занимает лидирующую позицию (10 регионов, в среднем с долей рынка 46%), прибыльность составила около 52%, тогда как в регионах с менее активным присутствием (17 регионов, ~31% рынка) - около 31%. 16 новых для компании российских регионов (где ее доля составляет ~17%) пока вклад в EBITDA не приносят.

В прогнозе на 2012 г. дальнейшее замедление роста абонентской базы и сохранение маржи EBITDA

В 2012 г. компания ожидает замедления прироста абонентской базы в России почти вдвое: на 0,9 - 1,4 млн чел. против 2,2 млн чел. в 2011 г. Также прогнозируется, что показатель ARPU в рублях останется стабильным, а рентабельность по EBITDA сохранится на уровне 39-40%. Кроме того, Теле2 Россия планирует несколько сократить программу капвложений до 1,3-1,5 млрд шведских крон (~5,8-6,7 млрд руб.) с 2 млрд шведских крон (~9 млрд руб.), инвестированных в 2011 г.

Также в ходе телеконференции было озвучено, что компания будет придерживаться модели дискаунтера, даже с потенциальным ущербом для маржи, которая в настоящий момент, по мнению менеджмента, является достаточно высокой.

Половина долга представлена 3 траншами рублевых облигаций, на очереди еще 2 выпуска

Информация по долговой нагрузке на конец 2011 г. российского подразделения отдельно не была раскрыта. По последним доступным данным (на 30 сентября 2011 г.), показатель Чистый долг/EBITDA LTM Теле2 Россия находился на уровне 1,3х, что соответствует целевым значениям группы - 1,25-1,75х. При этом совокупный долг составлял 26 млрд руб., половина которого приходилась на внутригрупповые займы материнской Tele2 Group, остальное - 3 выпуска рублевых облигаций.

8 февраля 2012 г.

Сегодня закрывается книга заявок по двум новым выпускам эмитента номиналом 3 и 4 млрд руб. с офертой через 2 года (ориентир - YTP 9,41-9,94%), что соответствует премии к кривой ВымпелКома на уровне 50-100 б.п., в то время как длинные бумаги СПбТел-1,2,3 не несут почти никакой премии к близким по дюрации облигациям ВК-инвест-6,7. Мы считаем новые 2-летние бумаги Теле2 интересными даже по нижней границе ориентира и оцениваем их справедливое положение с YTP 8,5-9,0%.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaiкова@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.