

Пульс рынка

- ▶ **Рынки сдержанно отреагировали на событие дефолта по Греции.** В ходе реструктуризации госдолга страны все-таки пришлось задействовать механизм коллективного действия (CAC), что было расценено ISDA как событие дефолта по CDS. Находящиеся в обращении CDS покрывают госдолг в объеме 3,2 млрд евро, и их исполнение, скорее всего, не приведет к эффекту домино, учитывая, что событие дефолта являлось ожидаемым. Предложение об обмене долга Греции, выпущенного в юрисдикции других стран (всего 30 млрд евро), будет действовать до 23 марта. Достижение договоренности с частными кредиторами позволит стране получить 2-й транш помощи в полном объеме. Решение клуба 17 европейских лидеров ожидается завтра. Также завтра будут обсуждаться вопросы, связанные с усилением защиты других уязвимых экономик еврозоны (в т.ч. Португалии, Испании и Италии), в частности, объединения средств 250 млрд евро, оставшихся в EFSF, и 500 млрд евро, выделенных для ESM. Реакция рейтинговых агентств на процесс обмена долга Греции была негативной: Fitch понизило суверенный рейтинг до уровня "ограниченный дефолт" с "С", Moody's подтвердило рейтинг "С" и объявило о дефолте страны. Тем не менее, в целом позитивные итоги обмена госдолга Греции (добровольно на него согласились >80% кредиторов) привели к росту аппетита к риску: большинство индексов акций вернулось на локальные максимумы, индикативный выпуск Russia 30 достиг 119,8%. Позитивным настроениям также способствует макростатистика по США: опубликованный в пятницу отчет по рынку труда свидетельствует о сохранении безработицы в феврале на уровне 8,3% при росте зарплат.
- ▶ **В феврале ЦБ полностью перешел к покупкам валюты** (+2,8 млрд долл. против -0,2 млрд долл. в январе 2012 г.) на фоне укрепления платежного баланса. В связи с активизацией притока средств на российский фондовый и долговой рынки, а также возвращением части оставляемой за рубежом экспортной выручки, чистый отток капитала в феврале сократился. Однако его величина, по нашим оценкам, лишь немногим уступила показателю января, составив ~9 млрд долл. Символический объем "накопленных" интервенций в феврале - всего 0,15 млрд долл., тогда как на долю целевых покупок пришлось 2,64 млрд долл. (95%), предполагает, что границы плавающего коридора на 1 марта 2012 г. оставались на уровне 32,2-38,2 руб. Из новых цифр следует, что ежедневные целевые покупки составляют около 130 млн долл., в то время как общая величина ежедневных интервенций при переходе из интервала 33,9-34,7 руб. к 33,0-33,9 руб. (где бивалютная корзина торгуется с начала месяца) могла возрасти до 130-250 млн долл. По нашим оценкам, сейчас интервенции составляют 200-250 млн долл. в день. При сохранении курса рубля к бивалютной корзине ниже 33,9 руб., если границы плавающего коридора еще и не были смещены, то могут быть сдвинуты к 32,15-38,15 руб. уже в середине недели.
- ▶ **Внешняя конъюнктура помешала размещению 7-летних ОФЗ...** В среду спрос на аукционе по размещению новых ОФЗ 26208 номиналом 45 млрд руб. составил лишь 9 млрд руб., при этом цена отсечения была установлена на уровне 99,41% от номинала, что соответствует верхней границе ориентира YTM 7,75%. Низкий спрос на ОФЗ был обусловлен как отсутствием премии, так и ухудшением конъюнктуры внешнего рынка (реструктуризация долга Греции в среду еще не была согласована), которая сопровождалась ослаблением курса рубля. Сегодня его укрепление на 20 коп. (корзина открылась на уровне 33,7 руб.) будет способствовать восстановлению интереса к рублевым облигациям.
- ▶ **... и не оказала влияния на 3-летние бумаги ВЭБ-21.** Книга заявок, открывшаяся в среду всего на один день по выпуску ВЭБ-21 номиналом 15 млрд руб., была сформирована по нижней границе 8,4% (YTP 8,58%) озвученного ориентира по ставке купона. Высокий спрос на бумаги стал следствием относительно короткой дюрации, а также предложения максимального спреда к кривой ОФЗ в размере 140 б.п. (в сегменте квазисуверенных бумаг среднесрочной дюрации).

Темы выпуска

- ▶ **Теле2: рефинансирование внутригруппового долга продолжается**
-

Теле2: рефинансирование внутригруппового долга продолжается

В отчетности российской Теле2 представлены актуальные данные по структуре долга

В феврале Теле2 Group опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2011 г., где были раскрыты отдельные операционные и финансовые показатели российского подразделения - Теле2 Россия (-/-/BB+). Их подробный анализ опубликован в нашем ежедневном обзоре от 8 февраля. В эту среду стала доступна полная версия отчетности российской компании. Наиболее интересной, на наш взгляд, является актуальная информация о ее долговом профиле.

Ключевые финансовые показатели Теле2 Россия

в млн руб. *, если не указано иное	2011	2010	изм.
Выручка (за вычетом внутренних продаж)	51 893	42 840	+21%
ЕБИТДА	20 154	15 037	+34%
Рентабельность по ЕБИТДА	38,8%	35,1%	+3,7 п.п.
Операционная прибыль	16 084	11 679	+38%
Операционная рентабельность	31,0%	27,3%	+3,7 п.п.
Чистая прибыль	10 557	11 679	-10%
Операционный поток	14 618	12 364	+18%
Инвестиционный поток, в т. ч.	-7 565	-7 865	-4%
Капитальные вложения	-7 569	-6 572	+15%
Финансовый поток	-6 505	-4 701	+38%

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	31 дек. 2010
Краткосрочный долг	499	559	-11%
Долгосрочный долг	25 273	25 452	-1%
Совокупный долг, в т. ч.	25 772	26 011	-1%
внутригрупповые займы	11 993	13 545	-11%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА**	1,2x	1,3x	-
Чистый долг/LTM ЕБИТДА** (без учета внутригрупповых займов)	0,7x	0,6x	-

* по курсу шведской крон ЦБ РФ

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение внутригрупповых займов за счет их конвертации в капитал и размещения облигаций

Если на конец 2010 г. задолженность Теле2 Россия была представлена в основном внутригрупповыми займами на 64 млрд руб., то на конец 2011 г. они сократились более чем в пять раз до 12 млрд руб., в т. ч. за последний квартал - на 1,55 млрд руб. Напомним, что в рамках стратегии балансировки внутреннего и внешнего финансирования своих дочерних компаний Теле2 Group еще в 1П 2011 г. значительно изменила структуру долга российского подразделения. Материнская компания внесла в его уставный капитал 7,5 млрд шведских крон (~34 млрд руб.), рефинансировав внутригрупповую задолженность на эквивалентную сумму. Прочие внутригрупповые займы были частично рефинансированы размещенными в июне 2011 г. 3 выпусками рублевых облигаций на общую сумму 13 млрд руб.

В результате всех этих операций совокупный долг Теле2 Россия с начала 2011 г. снизился более чем вдвое. При этом даже с учетом оставшихся внутригрупповых займов соотношение Чистый долг/ЕБИТДА на конец года составляет 1,2x (3,6x на начало года и 1,3x на 30 сентября 2011 г.), в пределах общих целевых значений группы - 1,25x-1,75x.

Компания продолжает замещать внутригрупповые займы

В феврале 2012 г. Теле2 разместила два выпуска рублевых облигаций серии 4 и 5 номиналом 3 и 4 млрд руб. с офертой через 2 года. Средства планируется направить, помимо прочего, на дальнейшее рефинансирование внутригрупповых займов.

В целом органический рост компании не предполагает значительного увеличения долговой нагрузки: финансирование капитальных вложений может осуществляться за счет операционных потоков. Дополнительные заимствования могут потребоваться Теле2 в случае осуществления сделок М&А, а также внедрения LTE, что в ближайшее время, на наш взгляд, достаточно маловероятно.

**Бумаги Теле2
являются лучшей
альтернативой
выпускам ВымпелКома**

Обращающиеся облигации СПбТел-1,2,3 (УТР 9,5% к оферте в июне 2016 г.), а также еще не вышедшие на вторичные торги СПбТел-4,5 (размещенные с УТР 9,1% к 2-летней оферте) предлагают премию к кривой ВымпелКома на уровне 50 б.п. По нашему мнению, даже принимая во внимание разницу в масштабах компаний, эта премия является слишком высокой, учитывая близкие кредитные рейтинги. Мы оцениваем справедливое положение бумаг Теле2 с премией 20-30 б.п. к кривой ВымпелКома.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.