

Пульс рынка

- ▶ **Позитивная оценка экономики США от FOMC...** По итогам заседания FOMC ожидаемо сохранил ключевые ставки без изменения (0,25% для ставки fed funds) и повысил оценку состояния американской экономики, охарактеризовав темп восстановления как "умеренный" (против "посредственного" на предыдущем заседании). В отчете указывается на негативное влияние еврозоны, которая продолжит создавать значительные риски замедления экономики, несмотря на текущий спад напряженности на глобальных финансовых рынках. Отсутствие намеков на QE3 на фоне завершения программы в июне этого года Operation Twist (удлинение дюрации портфеля UST) оказало вполне естественное давление на котировки золота (-2,5% по итогам дня) и повысило доходность 10Y UST на 9 б.п. до YTM 2,12%. Также закономерным представляется ослабление евро к доллару до 1,30 долл.: проблемы еврозоны обуславливают дальнейшее расширение баланса ЕЦБ.
- ▶ **... а также результаты банковских стресс-тестов увеличили аппетит к риску.** На день раньше запланированного срока ФРС опубликовала результаты стресс-теста американских банков, которые оказались позитивными. Сценарии текущего стресс-теста были более жесткими, чем после дефолта Lehman Brothers. В частности, они предполагают снижение темпов роста реального ВВП сильнее, чем в 2008-2009 гг., всплеск уровня безработицы до 13% (сейчас 8,3%), падение индексов акций на 50% и снижение цен на недвижимость на 20%. В этих условиях достаточность капитала первого уровня в среднем по 19 американским банкам снизится с 10,1% до 6,3% (совокупный убыток составит 534 млрд долл.), при этом минимальные требования по достаточности капитала (5%) не смогут соблюсти лишь 3 банка (Citigroup, Ally Financial, Suntrust). Итоги стресс-теста, а также очередная порция американской макростатистики лучше ожиданий повысили аппетит инвесторов на рискованные активы: индексы акций прибавили 1%, в лидерах роста оказался банковский сектор.
- ▶ **ОФЗ в этот раз нашли высокий спрос.** На сегодняшнем аукционе Минфина размещение бумаг 5-летнего выпуска ОФЗ 26206 номиналом 19 млрд руб. состоялось без премии к рынку с YTM 7,46% (цена 100,32%), при этом спрос превысил предложение почти в 4 раза. На вторичном рынке доходность снизилась до YTM 7,44% (цена 100,4%). Спросу на ОФЗ способствовали позитивный внешний фон, а также укрепление рубля (стоимость бивалютной корзины вчера снизилась на 15 копеек до 33,55 руб.). Негативным фактором для рынка облигаций является повышение ставок междилерского о/п РЕПО на 50 б.п. до 5,5% вследствие сокращения рублевой ликвидности (замедления притока бюджетных средств, усреднения для ФОР).

Темы выпуска

- ▶ Бюджетный фальстарт
 - ▶ Русский Стандарт: интересное предложение от качественного банка
 - ▶ VimpelCom Ltd: 4-й квартал в соответствии с тенденциями года
 - ▶ АЛРОСА размещает ЕСП с премией
-

Бюджетный фальстарт

Дефицит федерального бюджета в феврале превысил ожидания

Вчера Минфин опубликовал предварительные оценки исполнения федерального бюджета за январь-февраль 2012 г. Мы ожидали заметного ускорения расходования госсредств в феврале в преддверии президентских выборов, однако опережение плана по расходам в итоге даже превзошло наши оценки. Всего за 2 месяца ведомством было потрачено 2,1 трлн руб., или 16,7% годового плана - это максимальная скорость реализации бюджетных обязательств как мин. за последние 5 лет, тогда как объем доходов оказался менее внушительным - 1,86 трлн руб. (15,8% годового плана). При этом статистику доходной части бюджета, как мы полагаем, "подпортил" характерный для февраля провал нефтегазовых поступлений. Вопреки растущей цене на нефть в феврале снизились и сырьевые доходы, что, скорее всего, связано с отставанием основных налоговых компонент: экспортная пошлина и НДСПИ рассчитываются по цене на нефть примерно с 1 мес. запозданием.

На этом фоне по итогам февраля дефицит федерального бюджета достиг 245 млрд руб., заметно превысив предварительные оценки Минфина (125 млрд руб.) и Федерального Казначейства (85 млрд руб.). Причем дефицитным бюджет стал только в феврале (272 млрд руб.), а не в январе, как анонсировалось ранее (согласно корректировкам в январе профицит 27 млрд руб.). Это в большей степени согласуется с реальными денежными потоками: еще ранее мы указывали на то, что бюджет не пополнял, а, напротив, абсорбировал ликвидность в январе, и лишь в феврале 2012 г. чистый отток, связанный с профицитом консолидированного бюджета прекратился (подробнее см. обзор от 1 марта).

Госрасходы в марте ослабнут, а налоговые сборы вырастут, что сведет на нет дефицит бюджета, приводя к оттоку ликвидности

Учитывая изменение порядка субсидирования бюджетных учреждений, согласно которому субсидии были выделены одновременно квартальной суммой в начале 1 кв. 2012 г., в марте мы ожидали существенного ослабления поступлений из бюджета в банковскую систему, а с ними, и осложнений с ликвидностью. Наши прогнозы основывались на предположении, что фактический всплеск расходов придется только на январь-февраль 2012 г., после чего бюджет мог стать источником оттока ликвидности из банковского сектора. По новым данным, в феврале было израсходовано еще больше - 8,5% годового плана против 8,1% в январе 2012 г., что лишь подтверждает наши опасения относительно резкого снижения расходов в марте. В то же время, доходы бюджета возрастут вслед за повышением цены на нефть, а значит, в марте консолидированный бюджет с высокой вероятностью может стать профицитным, то есть налоговые выплаты будут основной причиной ухудшения состояния с ликвидностью для банковского сектора. При этом потоки наличности и усилившиеся интервенции, потеря, связанных с отчислениями в казну, по нашим оценкам, не компенсируют. Мы оцениваем чистый отток средств из-за налогов в марте как минимум в 100 млрд руб., притом что нетто-эффект источников изъятия/пополнения ликвидности (наличность, интервенции) в лучшем случае будет нулевым, а в худшем - приведет к умеренному оттоку средств.

В марте бюджет, скорее всего, будет основным источником изъятия ликвидности

Детальный анализ факторов ликвидности в первой половине марта свидетельствует о том, что приток средств от госрасходов действительно ослаб. С учетом интервенций в платежную систему пришло лишь 140 млрд руб. против 430 млрд руб. за аналогичный период февраля. Такой интенсивности бюджетных поступлений недостаточно, чтобы обеспечить беспрепятственное прохождение налогов, что уже, как мы и опасались, оборачивается высоким спросом на РЕПО с ЦБ и ростом ставок денежного рынка, причем такая напряженная ситуация, скорее всего, сохранится до конца налогового периода.

Русский Стандарт: интересное предложение от качественного банка

Банк Русский Стандарт, БРС (В+/Ва3/В+) начал маркетинг нового годового выпуска БО-2 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 9,20 – 9,73%. Краткосрочные облигации розничных банков, имеющих близкий набор кредитных рейтингов (например, ОТП (-/Ва2/ВВ) БО-3 и ХКФБ (-/Ва3/ВВ-) БО-3), торгуются на уровне YTW 9,0%. Таким образом, озвученные ориентиры предполагают премию ко вторичному рынку в размере 20-73 б.п.

Ключевые финансовые показатели БРС

млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Кредитный портфель, нетто	113,8	100,2	+13,6%	113,8	81,9	+39%
Средства клиентов	109,5	88,0	+24,4%	109,5	62,9	+74%
Активы	188,2	156,2	+20,5%	188,2	137,1	+37,3%
Собственный капитал	27,2	27,5	-1,1%	27,2	27,0	+0,7%
Списание кредитов	1,43	1,33	+7,5%	5,4	9,9	-45%
NPL	4,5%	5,0%	-0,5 п.п.	4,5%	7,1%	-2,6 п.п.
TCAR	21,4%	25%	-3,6 п.п.	21,4%	28,2%	-6,6 п.п.
Tier 1 ratio	14,1%	16,7%	-2,6 п.п.	14,1%	18,7%	-4,6 п.п.

млрд руб., если не указано иное	12M 2011	9M 2011	изм.
Чистый процентный доход	22,8	16,1	+41,6%
Отчисления в резервы	4,6	3,3	+39,4%
Чистая прибыль	5,1	4,0	+27,5%
Чистая процентная маржа	18,9%	18,7%	+0,2 п.п.

Источник: БРС, расчеты Райффайзенбанка

На основе имеющихся у нас выборочных данных о результатах деятельности БРС за 4 кв. и 2011 г. мы позитивно оцениваем кредитное качество эмитента. Анализ финансовых результатов по МСФО за 3 кв. 2011 г. см. в нашем комментарии от 3 ноября 2011 г.

Качество кредитного портфеля заметно улучшилось

В последнем квартале совокупный кредитный портфель увеличился на 14,4% кв./кв. до 118,4 млрд руб., при этом за весь 2011 г. прирост составил 34%, что отстает от динамики ХКФ Банка (+49% г./г. до 121 млрд руб.). Качество кредитного портфеля за год заметно улучшилось, о чем свидетельствует как снижение объема списаний (на 45% г./г.), так и сокращение NPL (на 2,6 п.п. до 4,5%). В 4-м квартале NPL снизился на 0,5 п.п. до 4,5%, что стало следствием списаний (1,43 млрд руб., +7,5% кв./кв.).

Коэффициент общей достаточности капитала (TCAR), хотя и продолжает сокращаться (в 4 кв. на 2,6 п.п. до 21,4%), но остается на высоком уровне в сравнении с ТОП-50 банков.

Кредитование было профинансировано средствами клиентов

Увеличение кредитного портфеля было профинансировано, главным образом, наращиванием клиентский средств, темпы прироста которых в течение года существенно опережали кредитование (+74% г./г. и +24,4% кв./кв.), что, по-видимому, является следствием сохранения относительно высоких ставок по депозитам и по остаткам на счетах клиентов.

В качестве позитивных моментов мы отмечаем восстановление чистой процентной маржи до 18,9% после снижения до 17,8% в первой половине года. Стоит отметить, что по прибыльности БРС немного уступает ХКФ Банку, у которого чистая процентная маржа по итогам 2011 г. составила ~21,5%.

Выход на "первичку" может быть обусловлен рефинансированием обращающихся бумаг

До конца года БРС предстоит исполнить обязательства по двум выпускам рублевых облигаций БРС БО-1 (с офертой в ноябре 2012 г.) и БРС-8 (с погашением в апреле 2012 г.) на сумму 10 млрд руб. и ECP RSB 12 в объеме 150 млн долл. в начале мая. В случае сохранения благоприятной конъюнктуры на публичном рынке долга мы не исключаем рефинансирование долговых ценных бумаг новыми выпусками.

VimpelCom Ltd: 4-й квартал в соответствии с тенденциями года

Результаты 4 кв. соответствуют показателям предыдущих кварталов 2011 г.

VimpelCom Ltd (BB/Ba3/-), одна из крупнейших мировых телекоммуникационных компаний, опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 4 кв. и 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально. Показатели последнего квартала в целом соответствуют тенденциям предыдущих кварталов 2011 г. Так, ключевой российский сегмент демонстрирует устойчивое снижение рентабельности по EBITDA: -6,3 п.п. в 4 кв. (-7 п.п. в 3 кв., -5,7 п.п. во 2 кв.) относительно аналогичного показателя годом ранее. Долговая нагрузка за последний квартал незначительно повысилась с 2,4х до 2,6х (Чистый долг/EBITDA), в частности, из-за увеличения размера долга в результате приобретения лицензий LTE в Италии.

В связи с консолидацией Wind Telecom, начиная со 2 кв. 2011 г., мы проводим анализ компании на основе pro-forma показателей.

Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd. (pro-forma)

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	4 кв. 2010	изм.	2011	2010	изм.
Выручка, в т.ч.	5 878	5 633	+4%	23 464	21 828	+7%
Россия	2 274	2 102	+8%	9 064	8 162	+11%
Европа и Северная Америка	1 924	1 988	-3%	7 771	7 407	+5%
Африка и Азия	922	895	+3%	3 719	3 553	+5%
EBITDA, в т.ч.	2 200	2 266	-3%	9 363	9 284	+1%
Россия	844	913	-8%	3 641	3 775	-3%
Европа и Северная Америка	671	682	-2%	2 727	2 670	+2%
Африка и Азия	321	337	-5%	1 566	1 471	+6%
Рентабельность по EBITDA, в т.ч.	37,4%	40,2%	-2,8 п.п.	39,9%	42,5%	-2,6 п.п.
Россия	37,1%	43,4%	-6,3 п.п.	40,2%	46,2%	-6 п.п.
Европа и Северная Америка	34,9%	34,3%	+0,6 п.п.	35,1%	36,0%	-0,9 п.п.
Африка и Азия	34,8%	37,6%	-2,8 п.п.	42,1%	41,4%	+0,7 п.п.
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Краткосрочный долг				2 649	1 600	+65%
Долгосрочный долг				24 388	24 404	0%
Совокупный долг				27 037	26 004	+4%
Чистый долг				24 536	22 261	+10%
Чистый долг/LTM EBITDA*				2,6x	2,4x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка в России росла за счет роста абонентской базы при снижении ARPU...

В 4 кв. выручка российского подразделения увеличилась на 10% г./г. в рублях (+8% в долларах), что было обусловлено приростом абонентской базы на 10% г./г. и увеличением выручки от услуг фиксированной связи (преимущественно, Интернета) на 12% г./г. на фоне снижения ARPU мобильной связи на 2% г./г. Напомним, что в ноябре 2011 г. компания утвердила стратегию, направленную на повышение качества (=ARPU) абонентской базы. Однако пока мы видим, что тенденция снижения ARPU в России сохраняется.

... в Италии сократилась за счет снижения MTR...

В Италии (второй по доле в выручке рынок для компании) выручка сократилась на 1% в абсолютном выражении вследствие снижения регулируемых тарифов на интерконнект (MTR) и выручки от услуг фиксированной связи корпоративным клиентам из-за ухудшения экономической ситуации в еврозоне.

...а в Азии и Африке увеличилась за счет роста числа абонентов

В африканско-азиатском сегменте рост выручки составил 3% г./г. в долларах при более быстром наращивании абонентской базы (+18% г./г.), что было обусловлено увеличением доли абонентов с низким достатком и, как следствие, "размытием" ARPU.

В итоге рост консолидированной выручки в 4 кв. 2011 г. составил 4% относительно аналогичного показателя годом ранее. Согласно прогнозам самой компании, темпы роста выручки в ближайшие 3 года составят в среднем около 5% в год.

**Снижение EBITDA
было обусловлено
курсовыми разницеми**

Консолидированный показатель EBITDA в 4 кв. снизился на 3% в годовом выражении, что было в большей степени обусловлено отрицательными курсовыми разницеми (без их влияния EBITDA практически не изменилась). Давление на показатель оказала негативная динамика EBITDA в ключевом российском сегменте (-8% г./г.) в результате понижения компанией тарифов, а также влияния показателей сегмента мобильного оборудования и списания запасов устаревшего оборудования на 300 млн руб. Рентабельность по EBITDA в российском сегменте составила 37,1%, а в целом по компании - 37,4%.

Годовой рост EBITDA в 2012 г. и в течение двух следующих лет оценивается компанией на уровне 5% (+1% в 2011 г.), основные ставки компания делает на российский сегмент (принят план оптимизации расходов).

В последнем квартале компания получила чистый убыток в размере 386 млн долл., а в целом за год чистая прибыль составила лишь 488 млн долл. (против 1,7 млрд долл. в 2010 г.) в результате признания убытка по приобретению Wind Telecom на сумму 377 млн долл., а также обесценения активов во Вьетнаме и Камбодже на 527 млн долл.

**Приобретение
лицензий и дивиденды
финансировались за
счет накопленных
денежных средств и
нового долга**

Операционный поток группы в 4 кв. достиг 1,8 млрд долл., что позволило полностью профинансировать капвложения, составившие 1,7 млрд долл. Однако приобретение нематериальных активов (в основном, лицензии LTE в Италии) на 1,7 млрд долл. и выплата дивидендов в размере 733 млн долл. были профинансированы частично из накопленных денежных средств (которые сократились на 1,1 млрд долл. до 2,3 млрд долл.), а также за счет привлечения нового долга.

Капзатраты (за исключением приобретения лицензий) в целом за год составили около 5 млрд долл., или ~21% от совокупной выручки группы. В планах компании сократить отношение Капзатраты/Выручка к концу 2014 г. до 15% и ниже, главным образом, за счет постепенного снижения капвложений в результате оптимизации сети.

**Большую часть долга
предстоит погасить не
ранее 2017 г.**

Совокупный долг за 4 кв. вырос незначительно - на 4% до 27 млрд долл., его долгосрочная часть составляет 90%. До 2017 г. суммы погашений составляют в среднем 2 млрд долл. в год. Около 14 млрд долл. (в основном, долг Wind Telecom) компании предстоит погасить в 2017-2018 гг.

**Долговая нагрузка
увеличилась до 2,6х,
к концу 2014 г.
компания планирует
ее значение ниже
2,0х**

Чистый долг за последний квартал увеличился на 10% за счет снижения запаса денежных средств после приобретения лицензий LTE и выплаты дивидендов, а его отношение к LTM EBITDA повысилось до 2,6х с 2,4х на начало квартала. Поскольку долговая нагрузка на настоящий момент достаточно высока, мы позитивно оцениваем принятое компанией решение не реализовывать call-опцион на покупку дополнительной 24,95% доли в Евросети. Стратегия группы предусматривает снижение долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA) ниже значения 2,0х к концу 2014 г.

В настоящий момент в маркетинге находится 3-летний выпуск ВымпелКом-4 номиналом 15 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 9,25-9,75% годовых, что соответствует YTP 9,46-9,99% и предполагает премию к кривой доходностей эмитента около 50-100 б.п. (например, более длинные бумаги ВымпелКом-6,7 котируются с YTM 8,9-9,0% @ октябрь 2015 г.). По нашим оценкам, справедливое положение новых бумаг ВымпелКома ближе к нижней границе ориентира.

На рынке евробондов мы считаем бумаги VIP 21 более интересной альтернативой MTS 20. VIP 18 (рейтинг выпуска BB/Va3/-) также выглядит недооцененным в сравнении с Евразом (рейтинг выпуска B+/B1/BB-).

АЛРОСА размещает ЕСП с премией

Вчера АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), крупнейший в мире производитель алмазов, провела телеконференцию для инвесторов после объявления о намерении разместить еврокоммерческие бумаги (ЕСР) на срок 9 и 12 месяцев. Напомним, что средства потребуются компании для финансирования сделки по обратному выкупу газовых активов у ВТБ. По сообщению менеджмента, в рамках программы ЕСП АЛРОСА может привлечь до 1 млрд долл. (при общей стоимости сделки ~1,1 млрд долл.). Оставшаяся часть будет профинансирована за счет накопленных на балансе денежных средств (22,7 млрд руб. на конец 3 кв. 2011 г.).

Менеджмент в очередной раз подтвердил, что газовые активы не являются для компании профильными, и в ближайшее время их планируется продать. В частности, было озвучено, что с Зарубежнефтью было подписано соглашение о намерении, и в данный момент проводится due diligence (рассматривается пакет в 25%). Также ведутся переговоры с несколькими фондами (их названия не раскрываются).

Планы по IPO остаются достаточно туманными. Учитывая продолжительный процесс принятия решения на государственном уровне, размещение акций может состояться не ранее мая 2013 г. При этом государство (в лице Правительства РФ и Правительства Якутии) в любом случае сохранит контроль.

По состоянию на середину декабря общий долг АЛРОСА составлял 95,7 млрд руб. При этом ранее озвучивалось, что новый долг компания привлекать не намерена (за исключением сделки с ВТБ). По нашим оценкам, после выпуска ЕСП долговая нагрузка компании должна остаться на приемлемом уровне - до 1,8x в терминах Общий долг/ЕБИТДА.

Ориентир по доходности 9-месячных бумаг был озвучен на уровне 4,25%, а по годовым - в диапазоне 4,375% - 4,5%, своп которых в рубли приводит к доходностям 10,7% и 9,5-9,6% годовых, соответственно. Принимая во внимание, что краткосрочные рублевые облигации корпоративных эмитентов категории BB- торгуются с доходностями ниже 8,5%, ориентиры по ЕСП АЛРОСА предполагают премию к рынку в размере 100-200 б.п. В сравнении с короткими евробондами корпоративных эмитентов с близкими рейтингами (например, VIP 13 котируется на уровне YTM 3,75% @ апрель 2013) премия составляет 65-75 б.п. Мы рекомендуем участвовать в размещении даже по нижней границе заявленных ориентиров, при этом более высокую премию несет 9-месячный выпуск ЕСП.

Если бы эмитент размещал рублевые годовые облигации с последующей конвертацией в доллары, то долларовая доходность составила бы 3,0-3,5% годовых. Столь существенная премия к рынку была, на наш взгляд, обусловлена острой необходимостью компании в долларовой ликвидности в связи с осуществлением сделки с ВТБ. Напомним, что зарегистрированных рублевых облигаций у компании нет.

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.