

Пульс рынка

- ▶ **Дж. Йеллен выступила на стороне QE?** Основным событием вчерашнего дня стало заявление Дж. Йеллен (наиболее вероятного преемника Б. Бернанке на пост главы ФРС) о том, что 1) темп роста экономики США отстает от потенциального, 2) безработица является все еще слишком высокой. Рынок UST отреагировал снижением доходностей: 10-летние бонды снизились на 7 б.п. до УТМ 2,70% (сегодня с утра произошел небольшой откат УТМ 2,73%). Бонды РФ сегодня, скорее всего, продолжат ценовой рост.
- ▶ **Аукцион ОФЗ: то, что не покупали на "вторичке", купили на "первичке".** Результат вчерашних аукционов ОФЗ оказался лучше наших ожиданий. Несмотря на отсутствие позитивных настроений на внешних рынках и негативную ценовую динамику рынка ОФЗ накануне, спрос (как на новые 26216, так и на 25082) даже превысил предложение, что позволило Минфину реализовать все 25 млрд руб. (по верхним границам ориентиров). Большая часть (70%) сделок по выпуску 25082 пришлось на 7 заявок объемом 1 млрд руб. Стоит отметить, что днем ранее бумаги 25082 и выпуски 26208, 26210 (близкие по дюрации к 26216) находились под давлением продавцов, в результате премия, присутствующая на момент объявления ориентиров, была полностью отыграна к началу аукциона. Улучшения конъюнктуры на вторичном рынке вчера не наблюдалось: лишь небольшой отскок цен в первой половине дня произошел в длинных выпусках (26207 подросли на 30 б.п.). Судя по всему, выпуски разошлись среди узкого круга локальных участников.
- ▶ **УК в последний раз получат пенсионные накопления**, перед тем как они будут заморожены в ПФР на 2 года. По данным СМИ, до конца декабря НПФ получат последнюю порцию страховых взносов (за 2 кв. 2013 г. в объеме 89 млрд руб.) до завершения процедуры вступления НПФ в систему страхования пенсионных накоплений (для этого, в частности, пенсионным фондам необходимо стать акционерными обществами), детали которой пока не определены. На это может уйти около 2 лет, в течение которых пенсионные накопления будут аккумулироваться в ПФР, который будет их размещать преимущественно на банковские депозиты. По различным оценкам, УК недополучат порядка 200-300 млрд руб. в 2014 г., и, как следствие, спрос с их стороны на облигации заметно сократится (для сравнения объем рынка негосударственных облигаций за последние 12 месяцев вырос на 730 млрд руб.). Конечно, эти средства придут на рынок облигаций, но уже через банки, которые могут потребовать от эмитентов более высокую доходность, учитывая свою стоимость фондирования и давление на достаточность капитала.
- ▶ **Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло.** Поправки в законопроект "О потребительском кредитовании" по каким-то причинам так и не были внесены на рассмотрение в Госдуму. Напомним, что этот проект уже был согласован ЦБ РФ и Минфином и предполагал, в частности, введение ограничений на ставки по кредитам (на их максимальное отклонение от средних уровней). По данным СМИ, возможно, было влияние банковское лобби, поскольку эти поправки оказали бы заметный негативный эффект на розничный бизнес большинства банков. Однако поскольку инициатива введения прямого административного регулирования процентных ставок по необеспеченным кредитам физлиц исходила от президента, мы считаем, что поправки все-таки будут приняты.
- ▶ **Инвесторы ударили по Мечелу.** В отсутствие каких-либо значимых новостей акции Мечела вчера упали на 50%, что могло стать как следствием технических факторов (срабатыванием margin-calls по длинным позициям), так и появлением слухов о неспособности компании рефинансировать свой долг (во 2П 2013 г. необходимо погасить ~1 млрд долл., в 2014 г. - 2,5 млрд долл.). О том, что за счет средств от операционной деятельности Мечел не в состоянии исполнить свои обязательства известно уже давно, однако, некоторые участники рынка (судя по котировкам облигаций Мечела) все-таки надеялись на поддержку со стороны крупных госбанков. Вчера, по-видимому, ситуация изменилась: облигации Мечела подешевели на 5-6 п.п.: так, Мечел-15,16 опустились до 81% от номинала (УТР 140% @ февраль 2014 г.), Мечел-17, 18 (с офертой в июне 2016 г.) котируются около 50% от номинала. Это отражает повышенные ожидания реструктуризации облигаций Мечела (и согласуется с нашими рекомендациями). С сегодняшнего дня ЦБ РФ установил нулевые поправочные коэффициенты (=100% дисконты) по кредитам под залог облигаций Мечела (то есть по ним получить ликвидность от ЦБ РФ нельзя).

Темы выпуска

- ▶ **МегаФон: рост по всем фронтам**

МегаФон: рост по всем фронтам

Сильные результаты, долговая нагрузка может несколько вырасти до конца года

Вчера МегаФон (BBB-/Ваа3/-) опубликовал сильные результаты за 3 кв. 2013 г. по МСФО, вновь показав значительные темпы роста выручки и OIBDA. Долговая нагрузка также несколько повысилась из-за выплаты дивидендов. К концу года мы ожидаем ее незначительный рост в связи с консолидацией убыточного Скартела и отражением основной части капвложений в отчетности за 4 кв.

Ключевые финансовые показатели МегаФона

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2013	3 кв. 2012	изм.
Выручка	77 543	71 138	+9%
OIBDA	35 387	32 037	+10%
Рентабельность по OIBDA	45,6%	45,0%	+0,6 п.п.
Чистая прибыль	15 321	14 893	+3%
Операционный поток	34 858	30 641	+14%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-4 056	-18 065	-78%
Капвложения	-10 862	-7 172	+51%
Финансовый поток	-36 650	-10 638	+3,5x

в млн руб., если не указано иное	30 сентября 2013	31 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	149 593	150 328	-1%
Краткосрочный долг	11 159	10 983	+2%
Долгосрочный долг	138 434	139 345	-1%
Чистый долг	91 233	75 720	+21%
Чистый долг/OIBDA LTM*	0,7x	0,6x	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Ускорение роста обусловлено, в первую очередь, ростом абонентской базы

Темпы роста выручки в 3 кв. 2013 г. вновь повысились и достигли 9% г./г. по сравнению с 8% г./г. в 1П 2013 г. Ускорение произошло главным образом за счет сегмента СМС и дополнительных услуг (+17,6% г./г. против 7,9% г./г. в 1П 2013 г.), а также голосовых услуг (+2,9% г./г. против 2,4% г./г. в 1П 2013 г.), что было вызвано, в первую очередь, увеличением абонентской базы на 5,6% г./г. до 66,3 млн абонентов. При этом, повышение выручки от мобильной передачи данных несколько замедлилось: +23,7% г./г. против +24,5% г./г. в 1П 2013 г., а доля абонентов, пользующихся мобильным интернетом, практически не изменилась по сравнению со 2 кв. 2013 г. и составила 35%.

Рентабельность улучшилась за счет снижения коммерческих расходов

Рентабельность по OIBDA в 3 кв. 2013 г. вновь оказалась на высоком уровне, достигнув 45,6% (46,9% за 9М 2013 г.). Это в основном объясняется снижением рекламных расходов и выплат дилерам. Тем не менее, валовая рентабельность снизилась на 1 п.п. из-за роста доли низкомаржинального сегмента продаж сотовых телефонов и аксессуаров в структуре выручки. Давление на рентабельность (~1 п.п.) также оказало создание резерва по сомнительной задолженности.

Долговая нагрузка несколько выросла за счет выплаты дивидендов

Капвложения в 3 кв. 2013 г. составили 10,9 млрд руб., что соответствует 14% от выручки. Кроме того, в июле МегаФон выплатил дивиденды за 2012 г. в размере 37 млрд руб. В связи с этим, долговая нагрузка в 3 кв. 2013 г. несколько увеличилась по сравнению со 2 кв.: Чистый долг вырос на 21%, а коэффициент Чистый долг/LTM OIBDA составил 0,7x против 0,6x во 2 кв.

Свободный денежный поток в 4 кв. может оказаться отрицательным

После объявления результатов руководство МегаФона повысило прогноз по рентабельности OIBDA на 2013 г. с 42,5-44% до 44% и выше и снизило прогноз по капвложениям с 55-60 млрд руб. до 50-55 млрд руб. Прогноз учитывает консолидацию Скартела в 4 кв. 2013 г., который в 2012 г. показал отрицательную OIBDA в размере 1,5 млрд руб. По заявлению менеджмента МегаФона на конференц-звонке, внешний долг Скартела на момент консолидации составлял менее 100 млн долл. Помимо этого, в ходе телеконференции руководство заявило о вероятном повышении рекламных расходов в преддверии Олимпийских Игр в Сочи. В связи с этим, в 4 кв. 2013 г. ожидается достаточно значительное снижение рентабельности по OIBDA. На 4 кв. также приходится и значительная часть капвложений – порядка 30 млрд руб., согласно прогнозу менеджмента. Таким образом, весьма вероятно, что свободный денежный поток в 4 кв. окажется отрицательным, что приведет к незначительному росту долговой нагрузки к концу года (до 0,8х, по нашим оценкам).

Размещенные в марте 5-летние облигации МегаФон-6,7 номиналом 20 млрд руб. котируются с УТР 8,1% @ март 2018 г. (=ОФЗ + 116 б.п.), что соответствует диапазону доходностей корпоративных облигаций 1-го эшелона. Сужение спреда к суверенной кривой (на 60 б.п.) произошло главным образом по причине повышения доходностей госбумаг.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

«Мантры» стимулирования экономики

Промпроизводство РФ в августе: на нуле

Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом

Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Приватизация - не панацея

Досрочное "распечатывание" ФНБ

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Бюджетная арифметика вселяет надежды

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

Новые уточнения к Положению №395-П

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	РМК
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	СУЭК
ММК	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus Gold
Норильский Никель	Uranium One
Распадская	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цвяян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

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

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.