



19 октября 2012 г.

Пульс рынка

- **Саммит может добавить оптимизма.** Американские рынки закрылись снижением на фоне слабой отчетности технологических компаний – Google и Microsoft. Негатива прибавила статистика рынка труда: количество новых обращений за пособиями по безработице неожиданно выросло. Таким образом, рекордно низкий уровень безработицы в 7,8%, зафиксированный в сентябре, вероятно, снова будет превышен. Что касается европейских проблем, то участники саммита стран ЕС, похоже, сошлись во мнении о необходимости консолидации регулирования банковской системы, что повышает вероятность предоставления помощи испанскому банковскому сектору и может снизить опасения относительно дальнейших перспектив еврозоны.
- **ЦБ РФ повышает привлекательность длинных инструментов рефинансирования под залог ц/б.** По словам зампреда Банка России С. Швецова, в 2013 г. по операциям на срок от 31 дня планируется перейти от фиксированных ставок к плавающим (на базе RUONIA), что должно увеличить интерес банков к этим инструментам из-за их ожидаемой меньшей стоимости. На первый взгляд, такая мера вкупе с введением РЕПО с корзиной ц/б может только приветствоваться, поскольку теоретически позволит снизить стоимость длинного фондирования у регулятора. Однако привлекательность этого инструмента во многом будет зависеть от технических деталей (мин. спред к RUONIA, лимитная политика ЦБ на сроках до 31 дня, которая, помимо прочего, может повлиять на значение RUONIA и т.п.), которые пока не раскрыты.
- **ЦБ РФ признал, что инфляция, скорее всего, выйдет за целевой диапазон 5-6%.** На середину октября в годовом выражении она достигла 6,8%. Повышение тарифов ЖКХ – основная, но не единственная причина роста инфляции. Неблагоприятные погодные условия в РФ и за рубежом привели к ускорению роста цен на ряд продовольственных товаров. Сейчас наш базовый прогноз по инфляции на конец 2012 г. составляет 7%. Несмотря на это, на наш взгляд, ЦБ предпочтительнее было бы воздержаться от повышения ставок в ноябре, учитывая последние разочаровывающие макроданные. Если замедление роста промышленности само по себе еще не могло служить сильным поводом для беспокойства, то вкупе с сокращением потребительской и инвестиционной активности, у ЦБ, как мы полагаем, на следующем заседании будут все основания для пересмотра ожиданий относительно рисков замедления экономики в негативную сторону.
- **Низкий спрос на депозиты Казначейства.** Вчера на аукционе по размещению 3-мес. бюджетных средств отмечался еще более низкий спрос, чем на аукционе во вторник. Из предложенных 37 млрд руб. банки взяли меньше половины – 15,8 млрд руб. В последние дни произошло некоторое улучшение ситуации на денежном рынке. Приток ликвидности из бюджета (80 млрд руб. за два дня), а также увеличение объема недельного РЕПО (на 120 млрд руб.) привели к серьезному росту корсчетов, уровень которых превысил 900 млрд руб. На этом фоне произошло снижение однодневных ставок на 30-40 б.п. Возможно, увеличение минимальной ставки на аукционе по сравнению с прошлой неделей – с 7,1% до 7,2% с одновременным уменьшением срока депозитов с 98 до 91 дней также повлияло на спрос. Мы отмечаем, что ажиотаж на аукционах однодневного РЕПО ЦБ снижается – средневзвешенная ставка на них снизилась по сравнению с концом прошлой недели с 6,0% до 5,7% (при минимальной ставке 5,5%). Выплата НДС (19 и 22 октября), по нашим оценкам, приведет к оттоку около 100 млрд руб. Однако, скорее всего, банки компенсируют его за счет снижения корсчетов, не привлекая новых заимствований у ЦБ. Поэтому, хотя ситуация на денежном рынке останется сложной, нового витка напряженности стоит ожидать только 24-25 октября, когда будет выплачиваться НДС и часть экспортной пошлины (отток ~ 350 млрд руб.).
- **Сбербанк поставил рекорд,** разместив 10-летние субординированные евробонды на максимальную для себя сумму в 2 млрд долл. по ставке 5,125% год. (при изначально маркируемом ориентире около 5,5% год.). Премия к старшему выпуску SBER 22 составила всего ~65-70 б.п. в терминах Z-спредов. Возможно, столь небольшая премия объясняется, помимо прочего, высокой долей капитала 1-го уровня в общем капитале (77%). На наш взгляд, дальнейший потенциал сужения спреда незначителен.

Темы выпуска

- **Теле2 Россия: агрессивный рост отменяется?**

Теле2 Россия: агрессивный рост отменяется?

Снижение рентабельности продолжилось, теперь акцент на более сбалансированный рост абонентской базы и прибыльности

Шведская Tele2 Group опубликовала финансовые результаты за 3 кв. 2012 г. по МСФО, также были раскрыты отдельные финансовые показатели (данные по долгу не представлены) российского подразделения - Теле2 Россия (-/-/BB+), которые свидетельствуют о продолжающейся тенденции снижения прибыльности. Так, относительно 3 кв. 2011 г. рентабельность по EBITDA упала на 2,3 п.п. до 38% (во 2 кв. 2012 г. - на 2,4 п.п. г./г.), что может объясняться агрессивным наращиванием абонентской базы (+710 тыс. абонентов за 3 кв., превысив на 4% показатель годом ранее) и более высокими затратами на привлечение. При этом по итогам 1П 2012 г. основные конкуренты Теле2 в РФ продемонстрировали чистый отток абонентов.

Важно отметить, что теперь компания намерена несколько изменить свою стратегию в России, сделав акцент на более сбалансированный рост абонентской базы и прибыльности. Прогноз компании на 2012 г. предполагает приток новых абонентов в 4 кв. лишь на уровне 200 тыс.

Ключевые финансовые показатели Теле2 Россия

В млн руб. *, если не указано иное	3 кв. 2012	3 кв. 2011	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	15 434	13 544	+14%	14 637	+5%
EBITDA	5 871	5 454	+8%	5 355	+10%
Рентабельность по EBITDA	38,0%	40,3%	-2,3 п.п.	36,6%	+1,4 п.п.
Операционная прибыль	4 625	4 465	+4%	4 096	+13%
Операционная рентабельность	30,0%	33,0%	-3 п.п.	28,0%	+2 п.п.
Капвложения	1 711	2 974	-42%	2 577	-34%

* по курсу шведской кроны ЦБ РФ

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Операционные показатели выглядят сильно

Операционные показатели Теле2 Россия выглядят достаточно сильно: средняя выручка на абонента (ARPU) в 3 кв. 2012 г. продолжает демонстрировать рост: +4% г./г. (+4,1% г./г. в предыдущем квартале), абонентская база достигла 22,3 млн абонентов (+9,6% г./г.), трафик на абонента (MoU) вырос на 7% г./г. при стабильно более низком (чем у конкурентов) коэффициенте оттока абонентов (churn rate). Это привело к росту выручки до 15,4 млрд руб. (+14% г./г.).

Прогноз на 2012 г. изменен только в части абонентской базы: повышен на 500 тыс. абонентов из-за агрессивного роста в 3 кв.

Tele2 Group также предоставила обновленный прогноз основных показателей российского подразделения на 2012 г., согласно которому:

- число абонентов по итогам года теперь ожидается на уровне 22,5 млн (ранее 22 млн), при этом на 30 сентября 2012 г. это число уже составило 22,3 млн;
- показатель ARPU, также как и ранее прогнозировалось, вырастет на 3-5% г./г. в рублях;
- прогноз рентабельности по EBITDA остался тем же: 37-39%, при этом для достижения его нижней границы компании необходимо продемонстрировать рентабельность на уровне 38,5% в 4 кв., что, на наш взгляд, вполне возможно, тем более учитывая озвученный более сбалансированный подход;
- капвложения на 2012 г. подтверждены на уровне 6-7 млрд руб., в 4 кв. осталось освоить лишь ~15% этого бюджета.

Обращающиеся бумаги неликвидны

Обращающиеся бумаги эмитента неликвидны, и лучшей альтернативой в телекоммуникационном секторе в сегменте длинной дюрации, на наш взгляд, являются облигации ВымпелКома (BB/Ba3/-) - ВымпелКом-Инвест, 6,7 (YTM 9,2% @ октябрь 2015 г.).

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на пути к 7%

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

В октябре ЦБ оставил все ставки без изменений

Банковский сектор

Фондирование от ЦБ РФ становится нормой

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

РЕПО в корзине

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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

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

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

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.