

20 октября 2011 г.

Пульс рынка

- На фоне дефицита информации слухи продолжили править финансовыми рынками. Позитивные настроения, вызванные ожиданиями скорого разрешения долговых проблем еврозоны, вчера были развеяны канцлером Германии, заявившей о невозможности исправить ошибки прошлого одним махом. Германия и Франция, с одной стороны, не хотят развала еврозоны, а, с другой, не приемлют нового риска от слабых стран в какой-либо форме. В этой связи в СМИ появилась информация о том, что EFSF будет выдавать лишь частичную гарантию (около 20%) по бондам, выпущенным периферийными странами, а не на весь номинал, как предполагалось ранее. Германия и Франция как бы самоустраиваются от решения долговых проблем еврозоны, ограничившись лишь поддержкой собственной банковской системы, для чего, по-видимому, потребуется меньше средств. В частности, стресс-тест, проведенный банковским регулятором ЕБА, показал необходимость увеличения капитала банков ЕС для удовлетворения требованиям по нормативам достаточности капитала всего лишь на 80 млрд евро, что сильно расходится с оценкой МВФ (200 млрд евро). Отсутствие перспектив масштабного количественного смягчения в Европе позволяет евро держаться на высоком уровне 1,37 долл. Тем не менее, дальнейшее ухудшение кредитоспособности еврозоны (как финансового, так и реального секторов экономики) будет способствовать оттоку капитала из ЕС, приводя к ослаблению евро.
- Негативный внешний фон привел к снижению котировок нефти Brent на 2 долл. до 108 долл./барр., что сегодня окажет давление на курс рубля и вызовет рост ставок по валютным свопам. В первые часы валютных торгов стоимость корзины выросла на 40 копеек до 36,70 руб. Рублевые облигации вновь будут под давлением продавцов, что может привести к заметному снижению котировок длинных облигаций, прежде всего ОФЗ. Мы обращаем внимание, что размещение бумаг ФСК (сейчас идет сбор заявок) может спровоцировать продажи длинного выпуска ФСК-19, который и сам по себе выглядит дорого, котируясь со спредом к кривой ОФЗ на уровне 50 б.п. В то же время открытие коротких позиций в ФСК-19 в больших объемах может не оправдаться, учитывая низкую ликвидность выпуска. Комментарий к финансовым результатам за 1П 2011 г. по МСФО см. в теме "ФСК: большой CAPEX создает навес на "первичке".
- Сегодня остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ снизились почти на 120 млрд руб. до 930 млрд руб., что на наш взгляд, преимущественно объясняется частичным погашением имеющейся у банков задолженности по РЕПО с ЦБ (снижение до 364 млрд руб., все сроки) и предварительными выплатами 1/3 НДС за 3 кв. 2011 г. (~170-180 млрд руб.), отчисление которых в казну заканчивается сегодня.

Темы выпуска

- Макростатистика сентября вселяет оптимизм
 - ФСК: большой CAPEX создает навес на "первичке"
 - Теле2: модель дискаунтера пока себя оправдывает
-

Макростатистика сентября вселяет оптимизм

Макростатистика сентября рассеивает опасения возможного замедления роста внутреннего спроса

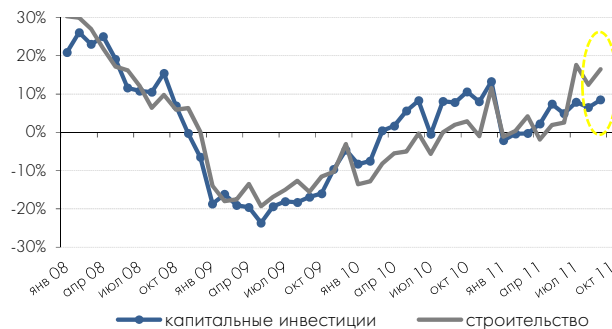
Замедление промпроизводства в сентябре было вызвано разовыми факторами

Вчера Росстат опубликовал информацию о социально-экономических индикаторах России за сентябрь 2011 г. Данные первого месяца осени за исключением слабых результатов промпроизводства, свидетельствует о положительном изменении подавляющего большинства макропоказателей.

Принципиальным отличием от статистики предыдущего месяца стало заметное улучшение динамики инвестиций. Сентябрьский рост инвестиций в основной капитал существенно превысил наши ожидания (7,2%), ускорившись до 8,5% г./г. после замедления до 6,5% г./г. месяцем ранее. Как мы и прогнозировали, снижение инвестиционной активности в августе полностью компенсировалось активизацией инвестиционной деятельности в сентябре 2011 г., что в большей степени соответствует исторической цикличности инвестиционных расходов (по мере завершения инвестиционных проектов к концу года обычно наблюдается рост).

Улучшение динамики инвестиций радует еще больше, если учесть резкое замедление в прошлом месяце роста промпроизводства (до 3,9% против 6,2%), заставившее нас усомниться в прочности инвестиционного спроса. На фоне сильной статистики инвестиций теперь становится очевидно, что наши предположения о том, что "провал" производства в первый месяц осени, скорее, был вызван сочетанием нескольких разовых факторов, верны. Как мы отмечали ранее, замедлить темпы роста обработки (ключевой компоненты промпроизводства) в основном мог факт приостановки крупных сталелитейных и трубных заводов на плановый ремонт, а нефтепереработки - переход на новый режим налогообложения "60-66". Цикличность производства машин и оборудования, выпуск которых в прошлом месяце оказался низким (см. ежедневный обзор от 18 октября), также негативно сказалась на темпах показателя.

Динамика капитальных инвестиций и строительства (% г./г.)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

В фокусе - ускорение строительной активности в 4К 2011 г.

Основной вклад в прирост инвестиций по-прежнему вносит капитальное строительство, которое демонстрирует выдающиеся результаты в течение последних трех месяцев - прирост на 16,5% в сентябре и 12,4% в августе против 1,2% в целом за 1П 2011 г. Мы полагаем, что такая динамика с одной стороны объясняется "раскручиванием" инвестиционной активности по мере завершения года, с другой - статистическим эффектом отражения в отчетах сентября квартальной сдачи строительных объектов. И то и другое лишь подкрепляет наши предположения о том, что значительная часть инвестиционных расходов в рамках крупных инфраструктурных госпроектов переносится на конец года, что создает предпосылки для высоких темпов роста инвестиций в оставшиеся месяцы.

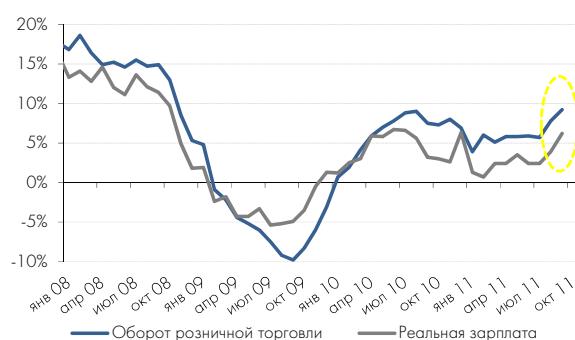
Сентябрьские данные важны еще и тем, что свидетельствуют о сохранении роста внутреннего спроса, несмотря на те опасения, которые возникли на фоне разочаровывающей статистики по производству, а также существенного снижения темпов импорта. Отрицательно повлиять на сокращение импорта, на наш взгляд, могло ослабление рубля и сопряженное с этим ухудшение ожиданий потребителей.

Потребительский спрос усиливается благодаря росту доходов населения и активизации кредитования

Главным поводом для оптимизма в отношении прочности потребительского спроса могут служить опережающие темпы розничного товарооборота, которые нарастают в течение всего года (9,2% г./г. в сентябре против 7,8% г./г. месяцем ранее и 5,4% за 1П 2011). Одним из ключевых факторов, стимулирующих рост розничной торговли, служит сохранение позитивной динамики реальных зарплат (6,2% г./г. против 3,9% г./г. в августе) и доходов населения (3,2% против 1,6% месяцем ранее).

Наряду с увеличением доходов, которое отчасти связано с улучшением финансовых возможностей компаний, отчасти - с индексацией зарплат бюджетникам, улучшению потребительской активности способствует замедление инфляции (7,2% против 8,2% в августе) и активизация кредитования. Ускорение роста розницы в том числе служит и отражением улучшения состояния рынка труда, где безработица продолжает сокращаться, составляя 6,0% в сентябре против 6,1% в августе и 6,5% в июле.

Динамика розничной торговли и реальных заработных плат (% г./г.)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Мы сохраняем наш прогноз по росту ВВП в 2011 г. на 3,5%, что подтверждается улучшением динамики большинства макроиндикаторов.

Признаки сохранения роста инвестиционного и потребительского внутреннего спроса поддерживают наш годовой прогноз по ВВП в 3,5%

ФСК: большой CAPEX создает навес на "первичке"

Сильные финансовые результаты за 1П 2011 г. ...

ФСК (BBV/Vaa2/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка компании выросла на 26% до 71,2 млрд руб., при этом рост показателя EBITDA значительно опередил темп роста выручки, составив 42% до 45,5 млрд руб. Долг в абсолютном выражении практически не изменился, с 58 млрд руб., а отношение Долг/LTM EBITDA немного снизилось до 0,7x. В целом мы считаем, что автономные кредитные метрики эмитента свидетельствуют о его высоком кредитном качестве, что вместе с нециклическим характером деятельности компании и квазисуверенным статусом создает высокую защиту от волатильной рыночной среды.

Ключевые финансовые показатели ФСК

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	71 217	56 565	+26%
ЕБИТДА	45 459	32 019	+42%
Рентабельность по ЕБИТДА	63,8%	56,6%	+7,2 п.п.
Чистая прибыль	43 928	12 636	+3,5x
Операционный поток	36 275	25 959	+40%
Инвестиционный поток, в т. ч.	-31 279	-36 914	-15%
Капитальные вложения	-69 156	-51 812	+33%
Финансовый поток	-2 102	-7 452	-3,5x

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	7 552	7 497	+1%
Долгосрочный долг	50 815	50 000	+2%
Совокупный долг	58 367	57 497	+1%
Чистый долг	37 031	39 318	-6%
Чистый долг/LTM EBITDA*	0,46x	0,58x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

... отразили
позитивное влияние
RAB-тарификации

Основным фактором повышения выручки стало увеличение планируемых капитальных расходов (составившее 33% г./г. за отчетный период), которые являются одним из составляющих элементов формулы для расчета тарифа по методике RAB. Первоначально рост тарифа ФСК в 2012 г. планировался на уровне 26,4%, однако, государство приняло решение по его снижению. По заявлению ФСТ, тарифы ФСК в 1П 2012 г. планируется оставить на текущем уровне, а во 2П 2012 г. максимальный рост тарифов составит 20%, но точное значение пока не определено. Таким образом, среднегодовое увеличение тарифа ФСК в 2012 г. не превысит 10%.

Сокращение потерь в
электросетях

Увеличение рентабельности по EBITDA на 7 п.п. до 64% было связано с более низким ростом операционных издержек в сравнении с выручкой от услуг по передаче. В частности, несмотря на увеличение объема переданной электроэнергии (с 239 до 246 млрд кВт*ч), компании удалось сократить затраты на потери электричества в сетях на 14,5% до 6,67 млрд руб. Рост расходов на персонал составил почти 30%, что отразило как индексацию зарплаты, так и повышение ЕСН.

Обмен акциями с
Интер РАО привел к
разовой прибыли

За отчетный период произошла передача долей в генерирующих активах (в том числе Башкирэнерго, РусГидро, Мосэнерго) на баланс Интер РАО в обмен на ее обыкновенные акции. В результате ФСК увеличила свою долю в Интер РАО до 19,95%. Поскольку балансовая стоимость переданных акций оказалась ниже стоимости этого пакета, компания отразила соответствующую прибыль (31 млрд руб.).

Операционного
потока не достаточно
для финансирования
CAPEX

Операционный денежный поток увеличился в 1,4 раза до 36,3 млрд руб. Капитальные расходы, составившие 69,2 млрд руб., были профинансированы в том числе за счет погашения банковских векселей (чистая сумма с учетом приобретения - 38 млрд руб.) За отчетный период размер денежных средств на балансе увеличился на 3 млрд руб. до 21,3 млрд руб. (с учетом депозитов).

В 1П 2011 г. была увеличена протяженность линий электропередач на 3,2 тыс. км до 125,5 тыс. км и расширены трансформаторные мощности на 17,5 тыс. МВА до 328,5 тыс. МВА. Инвестиционная программа утверждена на 2010-2014 гг. в объеме 952,4 млрд руб. Она включает в себя строительство новых линий электропередач протяженностью 32,2 тыс. км и увеличение трансформаторных мощностей на 94,8 тыс. МВА. В 2010 г. на инвестиции было потрачено 141,8 млрд руб. Напомним, что основными инвестиционными проектами являются (по срокам завершения):

в 2011 г.:

- выдача мощности энергоблока № 4 (1000 МВт) Калининской АЭС;
- строительство инфраструктуры для обеспечения саммита АТЭС в 2012 г. во Владивостоке;

в 2012 г.:

- выдача мощности энергоблока Нововоронежской АЭС-2 № 1 (1150 МВт);
- строительство инфраструктуры для обеспечения Олимпиады в Сочи-2014;
- перевод ВЛ в кабельные линии и строительство ПС 220 кВ для инновационного центра «Сколково»;
- выдача мощности пускового комплекса (1000 МВт) Богучанской ГЭС;
- энергообеспечение нефтепровода Восточная Сибирь -Тихий Океан;
- строительство линии Зейская ГЭС-граница России и Китая;

в 2013 г.

- строительство объектов электроснабжения Эльгинского угольного месторождения;

Обширная инвестиционная программа является фактором заметного увеличения долговой нагрузки уже в 2012 г.

Инвестиционная программа не является равномерной по срокам исполнения - значительная ее часть приходится на 2012 г. Как следствие, денежного потока от операционной деятельности, на наш взгляд, может не хватить для финансирования капитальных затрат, что приведет к увеличению долга (что подтверждается начавшимся сейчас маркетингом нового выпуска рублевых облигаций). По нашим оценкам, потребность ФСК в новом долге до конца 2012 г. составляет порядка 200-300 млрд руб., что может привести к увеличению долговой нагрузки в терминах отношения Долг/LTM EBITDA до отметки 2,5х, который является максимальным значением в соответствии с внутренними нормативами компании. Принимая во внимание как ухудшение макроэкономической ситуации, так и желанием правительства ограничить инфляционные риски, мы не исключаем, что тариф для ФСК ЕЭС будет ниже уровня, необходимого для финансирования объявленной инвестпрограммы. Как следствие, часть инвестпрограммы может быть сдвинута на более поздний срок.

Краткосрочный долг полностью рефинансирован

Почти весь долг ФСК сформирован выпусками рублевых облигаций, номинальная стоимость которых составляет 80 млрд руб. Краткосрочная часть задолженности была представлена выпуском ФСК-4 номиналом 6 млрд руб., который был погашен 6 октября. После отчетной даты в июле ФСК разместила 10-летний выпуск ФСК-13 номиналом 10 млрд руб. и 7-летний ФСК-19 номиналом 20 млрд руб. Эмитент не имеет облигаций с погашением ранее 2013 г., что нивелирует краткосрочные риски рефинансирования. Кроме того, на отчетную дату ФСК имела невыбранные долгосрочные кредитные линии на сумму 35 млрд руб. и краткосрочную линию на 30 млрд руб.

Любой "просвет" на первичке будет использован для выхода на рынок

На текущий момент зарегистрировано 7 новых выпусков облигаций номиналом 95 млрд руб. Мы считаем, что в случае улучшения рыночной конъюнктуры навес первичного предложения может реализоваться даже с премией к рынку.

В частности сейчас идет маркетинг нового выпуска ФСК-15 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром по ставке купона в пределах 8,75-9,0% годовых, что соответствует доходности УТР8,94 - 9,20% к оферте через 3 года. Предложенный ориентир соответствует спреду к кривой ОФЗ на уровне 85-110 б.п., в то время как по обращающимся длинным бумагам ФСК-19 (УТР8,83%) он составляет около 45 б.п. Мы считаем верхнюю границу ориентира более адекватной компенсацией за (а) дюрацию, которая представляется высокой в условиях текущего дефицита длинной ликвидности у банков, (б) время, необходимое для выхода на вторичный рынок после размещения (данный выпуск потребует регистрации отчета об итогах размещения в ФСФР), а также дополнительно для включения новых бумаг в список РЕПО с ЦБ, и (в) высокий навес нового предложения от эмитента на "первичке". В качестве ориентира для оценки справедливой доходности ФСК может служить рублевый евробонд RusHydro15, последние сделки по которому проходили на уровне УТР9,5%/ДТР3,4.

Tele2: модель дискаунтера пока себя оправдывает

Tele2 Group представила финансовую отчетность за 3 кв. 2011 г. по МСФО. В частности были представлены результаты деятельности российского подразделения - Теле2 Россия (-/-/BB+), которые мы оцениваем в целом позитивно.

Ключевые финансовые и операционные показатели Теле2 Россия

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.
Выручка	13 846	11 428	+21%	13 846	12 793	+8%
ЕБИТДА	5 456	4 240	+29%	5 456	5 003	+9%
Рентабельность по ЕБИТДА	39,4%	37,1%	+2,3 п.п.	39,4%	39,1%	+0,3 п.п.
Абонентская база, млн чел.	20,4	17,7	+15%	20,4	19,7	+3%
ARPU, руб.	225	217	+3%	225	220	+2%
MoU, мин.	239	229	+4%	239	243	-2%

Теле2 Россия формирует до 41% EBITDA всей группы

Напомним, что российское подразделение является одним из наиболее важных для всего холдинга Tele2, поскольку формирует до 30% консолидированной выручки и 41% EBITDA, демонстрируя при этом самую высокую рентабельность (39%).

Модель дискаунтера оправдывает себя

Число абонентов Теле2 Россия превысило 20 млн (+15% г./г. и +3% кв./кв.) при стабильных показателях средней выручки на абонента ARPU (+3% г./г.) и трафика MoU (+4% г./г.). Ожидается, что к концу года абонентская база достигнет 21 млн человек, Динамика ключевых операционных показателей демонстрирует, что выбранная компанией модель дискаунтера вполне оправдывает себя в России.

Компания опережает основных конкурентов по динамике прибыли

Выручка компании в 3 кв. 2011 г. составила 13,8 млрд руб., превысив аналогичный показатель прошлого года на 21%, а также показатель предыдущего квартала - на 8%. EBITDA выросла на 29% г./г. В целом Теле2 опережает основных конкурентов по динамике прибыли (во 2 кв. 2011 г. прирост EBITDA у МТС - 5% г./г., у ВымпелКома по России - 1% г./г., у Теле2 - 32% г./г.).

Тем не менее, пока рентабельность Теле2 Россия немного ниже, чем у конкурентов

Общая рентабельность по EBITDA превысила 39%, при этом в "зрелых" регионах она составляет около 50% и в новых - в среднем 10%. По итогам 2011 г. Теле2 Россия ожидает сохранения уровня рентабельности на уровне 38-40%. Тем не менее, пока рентабельность Теле2 Россия ниже, чем у ее основных конкурентов, хотя и у МТС, и у российского подразделения ВымпелКома этот показатель уже снизился до ~42%.

Капвложения не потребуют привлечения нового долга

Капвложения за 9 мес. 2011 г. превысили 6,4 млрд руб. (1,4 млрд шведских крон), и, вероятнее всего, не потребовали привлечения дополнительного заемного капитала. До конца года компания намерена инвестировать еще 2,5 млрд руб. (565 млн шведских крон), что также, по нашим оценкам, может быть профинансировано из операционных потоков.

За вычетом внутригрупповых займов, чистый долг компании - отрицателен.

Отдельно информация по долговой нагрузке российского подразделения на конец 3 кв. 2011 г. не раскрывается. На начало года совокупный долг Теле2 Россия (64,6 млрд руб.) был представлен преимущественно займами материнской структуры. За вычетом внутригрупповых займов, чистый долг Теле2 Россия был отрицательным. В 3 кв. 2011 г. Теле2 Россия успешно разместила 3 выпуска рублевых облигаций на общую сумму 13 млрд руб. с офертой через 5 лет. Эти средства были использованы для рефинансирования внутригрупповой задолженности. У компании также имеются еще 4 зарегистрированных выпуска на 17 млрд руб. Напомним, что целевой уровень долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA) Теле2 определен на уровне 1,25х-1,75х.

Торговых идей в бумагах эмитента нет

Обращающиеся выпуски Теле2-СПб-1,2,3 номиналом 13 млрд руб. торгуются с доходностью около YTP10,3% @июнь 2016 г., что находится на одном уровне с кривой Вымпелкома и соответствует премии к МТС в размере 100 б.п.

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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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.