

12 сентября 2011 г.

Пульс рынка

- Медвежий настрой вновь охватил глобальные рынки. Поводом послужило очередное обострение проблем с Грецией, которая, судя по всему, может стать вторым Lehman Brothers. В пятницу подал в отставку член правления ЕЦБ от Германии Юрген Штарк, который в августе выступал против программы выкупа госбумаг проблемных стран ЕС. Эта новость повлекла спекуляции на тему того, что в ЕЦБ нет единства по поводу действий для разрешения ситуации с Грецией, итогом чего стал рост вероятности дефолта, закладываемой рынком в котировки CDS, до 90%. По-видимому, Греция не в состоянии выполнить бюджетные ограничения, без чего пакет помощи от Европейского стабилизационного фонда не будет предоставлен. На наш взгляд, Греции, находящейся вне еврозоны, было бы проще справиться с бюджетными проблемами, например, посредством девальвации собственной валюты, в то время как присутствие внутри еврозоны не позволяет получать быструю помощь и ограничивает свои собственные силы. Ситуация развивается в рамках торга: или вы (Германия) нам (Греции) предоставите помощь без каких-либо условий, или мы покинем ЕС. В этой связи возможный раскол еврозоны (выход Греции из зоны евро, а вслед за ней и остальных слабых стран) уже выглядит вполне реалистичным. Наличие на балансе греческих долгов может стоить французским и немецким банкам их кредитного рейтинга. На рынке МБК наблюдается недоверие: банки снижают лимиты друг на друга, предпочитая держать свободные остатки на депозитах в ЕЦБ, который одновременно служит чуть ли не единственным источником ликвидности. Рост ожиданий по снижению ключевой ставки ЕЦБ (с текущих 1,5%) привел к резкому ослаблению евро против доллара с 1,40 до 1,35 долл./евро. С технической точки зрения, ничто не мешает дальнейшему движению до уровня 1,30. Американские и европейские индексы упали на 2-3%, вновь вернувшись к локальным минимумам. Снижение аппетита на рискованные активы вызвало ралли на рынке UST, в частности доходности 10Y UST опустились до нового многолетнего рекорда YTM 1,90%.
- Маячащий на горизонте дефолт Греции на фоне замедления глобального экономического роста приводят к сворачиваю стратегии carry-trade. Как и в 2008 г., капитал вновь "бежит" домой: йена и доллар демонстрируют укрепление, в то время как австралийский доллар, бразильский реал и рубль ослабевают. Рост неопределенности, о чем свидетельствует повышение индекса VIX, также не способствует вложениям в рискованные активы.
- Нефть сохраняет иммунитет к негативу на рынках акций, подешевев лишь на 1,5% до 111 долл./барр. (Brent). Отток капитала с рискованных рынков оказывает давление на рубль, сегодня торги открылись повышением стоимости корзины на 25 копеек до 35,17 руб. Рублевые облигации вновь теряют ликвидность, особенно в сегменте длинной дюрации. Пока ставки на денежном рынке держатся на комфортных уровнях. На завтрашнем аукционе по размещению депозитов Минфина на сумму 20 млрд руб. и сроком на 5 месяцев, мы ожидаем увидеть высокий спрос на уровне 5,0-5,2% годовых.

Темы выпуска

- Внешняя торговля: импорт начал замедляться
 - Ростелеком без потенциала ценового роста
-

Внешняя торговля: импорт начал замедляться

Стагнация экспорта продолжается, импорт начал замедляться

Физические объемы экспорта нефти и нефтепродуктов, как и многих других сырьевых товаров значительно снизились

Одна из причин падения - рост внутренних потребностей страны

Темпы роста импорта снизились. Свой вклад внесло окончание программы утилизации автомобилей

В пятницу Росстат опубликовал данные по экспорту за июль и по импорту из дальнего зарубежья за август. Стагнация экспорта продолжается на фоне снижения физических объемов поставок многих сырьевых товаров. В то же время после чрезвычайно высоких темпов роста во 2П 2010-1П 2011 произошло заметное замедление импорта.

Если посмотреть на динамику стоимостных объемов экспорта в разбивке по основным группам товаров, то можно констатировать, что в последние 3-4 месяца рост отмечался только в деревообработке, в категории "машины и оборудование", а также в продовольственных товарах (в июле произошел скачок в связи с отменой запрета на экспорт пшеницы). Однако эти три группы товаров составляют лишь 9% экспорта. В ключевой же категории, экспорте энергоресурсов, несмотря на благоприятную внешнюю конъюнктуру, отмечалась стагнация. Физические объемы экспорта нефти и нефтепродуктов в апреле-июле значительно снизились, что в целом по категории ТЭК было компенсировано повышением их цен и наращиванием поставок природного газа.

Схожая динамика характерна и для экспорта химической и металлургической продукции, где роста также не наблюдается. По нашему мнению, одна из причин падения физических поставок сырьевых товаров - рост внутренних потребностей страны, в частности, из-за реализации ресурсоёмких инфраструктурных проектов. Насколько эффективно для российской экономики повышение внутреннего потребления за счет сокращения экспорта судить сложно, однако, пока темпы роста ВВП в 2011 г. оставляют желать лучшего.

В июле-августе импорт начал замедляться после почти 50%-го роста в предыдущие 12 месяцев. Смена тренда еще более заметна, если исключить разовый скачок ввоза плавучих транспортных средств в прошлом месяце (1,7 млрд долл. по сравнению со стандартными 50-200 млн долл.). Объемы импорта уже превысили докризисную отметку, поэтому такое замедление выглядит вполне логичным. Кроме того, похоже, что окончание госпрограммы утилизации автомобилей и связанное с ним замедление их розничных продаж негативно повлияло на объемы ввоза комплектующих: с апреля импорт в категории "средства наземного транспорта" не растет.

Динамика продаж автомобилей и импорта средств наземного транспорта г./г.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

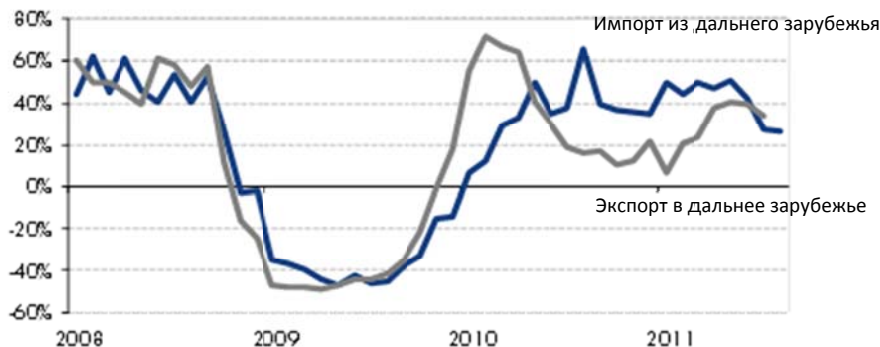
Мы не ожидаем, что в ближайшее время рост импорта полностью прекратится

В то же время мы не ожидаем, что в ближайшее время рост импорта полностью прекратится. И инвестиционный, и потребительский спрос в России повышаются достаточно быстрыми темпами, причем в большей степени на товары длительного пользования, которые составляют примерно половину импорта. Ускоряющийся рост потребительского кредитования должен также стимулировать ввоз импортной техники.

Впечатление, что темпы роста импорта и экспорта сравнялись, обманчиво

Если посмотреть на темпы роста год к году, то может показаться, что в последние месяцы динамика экспорта сравнялась с импортом (см. график). По нашему мнению, это впечатление обманчиво, так как хорошие показатели экспорта обеспечены целиком повышением цен на нефть. При условии стабильных нефтяных цен темпы роста экспорта в формате год к году к началу 2012 г. значительно упадут.

Динамика стоимостных объемов экспорта и импорта (темпы роста г./г.)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Торговое сальдо продолжит снижаться, но запас прочности еще велик

Таким образом, несмотря на замедление роста импорта, мы ожидаем, что торговое сальдо в следующие месяцы продолжит постепенно снижаться. Однако пока запас прочности достаточно велик, чтобы обеспечить значительный приток валюты по текущему счету как в этом, так и в следующем году. Мы ожидаем, что в сентябре-декабре 2011 г. сальдо текущего счета составит 30 млрд долл., в 2012 г. - почти 40 млрд долл. В среднесрочной перспективе это обеспечивает серьезную поддержку курсу рубля.

Ростелеком без потенциала ценового роста

Мы проанализировали обращающиеся бумаги Ростелекома и пришли к выводу, что обращающиеся облигации эмитента справедливо оценены рынком. По нашим оценкам, потребность эмитента в долговом финансировании будет оставаться на низком уровне в среднесрочной перспективе, что означает ограниченное предложение облигаций Ростелекома на первичном рынке.

Ростелеком – крупнейший российский оператор связи

Ростелеком (BB+/-/-) – крупнейший российский оператор связи, предоставляющий полный спектр телекоммуникационных услуг по всей стране. Компания является лидером на рынке фиксированной связи, в частности, в сегменте дальней связи, где занимает первое место по протяженности сети (более 500 тыс. км магистральных сетей). Ростелеком - основной оператор местной голосовой связи (29, 2 млн. абонентов, или 70% рынка) и крупнейший игрок в сегменте проводного ШПД (7,4 млн. абонентов, или 42% рынка). На рынке сотовой связи компания представлена не столь заметно – 13,8 млн абонентов и 6% рынка. Стоит отметить, что в 39 регионах России Ростелеком владеет лицензиями на частоты в диапазоне 2,3-2,4 ГГц, которые планируется использовать для стандарта LTE.

Помимо коммерческих услуг Ростелеком, будучи государственной компанией, выполняет ряд социальных функций, в частности, является одним из главных исполнителей федеральной программы «Электронное Правительство». Компания собирается участвовать в программе, направленной на повышение проникновения Интернета в труднодоступных и малонаселенных населенных пунктах с помощью беспроводной передачи данных по стандарту CDMA. Данные программы субсидируются из федерального бюджета, поэтому, даже несмотря на более низкую рентабельность и более продолжительные по сравнению с коммерческими проектами сроки окупаемости, Ростелеком вправе рассчитывать на положительный финансовый результат

Доля государства - 53,2%

от их реализации и усиления положения в отрасли.

В настоящий момент акционерная структура Ростелекома выглядит следующим образом: государство опосредованно (через ВЭБ, АСВ и Связьинвест) владеет 53,2% обыкновенных акций Ростелекома, миноритариям принадлежит 40,7% акций. 6,1% акций являются казначейскими, в том числе 3,4% акций зарезервировано под опционную программу для менеджмента. Также в уставном капитале Ростелекома присутствуют привилегированные акции, 71,2% которых принадлежат миноритариям, 28,8% являются казначейскими, в том числе 16,3% акций входят в опционную программу. Текущая структура оформлена не до конца, т.к. имеет место перекрестное владение – Ростелекому принадлежит 25,1% Связьинвеста. Планируется, что в ближайшие годы оно будет устранено, и акционерная структура примет более упорядоченный вид с сохранением контроля государства.

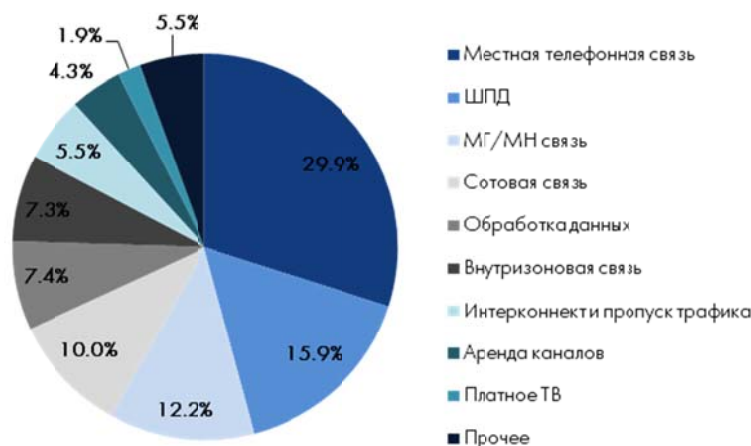
Мы считаем, что приватизация Ростелекома пока не стоит на повестке дня

В недавнем интервью генеральный директор компании г-н Провоторов заявил, что рассматривается возможность приватизации Ростелекома в средне- и долгосрочной перспективе. Он также отметил, что перед этим необходимо решить вопросы, связанные с обеспечением услугами связи силовых ведомств, которое сейчас осуществляется Ростелекомом. Поэтому мы считаем, что его приватизация пока не стоит на повестке дня.

В нынешнем виде компания существует с апреля 2011 г., когда к национальному оператору дальней связи ОАО «Ростелеком» присоединились межрегиональные компании связи: ЦентрТелеком, Северо-Западный Телеком, ЮТК, ВолгаТелеком, Уралсвязьинформ, Сибирьтелеком, Дальсвязь и Дагсвязьинформ, что завершило многолетнюю историю реорганизации Связьинвеста.

После завершения реорганизации Ростелеком озвучил стратегию на 2011-2015 гг., основная цель которой - стать «игроком номер один на российском коммуникационном рынке, как по выручке, так и по числу абонентов». К 2015 г. компания намерена занять 50% рынка ШПД, 30% рынка платного ТВ и 22% рынка беспроводной передачи данных по числу абонентов. По словам руководства Ростелекома, голосовая сотовая связь не входит в число приоритетных направлений развития.

Структура выручки Ростелекома (1кв. 2011 г.)



Источник: данные компании

Ростелеком усиливает свои позиции на рынке сотовой связи и ШПД

Ростелеком усиливает свои позиции на конкурентных рынках сотовой связи и фиксированного ШПД за счёт поглощений. Так, в этом году был консолидирован оператор сотовой связи стандарта CDMA Скайлинк, приобретен фиксированный оператор НТК (Национальные Телекоммуникации), имеющий сильные позиции в сегменте ШПД, особенно, платного телевидения, а также выкуплены доли в Оренбург GSM и Волгоград GSM у оператора СМАРТС, с которым Ростелеком владел этими активами на паритетной основе. Кроме того, в

прессе появлялись сообщения о том, что рассматривается возможность выхода на рынок Украины через покупку крупного интернет-провайдера Датагруп.

Если позиции Ростелекома в фиксированной и дальней связи выглядят непоколебимыми, то планы в отношении рынка ШПД мы считаем достаточно амбициозными. В настоящее время Большая Тройка сотовых операторов осуществляет активную экспансию в этом сегменте путём покупки региональных операторов и строительства собственных сетей. На наш взгляд, преимущество Большой Тройки заключается в использовании более прогрессивных технологий (FTTx против xDSL у Ростелекома), а также в возможности предоставления конвергентных услуг фиксированной и сотовой связи. Поэтому мы склонны рассматривать планы, заявленные в стратегии Ростелекома, как оптимистичные.

Ростелеком участвует в Консорциуме 4G, целью которого является изучение оптимального варианта внедрения стандарта LTE в России. На заседании Госкомиссии по радиочастотам 8 сентября Минкомсвязи принципиально одобрило предложения Консорциума, согласно которым в России должны присутствовать 4 федеральных оператора с полным набором частот и 2-3 оператора с частотами в «верхнем» диапазоне, более подходящим для развертывания сетей в густонаселенных территориях. Окончательное решение по распределению частот еще не принято, конкурс будет проводиться в 1 кв. 2012 г., но, учитывая размер компании и государственную поддержку, мы считаем, что у Ростелекома есть достаточно хорошие шансы стать одним из четырех операторов с полным набором частот.

Госконтроль и низкий уровень долга нивелируют меньший потенциал роста в сравнении с Большой Тройкой

В целом, если сравнивать перспективы развития, мы полагаем, что в то время как Ростелеком является лидером в стагнирующем сегменте фиксированной голосовой связи, рост МТС, ВымпелКома и Мегафона должен быть более динамичным по причине лидерства в сегменте сотовой связи, в которой еще остался потенциал, и наличия конкурентных преимуществ в сегменте ШПД. Поэтому, абстрагируясь от прочих факторов, мы бы сказали, что Ростелеком заслуживает премии к Большой Тройке. С другой стороны, к сильным сторонам компании, безусловно, стоит отнести наличие государственного контроля и консервативный уровень долговой нагрузки (приблизительно на одном уровне с МТС и ниже, чем у ВымпелКома), что, на наш взгляд, несколько нивелирует недостаток в виде менее высокого потенциала роста.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома

в млрд руб., если не указано иное	2008	2009	2010	1 кв. 2010	1 кв. 2011
Выручка	258,9	264,6	275,7	67,2	72,4
изменение г./г.		+2,2%	+4,2%		+7,7%
OIBDA	89,4	101,6	101,4	27,8	27,2
изменение г./г.		+13,6%	-0,1%		-1,9%
Рентабельность OIBDA	34,5%	38,4%	36,8%	41,3%	37,6%
Чистая прибыль	27,0	26,3	31,3	10,0	10,6
изменение г./г.		-2,8%	+19,3%		+5,9%
Чистая рентабельность	10,4%	9,9%	11,4%	14,8%	14,6%

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2008	31 дек. 2009	31 дек. 2010	30 июня 2010	30 июня 2011
Активы	414,6	403,2	426,8	426,8	476,7
Капитал	198,1	217,4	213,1	213,1	228,3
Долг, в т.ч.	143,7	116,2	138,0	138,0	170,7
краткосрочный	64,2	49,1	50,1	50,1	51,5
долгосрочный	79,5	67,1	87,9	87,9	119,2
Чистый долг/OIBDA	1,4x	1,0x	1,2x	1,1x	1,5x
Чистый долг/Капитал	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7
Сарех/Выручка*	25,8%	17,4%	20,0%	13,4%	61,8%

* В 1 кв. 2011 г. учитывается приобретение НТК за 28 млрд руб.

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Мы прогнозируем достижение OIBDA уровня 40% в течение нескольких лет

Ростелеком постепенно повышает темп роста выручки за счет расширения присутствия в наиболее динамичных сегментах (проводной ШПД, сотовая связь и платное ТВ). В связи с этим, мы считаем, что стратегия компании, направленная на усиление именно этих сегментов, выглядит разумной, и мы ожидаем, что темп прироста выручки будет увеличиваться.

Рентабельность OIBDA в 1 кв. 2011 г. сократилась во многом из-за увеличения расходов на персонал в связи с повышением ставки ЕСН. Также на результат повлияли единоразовые расходы, связанные с консолидацией НТК. В дальнейшем мы прогнозируем постепенное повышение рентабельности (до уровня 40% в течение нескольких лет) благодаря сокращению доли низкомаржинальной дальней связи в структуре выручки.

Чистый долг/OIBDA - 1-1,5x

Долговая нагрузка Ростелекома находится на комфортном уровне 1-1,5x чистый долг/OIBDA. Повышение этого показателя в 1 кв. 2011 г. произошло из-за приобретения НТК за 28 млрд руб.

В стратегии развития на 2011-2015 гг. указано, что плановый уровень соотношения капитальных затрат к выручке составляет 20%. С учетом того, что рентабельность OIBDA находится на уровне 35-40%, мы считаем, что Ростелекому в целом не потребуется увеличивать объем заимствований, даже с учетом дивидендных выплат. При этом стоит отметить, что основные вложения планируются в 2011-2012 гг., поэтому возможен временный «перекос» в операционных и инвестиционных денежных потоках, и рост долговой нагрузки на горизонте 2 лет. Оговоримся, что в наших расчетах мы не учитываем потенциальные M&A сделки, а они могут потребовать заемного финансирования.

Из 14 выпусков облигаций ликвидны Ростелеком-6 и Ростелеком-11

Компания представлена на рынке рублевых облигаций 14-ю выпусками, которые появились в результате конвертации выпусков МРК в результате их присоединения к Ростелекому. Многие инвесторы воспользовались своим правом на погашение бумаг МРК в момент реорганизации. Сейчас только два выпуска компании обладают заметной ликвидностью: Ростелеком-6 (YTM 6,0% @ 30 мая 2012 г.) и Ростелеком-11 (YTM 11,3% @ июль 2019 г.), в которые были конвертированы облигации ЮТК-5 и СЗТ-6, соответственно. Первый из указанных выпусков, на наш взгляд, не выглядит интересным для покупки, поскольку в сегменте бумаг категории "BB" с дюрацией менее года существуют более интересные варианты. Внимания заслуживают выпуски АФК Система-2 (YTP 6,9% @ август 2012 г.), ХКФБ-7 (YTP 8,2% @ апрель 2012 г.), НОМОС-11 (YTP 7,4% @ июль 2012 г.), КредитЕвропаБанк-6 (YTP 8,45% @ август 2012 г.).

Ростелеком-11 справедливо оценен к call-опциону в 2012 г.

Решением о выпуске Ростелеком-11 номиналом 3 млрд руб. предусмотрен выкуп бумаг по требованию эмитента в даты 1 августа 2012 г. и 29 июля 2015 г. по цене 100,25% от номинала. Исходя из текущих котировок (имеющих в основном индикативный характер) на уровне 105% от номинала, доходность бумаг составляет YTC 6,3%/DTC 0,86 и YTC 10,6%/DTC 3,17 к первому и второму call-опционам, соответственно. Очевидно, рынок закладывает большую вероятность исполнения первого call-опциона, что к тому же подтверждается низкими потребностями компании в долгом финансировании. Доходность к первому call-опциону не предполагает премии к рынку.

Что касается остальных выпусков, которые имеют хоть какие-то котировки на покупку и продажу, например, Ростелеком-13,14, то торговых идей в них нет по причине наличия близких call- или put-опционов. По выпуску Ростелеком-13 предусмотрена оферта 24 октября по цене 100%, после которой ставка купона, скорее всего, будет значительно снижена (с текущего уровня 11% годовых). По бумагам Ростелеком-14 call-опцион назначен на 20 октября и с большой вероятностью будет исполнен, учитывая высокую ставку купона (11,7% годовых).

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
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.