

Пульс рынка

- И вновь у края "обрыва". Сегодня последний день, когда можно предотвратить автоматический секвестр бюджета США, но признаков, что решение может быть найдено, пока нет. Несмотря на довольно скромный размер секвестра (до конца этого года 85 млрд долл.), он будет стоить американской экономике снижения ВВП на 0,6-1 п.п., что, по мнению Б. Обамы, не позволит рынку труда восстановиться. Кстати говоря, пересмотренный темп роста ВВП за 4 кв. составил всего 0,1% кв./кв., что заметно ниже ожидавшихся 0,5%. Почти нулевой рост ВВП является следствием ожидания fiscal cliff. Тем не менее, финансовые рынки такой исход событий не слишком беспокоит: американские индексы акций вчера продемонстрировали боковое движение, 10-летние UST остались вблизи УТМ 1,87%. Макростатистика по США продолжает радовать: значение чикагского PMI и число новых обращений за пособиями по безработице оказались лучше консенсус-прогноза. По факту бюджетного секвестра может произойти умеренная коррекция, глубина которой будет зависеть от очередной порции макроданных (сегодня будут опубликованы значения PMI и индекса потребительской уверенности), а также слов Б. Бернанке (в последнее время именно они удерживают финансовые рынки от сильной просадки).
- "Подводные камни" положения № 395-П. Вчера в Вестнике Банка России было опубликовано Положение "О методике определения величины и оценке достаточности собственных средств (капитала) кредитных организаций ("Базель III")" (Положение №395) в окончательной редакции. Его проект мы неоднократно обсуждали в наших публикациях. Мы хотели бы еще раз обратить внимание на некоторые детали: субординированный кредит включается в дополнительный капитал (T2), если есть условие по конвертации его в обыкновенные акции при снижении достаточности базового капитала (Core T1) ниже 2% (очень мягкое требование) или осуществляются меры по предупреждению банкротства. Наиболее важным, на наш взгляд, является 2-е условие (предупреждение банкротства): процедура санации теперь может привести к конвертации облигаций в акции. Например, ситуация с Банком Москвы (АСВ предоставило кредит 295 млрд руб. под льготную ставку) гипотетически также могла бы попасть под это условие. Для включения бессрочного "суборда" в основной капитал (T1) необходимо условие конвертации, если достаточность Core T1 падает ниже 6,4% (а также при осуществлении мер по предупреждению банкротства). Это условие напротив выглядит несколько жестким: у крупнейших банков запас составляет всего 2 п.п. Таким образом, новые "суборды" T1 близки к экзотическим конвертируемым облигациям, поскольку держатели "суборда" фактически продали пут-опцион на акции эмитента (с близким страйком).
- Годовая инфляция в марте превысит 7%, при этом она незначительно снизится после прогнозируемого нами всплеска до 7,3% в феврале. Мы также считаем, что сколь-либо заметно опуститься ниже психологически важной отметки в 7% инфляция сможет, скорее всего, не раньше мая. Повышательное давление оказывают быстрое удорожание продовольствия (из-за засухи), рост акцизов и стоимости транспортных услуг. Но это последствия разовых эффектов. Базовая инфляция не ускоряется, что оставляет надежду на то, что совершенствование анти-инфляционной политики ЦБ продолжит приносить плоды. Главная среднесрочная проблема - рост цен на зерно, который может придать импульс и ценам на молочные продукты и мясо. Необходимо отметить, что власти оперативно реагируют на ситуацию, продолжая зерновые интервенции (с октября 2012 г.), также рассматривая возможность временной отмены импортной пошлины на зерно (5%). Снижение цен на пшеницу на прошлой неделе на 0,2-0,5% может быть следствием госмер, но они, по нашему мнению, способны лишь "придержать" рост цен. Перспективы удержания инфляции в 2013 г. на уровнях, близких к 6%, на наш взгляд, во многом будут зависеть от урожайности 2013/2014 с/х года. Дополнительное, но пока незначительное давление на цены оказывает рост в начале года тарифов на услуги ЖКХ (содержание и ремонт жилья), который почти вдвое превышает показатели аналогичного периода 2012 г., что уже привлекло внимание властей. На этом фоне мы считаем целесообразной обсуждаемую возможность уменьшения индексации тарифов с 1 июля 2013 г. (отопление, вода, электроэнергия) для смягчения эффекта от их общего повышения по году.

Темы выпуска

- МегаФон: рост рентабельности приятно удивил
- TNK-BP International: эффективна для Роснефти

МегаФон: рост рентабельности приятно удивил

**Сильная отчетность,
потенциал снижения
долговой нагрузки**

Финансовые результаты МегаФона (BBB-/Baa3/-) за 4 кв. 2012 г. по US GAAP отражают значительное улучшение показателей рентабельности. Долговая нагрузка по состоянию на конец 2012 г. снизилась до 1,23х (Чистый долг/ OIBDA).

Ключевые финансовые показатели МегаФона

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	71 539	65 462	+9%	272 637	242 608	+12%
OIBDA	31 418	25 232	+24%	117 356	100 822	+16%
Рентабельность по OIBDA	43,9%	38,5%	+5,4 п.п.	43,0%	41,6%	+1,4 п.п.
Чистая прибыль	12 367	9 722	+27%	38 360	43 585	-12%
Чистая рентабельность	17,3%	14,9%	+2,4 п.п.	14,1%	18,0%	-3,9 п.п.
Операционный поток	27 240	22 785	+20%	109 410	97 295	+12%
Инвестиционный поток	-50 417	-24 716	+2,0х	-12 770	-102 656	-8,0х
Финансовый поток	7 824	-1 398	-	-96 784	5 945	-
в млн руб., если не указано иное	2012			2011	изм.	
Совокупный долг, в т.ч.	146 422			43 709	+3,3х	
Краткосрочный долг	19 881			7 415	+2,7х	
Долгосрочный долг	126 541			36 294	+3,5х	
Чистый долг*	144 035			40 822	+3,5х	
Долг/OIBDA LTM**	1,25х			0,43х	-	
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,23х			0,40х	-	

* без учета краткосрочных инвестиций (срочных банковских депозитов)

**OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост замедляется из-за
исчезновения эффекта
низкой базы**

Рост выручки в 4 кв. 2012 г. замедлился до 9% по сравнению с 14% роста за 9М 12. Снижение темпов роста обусловлено исчезновением эффекта низкой базы из-за приобретений операторов фиксированного ШПД в 4 кв. 2011 г. В этом сегменте в 4 кв. 2012 г. даже произошло снижение выручки на 2%. Основными драйверами выручки традиционно были мобильная передача данных (+32% г./г.) и продажа телефонов и оборудования (+58%).

**Рентабельность
приятно удивила**

Рентабельность по OIBDA в 4 кв. 2012 г. оказалась неожиданно высокой – 43,9%, снизившись всего на 1,2 п.п. по сравнению с 3 кв. 2012 г., несмотря на слабую сезонность, традиционно наблюдаемую в 4 квартале. Одной из причин роста рентабельности стало сокращение затрат на маркетинг и привлечение абонентов, которое наблюдалось в течение всего 2012 г. К тому же, в 4 кв. сократилась себестоимость услуг, что, вероятно, связано с продвижением МегаФоном внутрисетевых звонков.

**Снижение
капвложений за счет
интенсивных
инвестиций в прошлом**

Капвложения по итогам года снизились почти на 40% и составили 44 млрд. руб., что соответствует отношению капвложения/выручка на уровне 16.2%. Это значительно ниже уровня 2010-2011 гг. (примерно 30%), и ожидаемого показателя у конкурентов (около 20%). Уменьшение инвестиционной нагрузки обусловлено интенсивными вложениями в предыдущие годы и, как следствие, наличием достаточно развитой сети.

**Прогноз на 2013 г.:
сокращение
рентабельности, рост
капвложений**

На 2013 г. МегаФон прогнозирует рост выручки в пределах 10%, рентабельность на уровне 2011-2012 гг. (диапазон 41,6%-43%) и капвложения на уровне 55-60 млрд руб., что подразумевает некоторое ухудшение свободного денежного потока по сравнению с 2012 г., однако разница не выглядит критичной.

**Ставка на LTE –
драйвер роста**

Учитывая динамику развития российского телекоммуникационного рынка, МегаФон ожидаемо делает ставку на беспроводную передачу данных, которая растет опережающими темпами. По состоянию на конец 2012 г. МегаФон в партнерстве со Скартом обеспечили покрытие LTE в 76 городах России, где проживает 25% населения страны, и предоставляют услуги скоростного беспроводного Интернета 130 тыс. абонентов. К концу 2013 г. МегаФон планирует нарастить число пользователей LTE до 1 млн. Резерв для увеличения пользователей мобильного Интернета есть: сейчас около 33% абонентской базы МегаФона пользуются этой услугой, по сравнению, например, с 63% абонентов в Западной Европе. Ставка на беспроводной Интернет должна

Евросеть как инструмент снижения издержек

позволить МегаФону удерживать высокие темпы роста выручки.

Приобретение доли в Евросети в декабре позволило МегаФону сократить инвестиции в развитие собственной сети и снизить продажи контрактов через региональных дилеров. Это должно оказать положительное влияние на рентабельность в связи с сокращением количества дилеров и отсутствием значительного роста собственной розничной сети, маржинальность которой значительно ниже основного бизнеса МегаФона. Кроме того это позволит снизить капвложения в открытие новых салонов.

Не ждем значительного снижения долговой нагрузки, несмотря на потенциал

Потребность в рефинансировании на 2013 г. составляет всего 20 млрд руб., что практически снимает вопросы о рефинансировании долга. Тем не менее, показатель Чистый долг/OIBDA находится вблизи нижней границы, определенной в дивидендной политике МегаФона (1,2-1,5x), поэтому мы не ожидаем дальнейшего снижения долговой нагрузки, поскольку при пересечении нижней границы диапазона МегаФон планирует выплачивать дополнительные дивиденды.

Цель нового займа – снижение средней стоимости долга

Во время конференц-звонка по результатам 2012 г. финансовый директор МегаФона Геворк Вермишян сказал, что размещаемый облигационный выпуск предназначен для рефинансирования более дорогого долга и снижения эффективной процентной ставки, потребности в увеличении общего уровня задолженности у компании нет.

Новые бумаги МегаФона - лучшая альтернатива Ростелекому

Размещенный в конце прошлого года выпуск Мегафон-5 (УТР 7,6% @ октябрь 2014 г. = ОФЗ +200 б.п.) имеют невысокую торговую ликвидность. Ориентир по новым 5-летним облигациям МегаФона в диапазоне УТР 8,16-8,42% (= ОФЗ + 195-221 б.п.) предполагает премию до 25 б.п. к недавно размещенным корпоративным бумагам 1-го эшелона (например, 3-летние БО НорНикеля были размещены с УТР 8,06%). С точки зрения соотношения рейтингов и доходности предложение от МегаФона выглядит более интересным, чем ориентир УТР 8,06%-8,26% (=ОФЗ + 206-226 б.п.) по находящимся в маркетинге 3-летним облигациям Ростелекома (BBB+/-/BBB-). Кроме того, стоит отметить, что согласно Положению 387-П, несмотря на близкий набор рейтингов, облигации Ростелекома попадают в категорию бумаг с высоким рыночным риском (RWA составит 178%), а облигации Мегафона относятся к бумагам с низким риском (RWA=60%).

TNK-BP International: эффективна для Роснефти**Операционный поток превысил 13 млрд долл. (+22% г./г.)**

TNK-BP International (BBB-/Baа2/BBB-) представила выборочные финансовые результаты по итогам 2012 г. (полная версия отчетности будет опубликована на следующей неделе), которые мы оцениваем нейтрально для кредитного профиля компании. TNK-BP всегда отличалась от других российских нефтяных компаний способностью генерировать значительный свободный денежный поток (который распределялся акционерам через дивиденды). Не стал исключением и 4 кв. 2012 г.: операционный денежный поток компании увеличился на 37% кв./кв. при росте органических капитальных вложений на 21% кв./кв. В целом по итогам 2012 г. операционный денежный поток вырос на 22% г./г. По итогам 2-3 кв. TNK-BP уже выплатила своим акционерам 1,4 млрд долл. В соответствии с соглашением между Роснефтью и акционерами TNK-BP, текущий свободный денежный поток уже принадлежит Роснефти, и если акционеры (BP и AAR) захотят выплатить дивиденды, то сумма сделки по приобретению компании Роснефтью будет снижена на эти платежи.

Ключевые финансовые показатели TNK-BP International

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	14 383	15 723	-8%	60 450	60 199	+0,4%
EBITDA	3 185	4 311	-26%	13 349	14 332	-7%
Рентабельность по EBITDA	22,1%	27,4%	-5,3 п.п.	22,1%	23,8%	-1,7 п.п.
Чистая прибыль	1 866	2 734	-32%	7 584	8 693	-13%
Чистая рентабельность	13,0%	17,4%	-4,4 п.п.	13%	14%	-1,9 п.п.
Операционный поток	3 766	2 748	+37%	13 238	10 847	+22%
Капвложения (органические)	1 947	1 614	+21%	5 929	5 415	+9%

в млрд долл., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8,5	8,3	+2%
Краткосрочный долг	21%	16%	+5 п.п.
Долгосрочный долг	79%	84%	-5 п.п.
Чистый долг	3,9	4,3	-11%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,3x	0,4x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Формирование запасов сократило выручку на 9% кв./кв.

В 4 кв. 2012 г. снижение выручки (- 9% кв./кв.) компании объясняется сокращением объемов продаж (-8%) из-за частичного восстановления запасов нефти и нефтепродуктов (в отличие от 3 кв. 2012 г., когда произошло их высвобождение). Ценовая конъюнктура рынка практически не изменилась по сравнению с предыдущим кварталом, не оказав заметного влияния на выручку.

Рентабельность ТНК-ВР превышает средний показатель по отрасли

Однако рентабельность ТНК-ВР по EBITDA кв./кв. сократилась с 27% до 22%, а сам показатель снизился на 26% до 3,2 млрд долл. Сказались как снижение объемов продаж, так и увеличение экспортных пошлин (+11% кв./кв.) из-за отрицательного эффекта лага по расчету ставки налога. В результате роста пошлин рентабельность экспорта сырой нефти сократилась с 54% до 49% (или до 53,5 долл./барр. экспорта). Компания отмечает, что на рентабельности также отразился рост операционных расходов и укрепление рубля в 4 кв. 2012 г. Как мы уже отмечали, 3 кв. 2012 г. был самым благоприятным для российских нефтегазовых компаний, и снижение рентабельности в 4 кв. 2012 г. было ожидаемо. В целом же по итогам 2012 г. ТНК-ВР сумела продемонстрировать рентабельность (22% по EBITDA) выше среднего уровня по отрасли (19%, без учета газовых компаний).

ТНК-ВР увеличила добычу на 0,6%

По-прежнему вызывает опасение динамика производственных показателей ТНК-ВР из-за падения добычи на зрелых месторождениях в Западной Сибири. Однако пока компании удастся компенсировать это снижение новыми проектами. По итогам 2012 г. добыча нефти увеличилась на 0,6% г./г. за счет роста доли новых месторождений с 14% до 19%. По нашему мнению, ТНК-ВР обладает перспективным пулом месторождений, который сможет компенсировать снижение добычи в Западной Сибири, но их разработка уже будет осуществляться в рамках объединенной компании (Роснефть намерена консолидировать ТНК-ВР до конца 1П 2013 г.). Синергетический эффект от слияния оценивается Роснефтью в 3-5 млрд долл. в год. ТНК-ВР сможет использовать инфраструктуру Роснефти в Восточной Сибири для разработки своих месторождений, которые расположены рядом с Ванкорским месторождением Роснефти.

ТНК-ВР стабилизирует добычу жидких углеводородов

По итогам 2013 г. ТНК-ВР ожидает небольшого роста добычи углеводородов (+1% г./г.) и стабилизацию добычи нефти на уровне прошедшего 2012 г. В 2013 г. компания намерена незначительно увеличить капитальные вложения до 6,5 млрд долл., что вполне сможет покрыть за счет собственного денежного потока. Общий долг ТНК-ВР в 2012 г. практически не изменился, но долговая нагрузка сократилась в отношениях Чистый Долг/EBITDA до 0,3x.

Бонды ТНК-ВР и Роснефти сейчас неинтересны

Вследствие коррекции рынка, наблюдавшейся в начале этого года, бонды ТНК-ВР "ушли" ниже кривой Газпрома: так, бонды Gazprom 19 подешевели на 2 п.п., а бумаги ТНК-ВР 20 - на 1,5 п.п. Учитывая высокую потребность Роснефти в долге для финансирования покупки ТНК-ВР, мы не исключаем ее скорого выхода на первичный рынок еврооблигаций с большим объемом предложения, что будет сдерживать ценовой рост бумаг ТНК-ВР. Кроме того, при размещении мы не исключаем премии к рынку за высокий объем. Лучшей альтернативой обращающимся бумагам ТНК-ВР и Роснефти мы считаем бонды Газпрома и Лукойла.

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	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика января: потребительская неуверенность

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Высокая инфляция января склоняет чашу весов в пользу ЦБ

Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промпроизводство в январе: стагнация сменилась падением?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

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 Цовян		(+7 495) 225 9184

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 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
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.