

## Пульс рынка

- ▶ **Украинский конфликт выходит на новый виток.** После некоторого затишья украинская тема вчера вновь вышла на первый план, что стало следствием решения парламента Крыма о вхождении в состав РФ, а также переносе срока референдума о статусе Крыма на более ранний срок (16 марта, согласно соцопросу, > 70% жителей Крыма проголосует за присоединение автономии к РФ). Ответной реакцией США (к которым затем присоединились ООН, ЕС) стало объявление планируемого референдума противоречащим международному праву. Обещанные еще на прошлой неделе санкции США в отношении РФ пока сводятся лишь к визовыми ограничениями для граждан РФ и Украины, действия которых угрожают целостности Украины. ЕС пока занимает выжидательную позицию (были приостановлены переговоры по визовым вопросам). Из новостей второго плана стоит отметить публикацию первичных заявок на пособия по безработице в США, число которых в этот раз оказались чуть ниже ожиданий, в этой связи интерес представляет сегодняшний отчет по занятости за февраль. Повышение доходностей 10-летних UST на 4 б.п. до УТМ 2,74% свидетельствует о продолжающемся снижении аппетита к риску (тем не менее, американские и европейские акции продолжили рост). В целом динамика рынков свидетельствует о том, что инвесторы предполагают относительно быстрое разрешение ситуации на Украине. Тем не менее, на опасениях взаимных санкций, мы не исключаем давления продавцов, прежде всего, на рынке еврооблигаций РФ, которые и так уже несут премию за "украинский риск" в размере 50 б.п. (по суверенным облигациям). С другой стороны, на распродажах (так, с начала марта NORDLI 18 взлетел на 80 б.п. до УТМ 7,7%, несмотря на стабильные котировки золота) появляются возможности для покупок по интересным ценам.
- ▶ **ЦБ удерживает равновесие на рынках.** ЦБ демонстрирует высокую активность в борьбе с паническими настроениями на валютном рынке и в нейтрализации излишних негативных последствий повышения ключевой ставки для денежного рынка. Так, экстренное увеличение накапливаемых интервенций на границе в начале недели было важно не только как сигнал готовности ЦБ присутствовать с крупными продажами валюты, но и с точки зрения дальнейшего эффекта на ликвидность. После того, как ЦБ изъял 11,4 млрд долл. (около 400 млрд руб.) за счет интервенций в начале недели, колебания курса сильно сократились (30-40 копеек внутри дня), и отток с интервенциям снизился до 400 млн долл. в день, что ослабило давление на ставки. Причем параллельно ЦБ не только увеличил лимиты недельного РЕПО на 230 млрд руб., но и провел о/п аукцион на 370 млрд руб. (в рамках "тонкой настройки"), полностью нивелируя отток от интервенций. Кроме того, с понедельника в банковский сектор поступило около 330 млрд руб. из бюджета. Новая ликвидность от ЦБ и из бюджета позволили сократить задолженность по валютным свопам с 259,5 млрд руб. до 84 млрд руб. В итоге, короткие ставки опустились к 7,5-7,6% (после скачка до 8% в понедельник), где и остаются сейчас. Кроме того, вчера ЦБ успешно провел новый аукцион кредитов под нерыночные активы (312-П). Спрос, как мы и предполагали, оказался избыточным: банки выбрали все 200 млрд руб. под 7,41% (против мин. 7,25%) при объеме заявок в 254 млрд руб., несмотря на сокращение участников аукциона (14 банков против 17 в феврале) и рост мин. ставки по нему на 150 б.п. Однако, по нашим оценкам, все эти меры лишь покрывают растущий дефицит ликвидности, но не создают дополнительных средств. При этом причин для роста дефицита в связи с ситуацией на Украине прибавилось, поскольку стало понятно, что на пике напряженности для сдерживания курса ЦБ может потратить и 11 млрд долл. (до 400 млрд руб.) в день.
- ▶ **Аукцион 312-П: индикатор дефицита ликвидности.** По нашим оценкам, дефицит ликвидности с начала марта вырос почти на 180 млрд руб., а с начала года - на 360 млрд руб., что говорит о продолжающемся ужесточении условий на денежном рынке. Кроме того, с 17 по 28 марта мы прогнозируем отток средств с налогами в бюджет в не менее 500 млрд руб. Ситуация в целом остается напряженной, что усугубляется тем, что у различных банков соотношение потребности в ликвидности и степень утилизации залога разная. Средняя ставка о/п МБК превышает ставку РЕПО пока на 0,6-1 п.п. (в 2013 г. макс. 1,3 п.п.), но мы ожидаем роста данного спреда в ближайшее время. Однако готовность занимать дороже 8% проявляется пока только среди отдельных банков. Мы отмечаем, что наибольшую активность на последних аукционах 312-П проявлял ВТБ. На него из общей такой задолженности на 1 февраля (1,38 трлн руб.) приходилось 40%. Примечательно, что с 01.12.2013 ВТБ нарастил ее сильнее всех (на 144 млрд руб., а Сбербанк - на 116 млрд руб., на 01.02.14) и был тем банком, который в декабре 2013 г. досрочно погасил 3 мес. кредиты на ~166 млрд руб. (01.01.14) и при этом привлек гораздо более дорогие такие кредиты на 181 дн. - 1 год на фиксированных условиях (~108 млрд руб.).

## Темы выпуска

- ▶ VimpelCom Ltd и МегаФон: затягивание поясов
- ▶ X5: повышение эффективности за счет персонала

## VimpelCom Ltd и МегаФон: затягивание поясов

Результаты за 4 кв.  
не впечатляют

На этой неделе две российские телекоммуникационные компании, МегаФон и VimpelCom Ltd, опубликовали результаты за 2013 г, продемонстрировав ожидаемое незначительное ухудшение кредитных метрик. В 2014 г. ожидается дальнейшее замедление роста, стабилизация рентабельности и повышения уровня капвложений, что не способствует снижению долговой нагрузки. С другой стороны, мы также не видим риска значительного роста долга, особенно, в случае МегаФона, у которого есть гибкость в управлении денежными потоками, в то время как VimpelCom Ltd уже предпринял достаточно радикальную меру - сократил дивиденды до минимального уровня в целях снижения долговой нагрузки. При этом при сохранении текущей дивидендной политики мы не исключаем, что долговая нагрузка МегаФона немного вырастет.

### Ключевые финансовые показатели МегаФона

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.
Выручка	79 732	71 590	+11%
OIBDA	30 522	31 421	-3%
Рентабельность по OIBDA	38,3%	43,9%	-5,6 п.п.
Чистая прибыль	10 082	18 575	-46%
Операционный поток	25 143	27 240	-8%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-32 937	-51 907	-37%
Капвложения	-23 853	-16 136	+48%
Финансовый поток	-1 226	9 314	-

  

в млн руб., если не указано иное	31 декабря 2013	31 сентября 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	152 009	149 593	2%
Краткосрочный долг	21 184	11 159	90%
Долгосрочный долг	130 825	138 434	-5%
Чистый долг	103 235	90 808	14%
Чистый долг/OIBDA LTM*	0,78x	0,68x	-

\*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.
Выручка	5 554	5 950	-7%
ЕБИТДА	2 372	2 446	-3%
Рентабельность по ЕБИТДА	42,7%	41,1%	+1,6 п.п.
Чистая прибыль	-2 660	195	-
Операционный поток	2 010	2 301	-13%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 503	-515	+2,92x
Капвложения*	-1 342	-1 139	18%
Финансовый поток	-1 030	-125	+8,24x

  

в млн долл., если не указано иное	31 декабря 2013	31 сентября 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	27 453	27 566	-4 п.п.
Краткосрочный долг	1 800	1 714	+5%
Долгосрочный долг	25 653	25 852	-1%
Чистый долг	22 603	22 485	+1%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,3x	2,3x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Замедление роста и разовые выплаты не позволят снизить долговую нагрузку**

В ходе телеконференций менеджмент обеих компаний заявил об ожидании замедления роста (МегаФон ждет роста на 6-8% г./г. с учетом консолидации Скартела, VimpelCom Ltd - нулевого роста по группе, что, скорее всего, подразумевает его отсутствие и в российском подразделении), стабильной рентабельности и роста инвестиций в сети передачи данных. При этом, у обеих компаний на 2014 г. запланированы дополнительные денежные расходы: МегаФону предстоит оплатить первую половину сделки по приобретению Скартела (около 20 млрд руб.), а VimpelCom Ltd с высокой вероятностью приобретет лицензию 3G в Пакистане, которая может обойтись компании в несколько сот миллионов долларов США. Таким образом, мы не ожидаем снижения долговой нагрузки ни одной из компаний в 2014 г., что, в случае Vimpelcom Ltd, подтверждается и их собственным прогнозом коэффициента Чистый долг/EBITDA 2,3x на конец 2014 г. Что касается МегаФона, с учетом дивидендной политики и выплаты за Скартел, коэффициент Чистый долг/OIBDA может даже несколько вырасти, однако, по нашим оценкам, должен остаться не выше 1x. Напомним, что дивидендная политика подразумевает возможность выплаты дополнительных дивидендов при уровне долговой нагрузки ниже диапазона 1,2-1,5x Чистый долг/OIBDA, однако, мы полагаем, что в условиях нестабильной экономики и роста рыночных рисков компания вряд ли пойдет на поощрение акционеров в ущерб финансовой устойчивости.

**Стресс-тест: при наихудшем сценарии развития событий на Украине долговая нагрузка VimpelCom Ltd может вырасти до 3,6x**

В свете последних событий на Украине мы также обращаем внимание, что украинское подразделение приносит примерно 7% выручки и 8% EBITDA VimpelCom Ltd. Если предположить наиболее экстремальный и маловероятный вариант развития событий в стране, подразумевающий национализацию активов зарубежных компаний, коэффициент Чистый долг/EBITDA VimpelCom Ltd вырастет до 3,6x. Мы еще раз подчеркиваем, что рассматриваем такой вариант развития событий исключительно как стресс-сценарий и оцениваем его вероятность как ничтожно малую.

**Бонды ВымпелКома имеют самую высокую "бета" среди телекомов**

В текущих условиях долговые ценные бумаги ВымпелКома, как компании имеющей деятельность на территории Украины и ЕС (через итальянского оператора WIND), могут оказаться под давлением продавцов. Кроме того, ВымпелКом имеет наибольшую долговую нагрузку в сравнении с МТС и Мегафон. Как следствие, мы ожидаем дальнейшее расширение спреда VIP 23-МОВТЕЛ 23, VIP 21- МОВТЕЛ 20. Рублевые евробонды VIP 18, котирующиеся с УТМ 9,1%, выглядят неинтересно, предлагая премию к кривой ОФЗ всего 80 б.п. Локальные облигации телекомов неликвидны.

## Х5: повышение эффективности за счет персонала

**Компания растет медленнее конкурентов и рынка**

Вчера ритейлер Х5 представил финансовые результаты по МСФО за 2013 г. Ранее компания публиковала цифры розничных продаж за 4 кв. 2013 г., которые продемонстрировали позитивную динамику во всех форматах (Х5 объяснила такие результаты существенным увеличением маркетинговой активности). Таким образом, основное внимание рынка было приковано к показателям операционной эффективности компании в 4 кв. (были опасения, что в конкурентной борьбе за покупателя компания покажет низкий показатель рентабельности по EBITDA и не выполнит свой годовой прогноз по марже EBITDA "выше 7%"). Этого не произошло (что, впрочем, не отменяет то факт, что по итогам 2013 года ритейлер смог увеличить выручку лишь на 8,8% в рублевом выражении против роста продуктового розничного рынка почти на 12%, не говоря о росте выручки Магнита на 29,2%).

**Финансовые результаты за 4К13 вновь принесли положительный сюрприз**

В 4 кв. ожидаемо снизилась валовая маржа до 24,5% с 25,1% в 3 кв., что объясняется увеличением маркетинговых акций для стимулирования покупок. Вместе с тем, общие, коммерческие и административные издержки снизились до 20% от выручки (21,5% в 3 кв.), что, главным образом, объясняется меньшими расходами на персонал по отношению к выручке (7,6% в 4 кв. по сравнению с 8,3% за 9М), что компания связывает с пересмотром механизма вознаграждения сотрудников, сокращением базовой части зарплат административным работникам, премий персоналу магазинов из-за слабых результатов продаж и общим сокращением сотрудников на магазин.

Это привело к росту операционной рентабельности ритейлера до 5,6% (по сравнению с 4,7% в 3 кв.) и рентабельности по EBITDA - до 7,5% (7,4% в 3 кв.). В результате Х5 смогла выполнить свой годовой прогноз по марже EBITDA (7,2%).

## Ключевые финансовые показатели

В млн долл., если не указано иное	4К 2013	4К 2012	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	4 632	4 320	7.2%	16 785	15 795	6.3%
Валовая прибыль	1 134	1 042	8.8%	4 093	3 724	9.9%
Валовая рентабельность	24.5%	24.1%		24.4%	23.6%	
ЕБИТДА	349	350	-0.3%	1 204	1 124	7.2%
Рентабельность по ЕБИТДА	7.5%	8.1%		7.2%	7.1%	
Чистая прибыль	136	-274	н.д.	794	191	315.0%
Операционный поток	710	486	46.0%	891	609	46.3%
Инвестиционный поток	-244	-226	8.1%	-661	-796	-17.0%
Финансовый поток	-342	-83	312.5%	-380	188	н.д.

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 377	3 858	-12%
Краткосрочный долг	937	1 658	-43%
Долгосрочный долг	2 440	2 200	11%
Чистый долг	3 144	3 614	-13%
Чистый долг/ОИВДА LTM*	2,68	3,18	-16%

\* Долг и ЕБИТДА в рублевом выражении

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Доля краткосрочного долга снизилась до 28% портфеля

Общий долг X5 по состоянию на конец декабря 2013 г. составил 3,4 млрд долл. (100% долга компании номинировано в рублях; эффективная ставка процента по долговому портфелю за 12 мес. 2013 года сохранилась на уровне 8,7%). Доля краткосрочного долга снизилась до 28%, отношение чистый Долг/ЕБИТДА - до 2,7х.

Сегодня вечером X5 проведет телефонную конференцию с аналитиками. Мы ожидаем получить комментарии относительно предварительных результатов продаж в 1 кв. и динамике покупательского потока.

### Конференц-звонок с аналитиками назначен на 7 марта

Мы не склонны переоценивать результаты деятельности компании за 2013 г. Финансовый прогноз X5 на 2014 год предполагает рост розничных продаж на 10-12% в рублевом выражении, главным образом, за счет расширения торговых площадей на 10,5% (открытие новых магазинов в регионах присутствия), при этом маржа ЕБИТДА ритейлера должна составить 6,8-7,2%. Таким образом, компания продолжит отставать от конкурентов по темпам роста сети и выручки, в то время как крупнейшие розничные сети по-прежнему ставят своей целью наращивание долей рынка в Центральном и Северо-Западном регионе. Это может серьезно усилить конкурентное давление на X5. Кроме того, 2014 год может стать одним из самых сложных для компании, поскольку на этот год приходится большая часть плановых операционных преобразований (модернизация магазинов, изменения в системе логистики, управления и др.). Помимо давления на финансовые показатели компании, это создает риски для соблюдения плановых сроков и смет работ.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

### Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

### Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

### Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

### Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

### Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

### Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

### Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

### Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

## 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 Цовян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

---

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

### Торговые операции

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.