

## Пульс рынка

- ▶ **Позитивные данные по Китаю не смогли улучшить настроения.** После замедления экономики в течение 1П 2013 г. появились признаки некоторого улучшения ситуации, о чем свидетельствуют вчерашние данные по торговому балансу: экспорт и импорт выросли на 5,1% и 10,9% г./г. при консенсус-прогнозе 2,0% и 1,0%, соответственно. Однако основным сдерживающим фактором остается низкий внутренний спрос на фоне жестких условий кредитования. В этой связи интерес представляет сегодняшняя порция данных по стране (инфляция потребительских цен и цен производителей, промпроизводство, розничные продажи). От представителя ФРС вновь прозвучали заявления, подтверждающие скорое сворачивание QE в случае, если безработица продолжит снижаться текущими темпами. Американские индексы акций закрылись в минусе, доходность 10-летних UST отступила до YTM 2,59%, суверенные бонды РФ продолжили дешеветь.
- ▶ **Рубль обновил минимум:** вчера курс рубля в течение дня падал примерно на 0,3%, и стоимость корзины поднималась до максимальных с начала года 37,97 руб. Торги завершились на уровне 37,9 руб. Таких значений курса не видели с 2009 г. Главную роль в ослаблении к доллару, пожалуй, играют опасения участников рынка относительно скорого сворачивания QE. Масла в огонь подливает снижение цены на нефть, а также признаки более слабого платежного баланса. Тот факт, что еще день назад участники рынка довольно легко прошли промежуточную границу продаж ЦБ 37,85 руб. и в основном штурмовали отметку 37,9 руб., возможно, говорит, что ожидаемый нами очередной сдвиг границ целевого коридора вверх на 5 копеек уже произошел (они могли сдвинуться до 31,9-38,9 руб. против 31,85-38,85 руб.). После того как рубль перешел в верхний подкоридор (теперь предположительно 37,9-38,9 руб.), интервенции ожидаемо возросли с 200 млн долл., но пока не превышали 325 млн долл. в день. По мере сдвижения курса к верхней границе они будут, по нашим оценкам, увеличиваться до 400 млн долл. в день. Мы считаем, что поэтапный штурм границ сам по себе подстегивает ослабление рубля, и новый сдвиг возможен сегодня-завтра.
- ▶ **Успех аукционам ОФЗ обеспечили крупные покупатели.** Спрос на ОФЗ внутри границ ориентиров превысил предложение на 80% по 3-летнему выпуску ОФЗ 25082 и на 50% по 10-летним бумагам ОФЗ 26211, что позволило реализовать облигации в полном объеме, доходности по ценам отсечения (YTM 6,28% и YTM 7,39%) были определены ниже верхних границ (YTM 6,30% и YTM 7,40%, соответственно). Столь успешное размещение было обеспечено, в том числе, присутствием крупных покупателей: 49% коротких бумаг пришлось на 2 заявки, 76% длинных ОФЗ - на 5 заявок. Несмотря на предоставление некоторой премии к уровням предшествующего дня, после аукциона ценового роста на вторичном рынке не наблюдалось (котировки стояли лишь на 10-15 б.п. выше цен отсечения), что может косвенно свидетельствовать о невысоких ожиданиях сокращения ставки о/п РЕПО на завтрашнем заседании ЦБ РФ.
- ▶ **Новое интересное предложение от качественного банка.** Альфа-Банк (BB+/Ba1/BBB-) маркирует 3-летние БО-9 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTM 8,42-8,94%, что соответствует премии к кривой ОФЗ в 215-267 б.п. В сравнении с близкими по дюрации Альфа-Банк-2 (YTM 8,6% @ декабрь 2016 г.) и БО-8 (YTM 8,4% @ февраль 2016 г.) ориентир предполагает премию к рынку ~50 б.п. по верхней границе. Напомним, что недавно размещавшиеся короткие облигации финансовых институтов с инвестиционным рейтингом (ВЭБ, ЕАБР, РСХБ, ГПБ) имеют премию к ОФЗ ~170-185 б.п. Мы считаем, что бумаги Альфа-Банка по причине отсутствия второго рейтинга инвестиционного уровня должны нести премию к банкам 1-го эшелона 50 б.п. (в т.ч. по причине существенного различия коэффициентов рыночного риска). Таким образом, новые БО-9 интересны ближе к нижней границе ориентира (~YTM 8,5%).
- ▶ **Ориентир ФК Открытие не исключает альтернатив.** С улучшением конъюнктуры на "первичку" стали выходить не только эмитенты 1-2 эшелонов. ФК Открытие предлагает годовые бумаги на 5 млрд руб., ориентир YTP 11,46-12,01% (=ОФЗ+550-605 б.п.). В обращении есть выпуск ФК Открытие-4, котирующийся с YTM 11,4% @ июнь 2014 г., поэтому нижняя граница ориентира не несет никакой премии к рынку. Отсутствие рейтинга у эмитента не позволяет использовать бумаги для РЕПО с ЦБ РФ, а ставка о/п междилерского РЕПО для них составляет 6,5-7,0% годовых. Кроме того, стоит отметить повышенную потребность ФК Открытие в новом долге для рефинансирования долговых обязательств, привлеченных для приобретения НОМОС-банка (~79 млрд руб.). Лучшей альтернативой являются облигации КБ Восточный Экспресс и ТКБ Банка, которые позволяют получать маржу над ставками РЕПО ЦБ в 500 б.п.

## Темы выпуска

- ▶ VimpelCom Ltd: снижение долговой нагрузки без спешки

## VimpelCom Ltd: снижение долговой нагрузки без спешки

Результаты оцениваем нейтрально

VimpelCom Ltd (BB/Вa3/-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Выручка осталась без изменений г./г. (+1% г./г. с исключением эффекта перевода в валюту отчетности), показатель EBITDA снизился на 2% г./г. (-1%, в локальных валютах), рентабельность по EBITDA сократилась на 0,8 п.п. до 42,4%.

Отношение Чистый долг/EBITDA не изменилось по сравнению с 1 кв. 2013 г.

Стоит напомнить, что во 2 кв. 2013 г. VimpelCom Ltd выплатил полученные от конвертации привилегированных акций Altimo средства общим объемом 1,4 млрд долл. в виде дивидендов. При этом совокупный долг во 2 кв. снизился на 1,2 млрд долл. до 27,4 млрд долл., а чистый долг – на 239 млн долл. до 22,6 млрд долл. Соотношение Чистый долг/LTM EBITDA практически не изменилось (2,3x).

### Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.
Выручка	5 718	5 745	0%
EBITDA	2 425	2 481	-2%
Рентабельность по EBITDA	42,4%	43,2%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль	558	482	+16%
Операционный поток	1 392	1 351	+3%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-677	-1 441	-2,1x
Капвложения	791	1 028	-23%
Финансовый поток	-1 727	-922	+87%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	27 386	28 615	-4%
Краткосрочный долг	1 510	2 529	-40%
Долгосрочный долг	25 876	26 086	-1%
Чистый долг	22 622	22 861	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,3x	2,3x	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Россия и СНГ по прежнему демонстрируют опережающий темп роста выручки

В разбивке по географическим сегментам лучшую динамику выручки традиционно показали Россия (+5% г./г.) и СНГ (+19% г./г.) в локальных валютах. Рост в РФ в значительной степени был обусловлен увеличением выручки от мобильной передачи данных (+ 37% г./г. с 31% г./г. в прошлом квартале). На наш взгляд, это свидетельствует об успешном выполнении задачи догнать конкурентов по качеству сети, которую VimpelCom Ltd обозначил как один из главных приоритетов в России на 2013-2014 гг. Опережающий рост в СНГ был вызван ситуацией в Узбекистане, откуда в 3 кв. 2012 г. был вынужден уйти МТС. Выручка в Италии (-8% г./г.) и в Африке и Азии (не изменилась г./г.) находилась под давлением регулирования: в Италии негативное влияние оказало снижение ставки интерконнекта, которое продолжит сказываться на результатах до 2П 2014 г., а в Африке и Азии – регулирование услуг VoIP (IP-телефония), которое будет оказывать влияние в течение 2013 г. В Украине выручка снизилась на 1% г./г. из-за миграции абонентов на более дешевые пакетные тарифы.

Рентабельность по EBITDA снизилась из-за единоразовых выплат

Рентабельность по EBITDA сократилась по сравнению с прошлым годом, во многом, за счёт тех же факторов (регулирование интерконнекта в Италии и VoIP в Бангладеш). Кроме того, негативное влияние также оказали единоразовые расходы в размере 43 млн долл. (штраф в Пакистане, расходы, связанные с M&A и пр.), что эквивалентно 0,8 п.п. в терминах рентабельности EBITDA.

Инвестиции могут вырасти во 2П 2013 г.; без ущерба для кредитного профиля

Операционный денежный поток вырос на 3% г./г. до 1,4 млрд долл., а капвложения сократились с 1 028 млн долл. до 791 млн долл., и были полностью покрыты операционным потоком. Отношение капвложений к выручке за последние 12 месяцев (LTM) составило 17,4%, при этом, в России, где VimpelCom Ltd стремится догнать оппонентов по качеству сети, этот показатель составил 18,3%. Прогноз этого показателя на весь 2013 г. составляет 20% по группе и 22% в России, что означает рост инвестиций во второй половине года. Таким образом, мы не ожидаем

значительного снижения долговой нагрузки в ближайшее время, хотя стоит отметить, что ликвидная позиция VimpelCom Ltd остаётся сильной: краткосрочный долг полностью покрывается запасом денежных средств и невыбранными кредитными линиями.

**Среднесрочные  
прогнозы  
подтверждены**

В ходе телеконференции руководство VimpelCom Ltd подтвердило среднесрочный прогноз по росту выручки и EBITDA (4-6%), а также заявило о возможном развороте негативной динамики на украинском рынке уже во 2П 2013 г. и более быстром, чем изначально ожидалось, запуске сетей LTE в России, что может привести к росту проникновения смартфонов и потребления мобильного интернета, но, с другой стороны - к росту конкуренции. Новостей о возможном разрешении конфликта с алжирским правительством озвучено не было, хотя VimpelCom Ltd обозначил намерение участвовать в конкурсе на лицензии 3G, который должен состояться этой осенью.

**Долларовые VIP 19  
дороги, рублевые  
VIP 18 недооценены**

На рынке долларовых евробондов дорого относительно кривой доходностей эмитента выглядит VIP 19, кроме того, дисконт к AFKSRU 19 (с близким набором кредитных рейтингов) составляет 60 б.п. Рублевые облигации ВымпелКома на локальном рынке не интересны для покупки: они котируются со спредом к суверенной кривой в размере 210 б.п., почти без премии к бумагам МТС. Среди облигаций телекомов, номинированных в рублях, интерес для покупки представляют лишь рублевые евробонды VIP 18 (@ 9%) с YTM 8,9% = ОФЗ + 250 б.п.

## 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	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### 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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Прочие

АФК Система
-------------

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Экономика "пошла на попятную"

ВВП не в лучшей форме

Платежный баланс

Рубль "оторвался от земли"

Инфляция

ЦБ возьмет инфляцию "под уздцы"?

Монетарные стимулы уперлись в инфляцию

Инфляция поторопилась

Валютный рынок

Обесценение рубля: случайность или закономерность?

Подвижный рубль

Монетарная политика ЦБ

Снижение ставок от ЦБ: "и волки сыты, и овцы целы"

От перемены мест «слагаемых» экономика не меняется?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Промышленность

Промышленность "дала слабину"

Внешняя торговля

Слабый импорт едва ли поддержит рубль

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Новая схема конвертации трансферта в госфонды не за горами

Бюджет

"Тонкая настройка" бюджета

Не все бюджету «масленица»

Приватизация — не панацея

Досрочное «распечатывание» ФНБ

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

## 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
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.