

8 сентября 2011 г.

Пульс рынка

- Решение конституционного суда Германии, подтвердившего легитимность предоставления помощи Греции посредством участия в стабилизационном фонде, привнесло некоторое облегчение рынкам. Это судебное решение поможет Ангеле Меркель получить одобрение парламента на увеличение объемов помощи 29 сентября. Курс долл./евро почти никак не отреагировал на эту позитивную новость, ровно как и рынок CDS на суверенные долги стран ЕС.
- Публикация данных Бежевой книги не преподнесла никаких сюрпризов, указав на то, что экономика продолжает расти, хотя и очень медленными темпами. Рынок жилья, ключевое звено американской экономики, по-прежнему находится в депрессивном состоянии. Инфляция остается весьма низкой, однако наблюдается увеличение издержек производства в некоторых отраслях. Таким образом, данные Бежевой книги не являются весомым аргументом для запуска нового раунда количественного смягчения на ближайшем заседании Комитета ФРС (20-21 сентября). Тем не менее, в WSJ просочилась информация о том, что на заседании будут рассматриваться нетрадиционные меры стимулирования экономики. Сегодня Б. Обама представит Конгрессу пакет мер по борьбе с безработицей в объеме 300 млрд долл., включающий снижение налогов и повышение инфраструктурных расходов. Рынок весьма позитивно отреагировал на новостной фон - индексы акций поднялись на 3-4%, при этом цены на сырьевых рынках подросли на 3%, а нефть достигла уровня 116 долл./барр.
- Сегодня мы ожидаем снижение стоимости бивалютной корзины ЦБ на 10-20 копеек до 34,8 руб. в ответ на повышение котировок нефти, что будет поддерживать активность покупателей на рынке рублевых облигаций особенно в сегменте короткой дюрации. Мы обращаем внимание на облигации ХКФБ-7, которые предлагают доходность УТР8,0% к оферте в апреле 2012 г. Также в категории эмитентов с рейтингом ВВ мы рекомендуем к покупке короткие облигации КредитЕвропаБанк-6 с доходностью УТР8,47% к оферте в августе 2012 г.

Темы выпуска

- Альфа банк подтвердил статус качественного эмитента
 - ВымпелКом: консолидация Wind Telecom завершена, что дальше?
-

Альфа-Банк подтвердил статус качественного эмитента

Альфа-Банк (BB-/Ba1/BB+), 6-й по величине активов российский банк, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые в целом подтверждают высокое кредитное качество эмитента.

В млн долл., если не указано иное	30 июня 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Активы	31 490	28 478	+11%
Кредиты и авансы клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	21 429	18 175	+18%
розничные	2 760	2 286	+21%
корпоративные	18 669	15 889	+17%
Кредиты и авансы клиентам, нетто	19 991	16 795	+8%
Остатки на счетах клиентов	8 228	6 431	28%
Депозиты клиентов	10 533	10 381	+1%
Собственные средства	3 482	3 079	+13%
В млн долл., если не указано иное	1П 2011 г.	1П 2010 г.	изменение
Чистый процентный доход	698	640	+9%
Операционные доходы	815	837	-3%
Чистая прибыль	275	296	-7%

Источник: отчетность Компании, оценки Райффайзенбанка

Кредитный портфель обогнал рынок по темпу роста

Кредитный портфель по темпам роста опередил среднюю динамику рынка, увеличившись на 18% до 21,4 млрд долл. При этом объем розничного сегмента вырос на 21%, составив 2,8 млрд долл., в основном за счет увеличения объема кредитных карт. Корпоративный портфель сохранил свою структуру, которая отличается достаточно хорошей диверсификацией по секторам - максимальная доля (18%) приходится на сектор торговли. Десять крупнейших заемщиков занимают 28% всего портфеля, а двадцать - 42%.

Качество кредитов заметно улучшилось

Сумма списаний по всему портфелю кредитов составила незначительные 82 млн долл. Формируемые резервы более чем на 115% покрывают проблемные (включающие просрочку и/или имеющие признак ухудшения) корпоративные кредиты. Отметим, что доля проблемных кредитов в корпоративном сегменте снизилась с 8,1% до 6,3%. Также улучшение качества было отмечено в розничном сегменте, однако резервирование лишь на 50% покрывает размер проблемных кредитов.

Банк сократил подушку ликвидности

За отчетный период банк снизил размер денежных средств и нарастил портфель ценных бумаг, который на 94% состоит из долговых ценных бумаг. Учитывая небольшую долю портфеля ценных бумаг в активах (порядка 6,7%) мы не ожидаем сильного давления на операционный доход банка во 2П 2011 г. в связи с рыночной волатильностью.

Структура обязательств не претерпела существенных изменений

Объем средств клиентов, составляющий почти 67% всех обязательств, увеличился на 11,3% до 18,8 млрд долл. в основном за счет роста остатков на счетах клиентов. Также банк нарастил оптовые источники финансирования с 5,5 до 6,4 млрд долл., что связано с выпуском еврообонда номиналом 1 млрд долл. и погашением в 2021 году, а также рублевых облигаций номиналом 5 млрд руб. и офертой в 2014 г.

Банк рассматривает остатки на счетах клиентов как долгосрочный источник ликвидности

Несмотря на высокую долю остатков на счетах клиентов в обязательствах (около 30%) представленная оценка ликвидности банка не содержит разрывов по ликвидности. Банк считает этот источник фондирования долгосрочным по причине широкой диверсификации числа и типа клиентов, а также постоянного притока новых средств. В целом мы разделяем мнение банка.

Розничный сегмент является наиболее прибыльным

В 1П 2011 г. по сравнению с 1П 2010 г. чистый процентный доход увеличился только на 9%, что при опережающем росте работающих активов оказало давление на чистую процентную маржу. Вклад розничного сегмента в операционный доход банка заметно выше корпоративного и инвестиционно банковского подразделения с учетом соотношения их активов. Прибыль до налога на треть образуется за счет розничного кредитования. По причине убытка от валютной переоценки чистая прибыль сократилась на 20%.

Бумаги Альфа-Банка не интересны для покупки

В следующие 12 месяцев Альфа-Банку предстоит погашение долговых ценных бумаг на сумму 1,8 млрд долл., которое в случае невозможности рефинансирования из-за ситуации на рынках, может быть осуществлено за счет накопленной ликвидности. Мы полагаем, что банк также может выйти на первичный рынок, предложив три зарегистрированных выпуска рублевых облигаций номиналом 15 млрд руб. в случае улучшения конъюнктуры. В обращающихся долговых бумагах эмитента мы не видим торговых идей. На рынке евробондов лучшей альтернативой AlfaBank13 служит близкий по набору кредитных рейтингов выпуск NOMOS13, торгующийся с премией к нему на уровне 70 б.п.

Call-опцион по AlfaBank17 вероятно исполнен не будет, а сами бонды выглядят дорого

Учитывая довольно большой объем погашений долговых ценных бумаг, мы считаем, что банк не будет исполнять call-опцион 22 февраля 2012 г. по субординированному выпуску AlfaBank17 (UTC11%) номиналом 300 млн долл. Поскольку ставка купона будет определяться как сумма доходности UST 5Y + 546 б.п., которая в настоящий момент равна 6,4% годовых, что на 2,2 п.п. ниже ставки действующего купона. В случае если доходность UST 5Y до февраля 2012 г. существенно не изменится с текущих YTM0,9%, то при цене 99% от номинала доходность AlfaBank17 составляет YTM6,9%, что почти на 70 б.п. ниже, чем по AlfaBank17-2 (YTM7,6%). Мы рекомендуем продавать бонды AlfaBank17.

ВымпелКом: консолидация Wind Telecom завершена, что дальше?

ВымпелКом (BB/Ba3/-), одна из крупнейших мировых телекоммуникационных компаний, опубликовала результаты по US GAAP за 2 кв. 2011 г. В представленной отчетности впервые отражена Wind Telecom. В связи с консолидацией такого крупного актива (с 15 апреля 2011 г.) оценка показателей на основе pro-forma отчетности является наиболее целесообразной.

Несмотря на положительную динамику выручки (+9% г./г.), рост издержек, особенно российского сегмента вследствие агрессивного наращивания абонентской базы (свыше 2 млн абонентов только за 2 кв. 2011 г. до 55,2 млн), привел к снижению общей рентабельности EBITDA с 43,1% во 2 кв. 2010 г. до 39,5% во 2 кв. 2011 г. (несколько ниже наших прогнозов). Кроме того, несмотря на рост чистой прибыли на 42% г./г., ее уровень оказался значительно ниже ожиданий рынка из-за значительных амортизационных отчислений, убытков от курсовых разниц, а также высокой эффективной налоговой ставки (43%).

Вследствие консолидации новых активов долговая нагрузка объединенной группы на конец 2 кв. 2011 г. находится на ожидаемо высоком уровне 2,6x (Чистый долг/EBITDA). Однако, даже такой уровень, по мнению менеджмента, оставляет определенные возможности для дальнейшего наращивания долга. Компания участвует в конкурсе на частоты в Италии для строительства сетей 4G. Также не исключаются приобретения на рынках, где присутствие ВымпелКома незначительно (Юго-Восточная Азия, Африка, Канада), однако, по нашим оценкам, они не будут крупными. Напомним, что пороговое значение долговой нагрузки для возможного снижения международного рейтинга компании составляет 3x.

Ключевые финансовые показатели ВымпелКом (pro-forma)

В млн долл., если не указано иное	2кв. 2011	2кв. 2010	изм.
Выручка, в т.ч.	6 008	5 488	+9%
Россия	2 329	2 042	+14%
Италия*	2 015	1 829	+10%
EBITDA, в т.ч.	2 371	2 368	0%
Россия	968	963	+1%
Италия*	664	669	-1%
Рентабельность EBITDA	39,5%	43,1%	-3,6 п.п.
Россия	41,5%	47,2%	-5,7 п.п.
Италия	37,6%	39,4%	-1,8 п.п.
Чистая прибыль	312	219	+42%

*Данные по европейскому и североамериканскому объединенному подразделению, основная часть которых формируется итальянской Wind Telecom

в млн долл., если не указано иное	На 30 июня 2011 г.
Совокупный долг, в т.ч.	27 392
Краткосрочный долг	1 636
Долгосрочный долг	25 756
Чистый долг	24 104
Чистый долг/ЕБИТДА*	2,6x

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за счет агрессивного наращивания абонентской базы ...

Рост выручки во 2 кв. 2011 г. был преимущественно обеспечен российским подразделением вследствие агрессивного наращивания абонентской базы, но в ущерб ARPU (средний счет на абонента), который снизился на 1% г./г. до 327 руб. (худшая динамика среди российских мобильных операторов). Позитивная динамика в СНГ связана с увеличением рыночной доли компании и благоприятными экономическими условиями. В то же время, выручка итальянского подразделения снизилась на 1% г./г. в связи со снижением регулируемых тарифов на интерконнект и большей долей продаж неголосовых sim-карт.

...который привел к снижению рентабельности

Консолидированная ЕБИТДА за 2 кв. 2011 г. осталась на том же уровне, что и во 2 кв. 2010 г. (pro-forma) - 2,4 млрд долл. В итоге рентабельность ЕБИТДА сократилась с 43,1% до 39,5%, что, в первую очередь, объясняется повышением затрат (маркетинг и дилерские комиссии), вызванного ростом абонентской базы. Также на общий уровень ЕБИТДА повлияла консолидация убыточного на операционном уровне вьетнамского подразделения.

Вчера в ходе телеконференции менеджмент объявил о том, что максимизация денежных потоков становится новым приоритетом стратегии ВымпелКома. В этой связи компания не планирует серьезного понижения тарифов, в частности, в России.

Капзатраты полностью профинансированы операционными потоками

Капзатраты компании во 2 кв. 2011 г. (1,03 млрд долл.) были полностью профинансированы операционными потоками. Целевой показатель ВымпелКома по объему инвестиций на 2011 г. сохраняется на уровне 21% от выручки. По нашим прогнозам, эта величина может составить порядка 4,5 млрд долл. (за 1П 2011 г. - 1,7 млрд долл.) и не потребует дополнительных заимствований для финансирования.

График погашения долга комфортен для компании

На 30 июня 2011 г. общий долг группы, с учетом покупки Wind Telecom,, составил 27,4 млрд долл. В июне 2011 г. ВымпелКом рефинансировал бридж-кредит на покупку Wind Telecom выпуском евробондов на сумму 2,2 млрд долл. Напомним, что это является одним из условий повышения прогноза рейтинга S&P с "Негативный" на "Стабильный".

До конца этого года погашения (1,28 млрд долл.) могут быть профинансированы собственными средствами. В 2012 г. выплаты составят 1,4 млрд долл. Основная же часть долга (14,7 млрд долл.) погашается в 2017-2018 гг.

Также компания объявила о выплате промежуточных дивидендов до конца 2011 г. в сумме 733 млн долл. (в 1П 2011 г. акционеры получили 500 млн долл. дивидендов по результатам 2010 г.). Напомним, что дивидендная стратегия ВымпелКома предполагает ежегодные выплаты в размере как минимум 1,3 млрд долл. в течение 2011-2013 гг., что также не предполагает наращивания долга, учитывая достаточные свободные денежные потоки компании.

Евробонды VIP выглядят дешево

Рублевые выпуски ВымпелКома торгуются с премией в размере 25 б.п. к кривой МТС, которую мы считаем справедливой, учитывая тот факт, что бумаги компании не соответствуют критериям для попадания в котировальный список А1 (а все бумаги МТС включены в него). На рынке еврооблигаций бонды ВымпелКома торгуются с премией около 70-100 б.п. к выпускам МТС, которая выглядит избыточной с учетом лишь небольшой разницы в кредитных рейтингах эмитентов. Мы считаем интересными для покупки бонды VIP13, VIP16, VIP18, которые торгуются на верхней границе значений кредитных спредов корпоративных выпусков категории ВВ.

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.