

## Пульс рынка

- ▶ **Рынки сохраняют устойчивость, несмотря на Китай и ФРС.** Вчера еще один представитель ФРС заявил о необходимости начала сворачивания QE уже в сентябре (конечно, если статистика не преподнесет неприятных сюрпризов) в связи с продолжающимся улучшением ситуации на рынке труда. Кстати говоря, вчерашние данные по числу заявок на пособия по безработице (333 тыс.) оказались чуть ниже консенсуса. Рынок уже учитывает скорое сокращение объема выкупа активов с рынка (сейчас 85 млрд долл./мес.): доходности 10-летних UST почти не реагировали на "ястребиные" высказывания представителей ФРС на этой неделе, оставаясь около YTM 2,6%. Порция июльских данных по Китаю оказалась неоднозначной (но это не помешало азиатским индексам сегодня открыться в плюсе): промпроизводство выросло на 9,7% г./г. (+8,9% г./г. месяцем ранее), прирост розничных продаж составил 13,2% г./г., почти не изменившись м./м. В то же время в июле индекс PPI снизился еще на 0,3%, а за год - на 2,3%.
- ▶ **Новый сдвиг границ не за горами.** Наши ожидания о сдвиге границ плавающего коридора ЦБ на 5 копеек вчера полностью подтвердились официальной статистикой регулятора. Новые границы, как мы и предполагали, теперь составляют 31,9-38,9 руб. Отметим, что ранее ЦБ публиковал эти данные только на конец месяца, но ввиду участвовавших смещений, теперь, видимо, такая информация может появляться по мере новых сдвигов. Цена бивалютной корзины опустилась ниже 37,9 руб., где интервенции снижаются до 200 млн долл. в день, но это не отменяет возможности нового сдвига уже в ближайшие дни.
- ▶ **До нового аукциона ЦБ предпосылок для снижения ставок нет.** Первая неделя нового месяца, когда обычно RUONIA опускается до локального минимума (из-за интенсификации бюджетных поступлений и перед началом периода усреднения), подходит к концу. Между тем, как мы и опасались, заметного снижения коротких ставок МБК так и не произошло. Хотя долгожданное снижение RUONIA ниже 6% и состоялось, говорить о существенном улучшении нельзя. Фактически после июльского налогового периода RUONIA сократилась лишь на 55 б.п. до 5,82%, что видится нам недостаточным, учитывая, что с 1 августа в систему из бюджета поступили внушительные 340 млрд руб. При гораздо более скромном встречном притоке госсредств за аналогичный период июля RUONIA падала почти на 1 п.п. до 5,5%. Мы отчасти связываем это с тем, что в последние дни ЦБ сокращал лимиты о/п РЕПО практически на сумму поступающих бюджетных средств. В результате почти весь приток шел на погашение РЕПО. Среди более фундаментальных причин такой динамики ставок: неоправдавшиеся ожидания рынка относительно аукциона по кредитам под нерыночные активы. Напомним, что полученные на нем 300 млрд руб. пошли на погашение РЕПО с ЦБ, и не создали "буфер" для компенсации предстоящего в ближайшие месяцы оттока средств. Сейчас общая задолженность по РЕПО составляет ~1,8 трлн руб., и если бы не 300 млрд руб. кредитов под нерыночные активы, она достигала бы рекордных 2,1 трлн руб. И это при том, что налоговый период еще даже не начался. По нашим расчетам, в августе отток может составить ~280 млрд руб. Чтобы его покрыть, банкам, скорее всего, во многом придется задействовать высвобожденный в июле залог по РЕПО на 300 млрд руб. (задолженность по РЕПО поднимется до 2 трлн руб., если не выше). Повлиять на ставки мог бы еще один аналогичный аукцион под нерыночные активы, но едва ли ЦБ успеет организовать его до конца месяца. Поэтому предпосылок для того, чтобы RUONIA к концу августа не оказалась на уровне ~6,3%, не прослеживается (мы считаем, что снижение ставок ЦБ сегодня маловероятно), т.е. первый аукцион, как мы и думали, не привел к заметному понижению ставок.
- ▶ **КБ Восточный Экспресс (Moody's: B1) планирует выпустить суборд** в размере 100-150 млн долл. до конца октября. По состоянию на 1 июля 2013 г. его показатель Н1 составил ~11,68%, что является низким уровнем для розничных банков (особенно учитывая ухудшение качества потребкредитов в целом по системе). В то же время КБ Восточный Экспресс имеет относительно высокий запас капитала 1-го уровня: по нашим оценкам, его достаточность составила вполне комфортные 9,1% (при нормативе 5%). Успешное размещение "субордов" позволит банку поднять Н1 на 1,4-2 п.п. (при прочих равных). В настоящий момент премия "субордов", выпущенных по новым правилам (с условием loss absorption), к старшим выпускам для банков за пределами 1-го эшелона составляет 245 б.п., исходя из котировок бумаг МКБ (B+/B1/BB-) с YTM 9,1% @ ноябрь 2018 г.

## Темы выпуска

- ▶ **МегаФон: под "навесом" сильных результатов**

## МегаФон: под "навесом" сильных результатов

**Сильные результаты, но мы ожидаем ухудшения во 2П**

Вчера МегаФон (BBB-/Ваа3/-) опубликовал сильные результаты за 2 кв. 2013 г. по МСФО, вновь показав значительные темпы роста, высокую рентабельность и снижение долговой нагрузки. Однако с учетом прогноза менеджмента на 2013 г. и возможной консолидации Скартела (бренд Yota) мы ожидаем ухудшения долгового профиля к концу года.

### Ключевые финансовые показатели МегаФона

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.
Выручка	72 230	66 648	+8%
OIBDA	34 302	28 156	+22%
Рентабельность по OIBDA	47,5%	42,2%	+5,3 п.п.
Чистая прибыль	13 626	1 705	+8,0x
Операционный поток	27 106	28 754	-6%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-13 053	72 368	-
Финансовый поток	7 532	-93 444	-
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	150 328	145 805	+3%
Краткосрочный долг	10 983	9 748	+13%
Долгосрочный долг	139 345	136 057	+2%
Чистый долг	76 667	100 761	-24%
Чистый долг/OIBDA LTM*	0,6x	0,8x	-

\*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Увеличение проникновения смартфонов стимулировало рост выручки...**

Рост выручки во 2 кв. 2013 г. ускорился по сравнению с 1 кв.: +8,4% г./г. против +7,6% г./г., что произошло за счет увеличения продаж мобильных телефонов, в первую очередь, смартфонов и аксессуаров (+48% г./г. против 29% г./г. в 1 кв.), что также привело к повышению потребления мобильной передачи данных, выручка от которой прибавила 28% г./г. против 21% г./г. в 1 кв. По состоянию на 30 июня 2013 г. 35% абонентов МегаФона пользовались мобильным Интернетом.

**...а отложенные расходы поддержали рентабельность...**

Рентабельность по OIBDA во 2 кв. 2013 г. вновь превысила ожидания, составив 47,5%. Столь высокий уровень объясняется переносом части операционных расходов (в частности, рекламных) на конец года, снижением расходов на персонал, а также экономией на прочих административных затратах (как было обещано в преддверии IPO).

**...и позволили снизить долговую нагрузку**

Капвложения во 2 кв. 2013 г. составили 8,3 млрд руб., что соответствует 11,6% от выручки. В результате свободный денежный поток вырос на 18% г./г. до 22,6 млрд руб. Это позволило снизить чистый долг до 76,7 млрд руб., а показатель Чистый долг/LTM OIBDA – до 0,59x. Стоит отметить, однако, что на конец 2 кв. 2013 г. у МегаФона имелось обязательство по выплате дивидендов, которая была осуществлена в июле. С учетом корректировки на дивиденды, Чистый долг/LTM OIBDA составил бы 0,87x.

**Во 2 полугодии ожидается рост операционных и капитальных расходов**

Несмотря на сильные результаты 1-го полугодия, руководство МегаФона подтвердило прогноз на 2013 г. Рост выручки ожидается на уровне 7-9%, рентабельность по OIBDA – в диапазоне 42,5-44% и капвложения - 55-60 млрд руб. Это подразумевает снижение рентабельности по OIBDA и рост капвложений во 2-м полугодии и, следовательно, сокращение свободного денежного потока, что может привести к некоторому ухудшению долговых показателей. Можно сказать, что сильные результаты 1П 2013 г. были обеспечены созданием «навеса» отложенных расходов, которые будут осуществлены во 2П 2013 г.

**Консолидация Скартела ухудшит долговую профиль МегаФона**

Вместе с публикацией финансовых результатов МегаФон также объявил, что Совет директоров рекомендовал акционерам приобрести Скартел, и решение по данному вопросу будет рассматриваться акционерами в сентябре. По предложенной схеме МегаФон купит 100% Скартела за 1,18 млрд долл. и возьмет на себя долговые обязательства последнего в размере 600 млн долл. Оплата акционерной части Скартела будет производиться двумя траншами через год и через 2 года после объявления сделки, соответственно, каждый транш

составит 590 млн долл. + 6% годовых. МегаФон также раскрыл финансовые показатели Скартела за 2012 г. При выручке в 4 млрд руб. OIBDA составила минус 1,5 млрд руб. Таким образом, консолидация показателей компании в отчетность МегаФона приведет к ухудшению долгового профиля как за счет роста общего долга (в большей степени), так и за счет снижения консолидированного показателя OIBDA. По нашим расчетам, долговая нагрузка после консолидации Скартела, но без учета оплаты его приобретения, в терминах Чистый долг/OIBDA может превысить 1х к концу 2013 г., хотя это по-прежнему нельзя назвать высоким уровнем.

Размещенные в марте 5-летние облигации МегаФон-6,7 номиналом 20 млрд руб. котируются около 100,4% от номинала, что соответствует YTP 8% (=ОФЗ + 180 б.п.). Выпуски компании предлагают наибольшую премию к суверенной кривой среди корпоративных бумаг 1-го эшелона.

## 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.