

Пульс рынка

- **Б. Бернанке повел рынки вверх.** В своем выступлении перед Конгрессом США глава ФРС постарался максимально успокоить рынки, сказав, в частности, что состояние экономики хоть и улучшилось, но потребность в стимулах все еще сохраняется (в том числе для дальнейшего повышения занятости). Также Б. Бернанке заявил, что ФРС будет учитывать поведение финансовых рынков при принятии решения о темпах и времени сворачивания QE, стараясь минимизировать возможный всплеск волатильности. Рынок UST продолжил ценовой рост, доходности 10-летних бондов сократились еще на 4 б.п. до YTM 2,48%.
- **Инвесторы обошли ОФЗ стороной...** Несмотря на предложенную премию ко вторичному рынку и отсутствие негатива на внешнем рынке, Минфину удалось разместить лишь 32% из предложенных 33,6 млрд руб. (доходность по цене отсечения была определена по верхней границе ориентира YTM 6,78%). Таким образом, большая часть средств от погашенных вчера ОФЗ 26200 номиналом 50 млрд руб. пока не вернулась на рынок ОФЗ. После аукциона сделки на вторичном рынке проходили на уровне 100,8% от номинала (что на 15 б.п. выше цены отсечения), сегодня котировки подросли до 101% (участники аукциона в плюсе). По-видимому, нерезиденты считают, что ОФЗ на текущих уровнях (соответствующих почти нулевой премии к CPI) выглядят дорого, в то время как для локальных участников маржа carry-trade над ставками РЕПО (115 б.п. для 7-летних ОФЗ) является не достаточно высокой для покупок.
- **...и проявили ажиотажный спрос на 2-летние облигации ВЭБа.** Наличие высокого спроса позволило эмитенту установить ставку купона на уровне 7,65% годовых (YTP 7,79% = ОФЗ + 180 б.п.), что заметно ниже границ первоначального ориентира 8,0-8,25% годовых. Таким образом, размещение прошло без какой-либо премии ко вторичному рынку: находящиеся в обращении ВТБ-18, 19 котируются с YTP 7,84% @ октябрь 2015 г. (=ОФЗ + 185 б.п.). Инвесторы отказались от премии ради покупки коротких квазисуверенных бумаг, которые редко предлагаются на "первичке", несмотря на то, что ВЭБ ранее объявил о планах по размещению облигаций в объеме как минимум 10 млрд руб. в квартал. Также недостатком новых бумаг является пока высокая стоимость их фондирования (до того момента пока они не будут включены в список РЕПО ЦБ), сейчас ставки междилерского о/п РЕПО по таким бумагам превышают 6,5% годовых.
- **ГУК вложится в инфраструктуру.** УК ВЭБа в 2013 г. планирует направить на покупку инфраструктурных облигаций РЖД и ФСК пенсионные средства в размере 100-200 млрд руб. Это обстоятельство является еще одним фактором (наряду с продолжающимся оттоком средств "молчунов" в НПФ) для дальнейшего снижения позиции ГУК в ОФЗ, которая в 1П 2013 г. сократилась на 106,4 млрд руб. до 833,8 млрд руб., при этом вложения в облигации хозяйствующих обществ и депозиты банков, напротив, увеличились на 92 млрд руб. и 80 млрд руб. до 351 млрд руб. и 336 млрд руб., соответственно.
- **S&P реклассифицировало бессрочный суборд ГПБ.** В рамках изменения своей внутренней методологии учета гибридных инструментов в капитале банков агентство пересмотрело вклад бессрочного суборда 2-го уровня GPB 18 (с купоном 7,875% годовых) в капитал банка с "умеренного" на "низкий" (что, однако, не повлияло на рейтинг эмитента BBB-). В связи с этим рейтинговым действием возникает "Rating Event" (по определению проспекта выпуска), что дает право ГПБ выкупить выпуск по номиналу в дату следующего купона (25 октября 2013 г.). В настоящий момент премия GPB 18 к старшим бумагам составляет 300 б.п., в то время как SBER 23 (T2 суборд с условием "loss absorption") имеет премию всего 75 б.п. к старшим бумагам. Кроме того, ежегодно вклад GPB 18 в капитал будет снижаться на 10% (поскольку у выпуска нет условия "loss absorption"). Все это указывает на возможность исполнения эмитентом возникшего call-опциона. Однако досрочный выкуп выпуска осложнен следующими обстоятельствами 1) достаточность капитала 2-го уровня (дополнительного капитала) у ГПБ невысока (по нашим оценкам, по РСБУ всего 3,33% на 1 июня 2013 г.) и без учета бумаг GPB 18 показатель Н1 составил бы 10,2%, что близко к минимальной планке, и 2) размещение суборда с условием "loss absorption" в объеме 1 млрд долл. для замены GPB 18 является непростой задачей при текущей волатильности рынков. В настоящий момент GPB 18 котируются выше номинала (102%), что говорит об отсутствии ожиданий выкупа бумаг эмитентом в октябре. Это изменение методологии S&P, по нашему мнению, не затронет бессрочный T1 суборд ВТБ, так как по нему нет "Rating Event" (но есть "Loss Absorption Event").

Темы выпуска

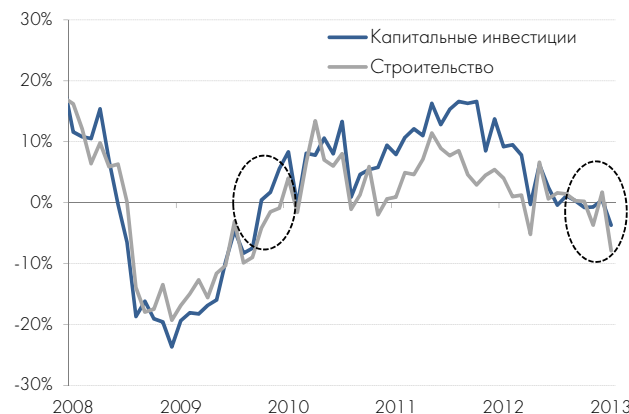
- Экономика: стагнация "притворяется" ростом?
- Теле2 Россия: рост замедляется

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?

Падения инвестиций, равно июньскому, не было с декабря 2009 г.

Опубликованная вчера Росстатом статистика по основным макроиндикаторам разочаровывает. Хотя большинство экспертов, включая и нас, какого-либо существенного улучшения экономической ситуации в июне и не прогнозировало, новые данные продемонстрировали неожиданно плохие результаты. В центре внимания - падение инвестиций в основной капитал на 3,7% г./г. Хотя их снижение уже было зафиксировано в предыдущие месяцы, оно было гораздо менее значительным. Такого сильного падения как в июне не наблюдалось с декабря 2009 г. Компенсировать данное ухудшение не смогла даже более благоприятная инвестиционная динамика 1 кв.: за 1П 2013 г. к аналогичному периоду 2012 г. инвестиции также демонстрируют падение на существенные 1,4%. Учитывая стагнацию в промышленности, которая уже становится тенденцией, такая динамика капитальных вложений ставит под сомнение возможность возвращения к устойчивым темпам роста инвестиций к концу года.

Динамика инвестиций и строительства, темпы роста г./г.



Источник: Росстат, ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Ухудшение инвестиционной динамики может быть отражением не только снижения госвложений...

Даже если июньское падение имело временный характер, при отмеченном нами росте доли госпроектов, вялая инвестиционная активность на протяжении вот уже полугода должна отражать, в первую очередь, снижение госвложений. Мы неоднократно отмечали, что в течение года на инвестиционной активности сильно скажется завершение капиталоемких проектов в рамках подготовки к Олимпиаде Сочи-2014, что, судя по всему, уже находит отражение в данных. Кроме того, негативно повлиять на общий показатель инвестиций (но в гораздо меньшей степени, чем сокращение инфраструктурных госрасходов), может и некоторое снижение инвестиционных планов госкомпаний, например, Газпрома. Хотя довольно существенное падение строительства в июне (-7,9% г./г.) в большей степени связано с разовым падением жилищного строительства (до 2 кв. оно показывало существенный рост), в целом, падение строительства согласуется с нашими предположениями о сокращении госинвестиций.

...но и замедления роста частных инвестиций

Если данные факторы уже были учтены в наших прогнозах, то новая статистика примечательна тем, что заставляет усомниться в интенсивности частных вложений. Напомним, что в начале года, описывая ситуацию с инвестиционной активностью, Минэкономразвития объясняло текущее ухудшение исключительно сокращением госвложений, в то время как рост частных инвестиций декларировало на уровне около 10% г./г. С одной стороны, отсутствие детализированной статистики затрудняет прогнозирование перспектив частных инвестиций. С другой стороны, при текущей структуре инвестиций, столь значительное снижение общего показателя должно косвенно указывать на существенное ослабление роста частных вложений. Наша гипотеза отчасти подтверждается тем, что наиболее выраженное ухудшение промышленной активности наблюдается сейчас в негосударственных секторах. Опасения подпитываются и результатами собираемости налогов: сборы по налогу на прибыль за 5 мес. упали на 20% по сравнению с аналогичным периодом 2012 г.

Динамика оборота розничной торговли и реальных зарплат, темпы роста г./г.



Динамика оборота розничной торговли по сегментам, темпы роста г./г.



Источник: Росстат, ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Несмотря на некоторое ускорение роста потребления, структурных улучшений не наблюдается

Более комфортной визуально остается ситуация с потреблением населения, которое даже несколько ускорило рост в июне. Так, темпы роста оборота розничной торговли увеличились до 3,5% г./г. против 2,9 % г./г. в мае, но это в 1,5 раза ниже, чем в 4 кв. 2012 г. Кроме того, нельзя не отметить, что последнее время стабильную динамику демонстрирует только потребление продовольствия, в то время как рост продаж непродовольственных товаров существенно сбавляет обороты. Учитывая, что, исходя из исторической динамики потребления, при ухудшении ожиданий население отказывается от покупок товаров длительного пользования в первую очередь (доля продовольствия в потреблении традиционно велика - около 38%), в реальности сейчас продолжается некоторое ухудшение потребительской активности. Причем замедление в непродовольственном сегменте, скорее, является следствием начавшегося снижения темпов кредитования, в то время как динамика реальных зарплат остается достаточно "прочной". Причем июньское ускорение роста реальных зарплат (до 6% г./г. против 4,7% в мае) мы склонны связывать не только с замедлением инфляции (до 6,9% г./г. в июне против 7,4% в мае), поскольку увеличились и номинальные темпы роста зарплат (13,3% г./г. против 12,4% в мае).

Новые данные делают труднореализуемым выполнение нашего прогноза на 2013 г. по росту инвестиций в 5% и ставят под сомнение рост ВВП на 2%

В целом хотелось бы отметить, что стабилизация темпов роста потребления, хотя и становится позитивным сюрпризом на фоне повсеместного ухудшения других ключевых макроиндикаторов, полностью негативных эффектов, связанных с ослаблением инвестиционной и промышленной активности, уже не перекрывает. Кроме того, происходящий сейчас рост доли потребления в экономике усложняет задачу "перезапуска" инвестиционной активности, в то время как, стимулирование инвестиций, напротив, способствовало бы более качественному росту ВВП в дальнейшем, поскольку по цепочке в конечном счете создало бы стимулы и для потребления. Подводя итоги, разочаровывающие результаты за 1П 2013 г. делают труднореализуемым выполнение нашего прежнего прогноза на 2013 г. по росту инвестиций на 5% и ставят под сомнение возможность достижения 2%-роста ВВП. В ближайшее время мы видим риски того, что рост экономики во 2 кв. окажется на уровне 1 кв., когда он составил лишь 1,6%, если не меньше.

Теле2 Россия: рост замедляется

Вчера Теле2 Россия (Fitch: BB+) опубликовала сокращенные результаты деятельности за 2 кв. 2013 г.

Ключевые финансовые показатели Теле2 Россия

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.
Выручка	16,4	14,6	+12%
EBITDA	5,9	5,4	+11%
Рентабельность по EBITDA	36,3%	36,6%	-0,3 п.п.
Капвложения	1,4	2,2	-39%
Свободный денежный поток	4,2	2,9	+45%

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки замедлился, рентабельность почти на том же уровне

Основные показатели несколько ухудшились по сравнению с прошлым годом: рост выручки замедлился до 12% г./г. против 13-15% в течение последнего года, рентабельность по EBITDA практически осталась на том же уровне - 36,3% (36,6% во 2 кв. 2012 г.). При этом, снизилось и отношение капвложений к выручке (LTM), составив 10% в сравнении с 14,3% по состоянию на 2 кв. 2012 г. Рост показателей ARPU и MOU замедлился до 3% и 4% г./г., соответственно.

Прогноз компании на 2П 2013 г. выглядит слишком консервативным

В ходе пресс-конференции руководство компании озвучило прогноз на 2013 г. Так, ожидается, что по итогам этого года выручка повысится лишь на 8-9%, рентабельность по EBITDA составит порядка 35%, а отношение капвложений к выручке – 10-11%. Данный прогноз, на наш взгляд, выглядит слишком консервативно, поскольку подразумевает во 2 полугодии рост выручки компании всего на 5% и рентабельность по EBITDA - на уровне 34%.

Ориентир - 1,75x Чистый долг/EBITDA

Руководство также сообщило, что Теле2 Россия до сделки с ВТБ выплатила шведской Tele2 AB дивиденды за 2012 г. в размере порядка 10 млрд. руб., но не вышла за границу установленного ориентира Чистый долг/EBITDA 1,75x. Генеральный директор Теле2 А. Провоторов заявил о желании выхода на московский рынок, работе с другими операторами по модели виртуального оператора, а также об интересе к региональным игрокам, таким как СМАРТС и Мотив.

Облигации неликвидны

Находящиеся в обращении облигации Теле2 Россия неликвидны. Среди рублевых бумаг телекоммуникационного сектора наиболее привлекательными являются евробонды VIP 18 (YTP 9,1% = ОФЗ + 270 б.п.), которые предлагают заметную премию к локальным выпускам.

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

Х5	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.