

Пульс рынка

- **Кипр: новое правило зоны евро или исключение из него?** Парламент Кипра проголосовал против введения разового налога на депозиты (даже в смягченной форме, которая освобождает от налога депозиты до 20 тыс. евро), при этом "за" не было подано ни одного голоса. Лидеры еврозоны (прежде всего, Германия) по-прежнему настаивают на частичном списании депозитов. В свою очередь, ЕЦБ занял выжидательную позицию, заявив, что готов предоставлять поддержку только в рамках "действующих правил" (это исключает помощь банкам, испытывающих финансовые затруднения). В то же время в любом случае после открытия кипрским банкам все равно вряд ли удастся избежать массового изъятия клиентами своих средств (что является проблемой уже большего масштаба). Ключевым фактором в этом тупиковом для Кипра вопросе являются начавшиеся переговоры с Россией, которую, по сути, вынуждают принять участие в спасении еврозоны. Не исключено, что ситуация с Кипром отражает изменение отношения еврозоны к кризису: вместо вливания помощи в обмен на меры бюджетной экономии (которые становятся все более непопулярными среди периферийных стран), возможно, теперь для снижения бюджетных дефицитов будет использоваться налог "на богатых" в той или иной форме (в частности, кипрский вариант является жесткой формой). Пока рынки предполагают низкую вероятность этого сценария (считая ситуацию с Кипром исключением из общего правила спасения еврозоны), однако и говорить о том, что страха нет, не приходится. Так, доходности 10-летних бондов Испании и Италии вчера продолжили рост, прибавив 10 б.п. до YTM 5,02% и YTM 4,7%, соответственно. Евро провалился ниже отметки 1,29 долл.
- **Майский "черный лебедь" в этом году появился на горизонте раньше срока.** Хорошая макростатистика по США (рост числа разрешений на строительство в феврале превысил ожидания, свидетельствуя о сохранении позитивных тенденций на рынке американской недвижимости) не смогла компенсировать европейский негатив: доходность 10-летних UST снизилась на 5 б.п. до YTM 1,90% (реальная ставка вновь ушла в область отрицательных значений). Как мы уже отмечали, когда индексы находятся на максимумах, после которых раньше происходила резкая коррекция, велика вероятность появления "черного лебедя" (события, о котором все знали, просто не придавали большого значения). Сейчас наблюдается похожая ситуация: индексы акций (S&P, Dow Jones) находятся вблизи своих максимумов, при этом "черным лебедем" могут выступить не только европейские, но и американские проблемы (до конца марта Конгресс должен принять бюджетную резолюцию, а в мае решить вопрос с потолком госдолга). В этой связи сегодня интерес представляет итог начавшегося вчера заседания FOMC. Снижение доходностей базовых активов не помогло рынку российских евробондов, на котором преобладали продавцы: котировки Russia 42 просели на 0,5 п.п. до 113,5% от номинала.
- **Минфин не теряет надежды**, укоротив размер и срок предлагаемых ОФЗ. Несмотря на резкое ухудшение настроений на внешних рынках, что вызвало распродажу госбумаг (так, 10-летние ОФЗ 26209 с начала недели подешевели на 55 б.п. до 104,7%), ведомство решило не отменять сегодняшний аукцион по ОФЗ. Но вместо изначально планируемых 15-летних бумаг номиналом 20 млрд руб. будут предложены 6-летние ОФЗ 26208 в объеме 6,22 млрд руб. Судя по последним сделкам вчера на уровне YTM 6,52-6,55%, озвученный ориентир YTM 6,53-6,58% предполагает некоторую премию к рынку. Однако в условиях сильной ценовой коррекции (наличия "медвежьего" тренда), чему способствует ослабление рубля (бивалютная корзина вчера укрепилась на 10 копеек, превысив отметку 35 руб.), предложенная премия, скорее всего, не будет способствовать спекулятивному интересу на аукционе. Ставка на то, что в ближайшее время кипрская проблема разрешится в позитивном ключе, по нашему мнению, является слишком рискованной. Кроме того, с фундаментальной точки зрения ОФЗ по-прежнему выглядят дорого, подробнее см. в теме "Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?"

Темы выпуска

- **Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?**
- **МТС: снижение капзатрат в 2013 г. нивелируется ростом дивидендов**

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

В отсутствие ожиданий ценового роста облигаций на первый план выходит маржа carry-trade

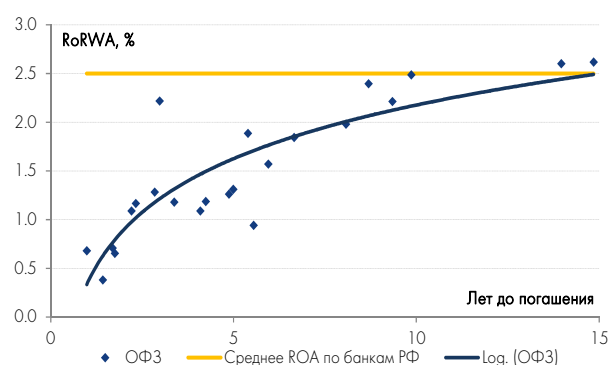
В текущих условиях усиливающегося негатива на внешних рынках ожидания ценового роста рублевых облигаций, по крайней мере, в краткосрочной перспективе сошли на нет. Об этом свидетельствует и коррекция в ОФЗ, которая уже переросла в "медвежий" тренд (с начала этой недели доходности подросли еще на 5-10 б.п.). В то же время локальный рынок не предполагает сильной коррекции рублевых облигаций, что, в частности, обусловлено ожиданием снижения ключевых ставок ЦБ РФ во 2 кв. 2013 г. (по нашим прогнозам, на 50 б.п.). Поэтому в такой ситуации рыночный риск не столь высок, чтобы полностью выйти "в деньги" и лишиться НКД. В результате на первый план при оценке инвестиционной привлекательности долговой бумаги для банков, как основных участников рынка облигаций, выходит маржа carry-trade (разница между доходностью и стоимостью фондирования позиции, аналог чистой процентной маржи) в сравнении с нагрузкой на капитал, а не ожидание ценового роста номинала. Мы исходим из того, что в условиях негативной конъюнктуры рынка инвесторы будут чувствовать себя более комфортно в тех бумагах, которые несут достаточную прибыльность (за счет относительно высокого НКД) при низких кредитных рисках.

ОФЗ оказывают негативное давление на прибыльность банков и должны вырасти в доходности еще на 25-50 б.п.

По нашим оценкам, маржа carry-trade для 5-летних ОФЗ (26204, 25081) находится на уровне 55 б.п., при этом величина рыночного риска составляет 40,6% от балансовой стоимости бумаг (грубо говоря, по рыночной цене на момент покупки). В результате для ОФЗ возврат на активы с учетом риска (RWA) составляет 115 б.п. (за вычетом 15% налога). По показателю возврата на RWA (RoRWA) вся кривая ОФЗ сейчас не превышает среднего значения возврата на активы для банков РФ (250 б.п. за 2012 г.). Таким образом, для нивелирования этого отставания (по показателю RoRWA) доходности ОФЗ должны вырасти еще на 25-50 б.п. (в отсутствие притока средств нерезидентов).

Текущие доходности ОФЗ комфортны лишь для тех немногих банков, у которых показатель прибыльности к активам сильно отстает от среднерыночного уровня. Однако и они могут выступить продавцами, учитывая сформировавшийся "медвежий" тренд на рынке ОФЗ. Кроме самого очевидного варианта продать ОФЗ и выйти "в деньги" существуют еще две возможности: открыть короткие позиции в ОФЗ или переложиться в более интересный актив. Поскольку фьючерсы на ОФЗ (на рынке ФОРТС) неликвидны (общий объем открытого интереса не превышает 3 млрд руб.), короткую позицию в ОФЗ в больших объемах можно сформировать лишь за счет рынка РЕПО (взять облигации в залог по РЕПО и продать). Однако здесь есть свои нюансы: срок междилерского РЕПО, как правило, составляет 1 день, и есть риск не получить ожидаемой "просадки" в цене, когда контрагент по РЕПО потребует вернуть залог.

Кривая ОФЗ в терминах RoRWA



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Динамика рынка ОФЗ

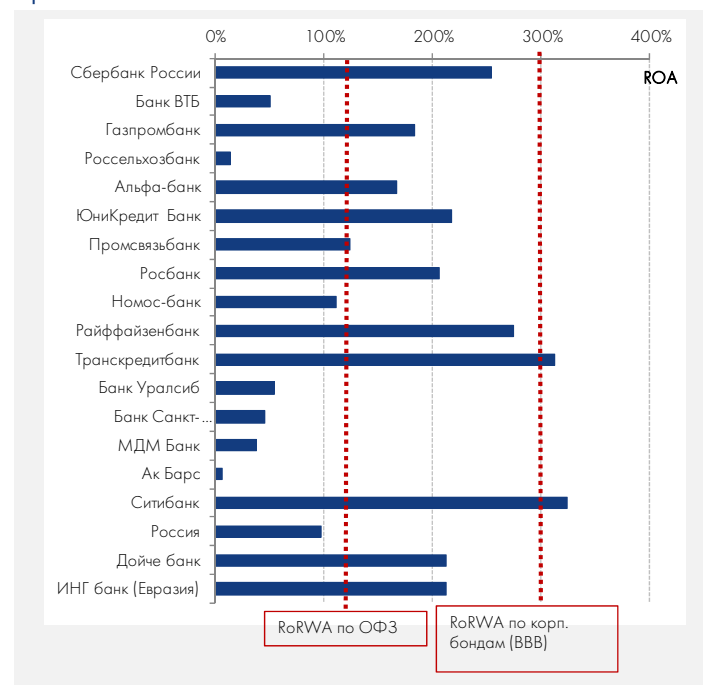


Доходность корпоративных бумаг 1-го эшелона комфортна для реализации carry-trade

Естественным вариантом для стратегии "переложиться в более интересный актив" выступают корпоративные бумаги инвестиционной категории, которые имеют низкие коэффициенты рыночного риска согласно Положению №387-П. Для корпоративных 5-летних облигаций 1-го эшелона (которые сейчас котируются на уровне $YTW_{7,8-8,1\%} = \text{ОФЗ} + 160-180 \text{ б.п.}$) аналогичные расчеты приводят к оценке возврата на RWA в размере 300 б.п. (при показателе рыночного риска на уровне 60,6%). Таким образом, с фундаментальной точки зрения 5-летние ОФЗ на текущих уровнях доходностей выглядят дорого (создают негативное давление на показатель прибыльности банков) в отличие от облигаций 1-го эшелона. Конечно, существенным недостатком корпоративных бумаг является их заметно более низкая ликвидность (в сравнении с ОФЗ): в случае ухудшения рыночной конъюнктуры для продажи корпоративных бумаг в большом объеме может потребоваться предоставление заметного дисконта по цене.

На графике ниже представлены показатели возврата на активы (RoRWA) крупнейших банков РФ (включая иностранные банки, имеющие большую позицию в госбумагах). Как видно, возврат на RWA по ОФЗ не является комфортным (ниже общей прибыльности) для большинства банков в отличие от прибыльности (RoRWA) по корпоративным облигациям 1-го эшелона.

Прибыльность банков РФ



Источник: Bloomberg, IFX, оценки Райффайзенбанка

Суммируя вышесказанное, в текущем нисходящем боковом тренде, мы считаем, что корпоративные выпуски 1-го эшелона, которые сейчас можно приобрести с премией к рынку, в среднесрочной перспективе продолжат демонстрировать динамику (в терминах Total return) лучше рынка ОФЗ.

МТС: снижение капзатрат в 2013 г. нивелируется ростом дивидендов

Вчера МТС (BB/Ba2/BB+) опубликовала результаты за 4 кв. и весь 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Квартальные результаты оказались в рамках ожиданий, рост выручки, скорректированный на изменения курсов валют и прекращение операций в Узбекистане, составил 11%, в первую очередь, за счет роста ARPU в России (+8% г./г.), доходов от передачи данных (+36% г./г.), а также ускоренного роста розницы (+34% г./г.), что связано с низкой базой 4 кв. 2011 г. (тогда МТС значительно снизила объем розничных продаж).

Рентабельность по OIBDA снизилась по сравнению с 4 кв. 2011 г. на 2,1 п.п. до 40,7%, что преимущественно связано с расширением розничной сети и прекращением деятельности в Узбекистане. При этом позитивный эффект от снижения дилерских комиссий, наблюдаемый на протяжении 4 кв. 2011 - 3 кв. 2012 г., ожидаемо нивелировался. Рост затрат на продажи и маркетинг в 4 кв. составил 4%, в то время как за 9М 2012 г. этот элемент расходов сократился на 25% г./г.

Отношение чистого долга к OIBDA выросло с 1,24х в 3 кв. 2012 г. до 1,3х на конец года из-за сезонного эффекта: наибольшая часть капзатрат традиционно пришлась на 4 кв. По сравнению с концом 2011 г. этот показатель несколько снизился (с 1,33х). Отношение капзатрат к выручке за весь год составило 23,3%.

Ключевые финансовые показатели МТС

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	3 168	2 982	+6%	12 436	12 319	+1%
OIBDA	1 288	1 275	+1%	5 300	5 144	+3%
Рентабельность по OIBDA	40,7%	42,8%	-2,1 п.п.	42,6%	41,8%	+0,8 п.п.
Чистая прибыль	555	416	+33%	1 038	1 568	-34%
Операционный поток	790	861	-8%	4 237	3 849	+10%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 075	-1 269	-15%	-3 060	-2 555	+20%
Капвложения	-984	-931	+6%	-2 643	-2 240	+18%
Финансовый поток	236	807	-3,4х	-2 408	-270	+8,9х
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				7 642	7 305	+5%
Краткосрочный долг				910	781	+16%
Долгосрочный долг				6 732	6 524	+3%
Чистый долг				6 917	6 553	+6%
Чистый долг/OIBDA LTM*				1,3х	1,2х	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компаний, оценки Райффайзенбанка

2013 г.: ожидаемое снижение капзатрат нивелируется ростом дивидендов

Руководство МТС ожидает в 2013 г. рост выручки на 5-7% в локальных валютах, рентабельность по OIBDA - 41-42% и капзатраты - 20% от выручки. При таких параметрах рост свободного денежного потока (OIBDA-капзатраты) в 2013 г. должен составить порядка 18% г./г. Однако МТС также подтвердила намерение увеличить объем дивидендных выплат в 2012-14 гг. на 25% по сравнению с 2009-11 гг. (что соответствует их приросту на ~200 млн долл. в год). Таким образом, мы полагаем, что долговая нагрузка по состоянию на конец 2013 г. не изменится по сравнению с 2012 г.

Среднесрочный прогноз: меньший потенциал снижения долговой нагрузки

МТС также повысила среднесрочный прогноз капзатрат на 2013-15 гг., с 15-18% от выручки до 18-19%. Это связано с намерением строить сети LTE более агрессивными темпами, чем предполагалось ранее, а также расширять покрытие 3G. Таким образом, потенциал снижения долговой нагрузки несколько сокращается по сравнению с предыдущими прогнозами менеджмента.

20 марта 2013 г.

MTS 20 выглядит дорого На рынке рублевых облигаций выпуски МТС имеют невысокую ликвидность и с точки зрения относительной стоимости оценены справедливо. На рынке евробондов мы считаем, что выпуск MTS 20 выглядит дорого в сравнении с бумагами VIP 21, торгуясь к ним с дисконтом 136 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	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

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 Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика января: потребительская неуверенность

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промпроизводство в январе: стагнация сменилась падением?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования
Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

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.