

## Пульс рынка

- ▶ **Американские потребители не ждут улучшений.** Значение индекса настроений потребителей оказался заметно ниже ожиданий: несмотря на разрешение проблемы *fiscal cliff*, американцы не надеются на скорое улучшение ситуации в экономике (инфляционные ожидания на этот год находятся на уровне 3,4%). Сильные результаты GE и Schlumberger не смогли вернуть аппетит к риску: доходности 10-летних UST снизились до 1,84%. Сегодня рынки США закрыты на празднование Дня Мартина Лютера Кинга.
- ▶ **Декабрьский приток ликвидности уже использован, ставки начнут повышаться.** Как мы и опасались, однодневные ставки денежного рынка оставались на уровне 5,0% недолго. После недельного аукциона РЕПО (каждый вторник, расчеты в среду), где банки сократили задолженность на ~250 млрд руб., краткосрочные ставки приблизились к уровню РЕПО с ЦБ (5,5%). Также, в соответствии с нашими ожиданиями, произошло дальнейшее сильное сокращение корсчетов с ЦБ - с 1,1 трлн руб. до 0,71 трлн руб. (этот уровень больше соответствует норме). За счет них банки не только сократили задолженность по РЕПО с ЦБ, но и погасили депозиты Казначейства почти на 150 млрд руб. Однако мы не ожидаем дальнейшего снижения задолженности по РЕПО (сегодня на уровне 1,15 трлн руб.), т.к. практически вся ликвидность, поступившая от декабрьских расходов бюджета, уже потрачена. Наоборот, на этой неделе в системе произойдет увеличение дефицита свободных денежных средств. Так, 21-25 января предстоит уплата основных налогов: НДС (21 января, ~150 млрд руб., наша оценка), НДСПИ, части экспортной пошлины и акцизов (24-25 января, ~370 млрд руб., наша оценка). Кроме того, необходимо учитывать крупное погашение бюджетных депозитов на 169 млрд руб. (23 и 25 января). При этом Казначейство не проводит новых аукционов, т.к. ему необходима ликвидность для пополнения Резервного фонда в конце января. Все это, по нашим оценкам, приведет к умеренному ухудшению ситуации на денежном рынке. К концу недели краткосрочные ставки могут приблизиться к 6,0%.
- ▶ **Старые "суборды" лучше новых.** Как мы уже писали, с 1 марта 2013 г. новые субординированные инструменты (займы, кредиты, облигации) будут учитываться в дополнительном капитале при наличии в соответствующем договоре условия о конвертации долга в обыкновенные акции в случае снижения достаточности базового капитала ниже определенного уровня (2%) либо осуществления мер по предупреждению банкротства. Это существенно изменяет уровень возврата долга по "субордам" (*recovery rate*). Напомним, что в результате кризиса 2008-2009 гг. в большинстве российских банков, оказавшихся неплатежеспособными (в том числе в связи с недостаточным уровнем капитала), была проведена процедура санации (государство взяло банк под свой контроль без процедуры банкротства). В результате по обращающимся облигациям банков дефолтов практически не было (исключением является, пожалуй, лишь МПБ): держатели облигаций продолжали получать купоны/номинал. Мы считаем, что в кризисной ситуации ЦБ РФ продолжит практику санирования неплатежеспособных системообразующих/крупных банков (чтобы избежать эффекта домино). Однако теперь держателям субординированного долга проблемного банка придется стать его акционерами, что означает почти 100% списание номинала. В результате мы не исключаем повышения спроса на традиционные "суборды", предложение которых с 1 марта 2013 г. иссякнет. На вторичном рынке интересными для покупки выглядят NOMOS 19 (YTM 8,6%), STPETE 17, 18 (YTM 9,0%), RUSB 18 (YTM 9,1%), их котировки с начала года продемонстрировали рост.
- ▶ **Росбанк (-/Ваа3/BBB+) делает премиальное предложение.** Росбанк вышел на первичный рынок с 3-летним выпуском номиналом 5 млрд руб. и ориентиром YTM 9,20-9,46%, который соответствует спреду к суверенной кривой в размере 310-335 б.п. Размещенный в сентябре 2012 г. выпуск Росбанк БО-4 сейчас котируется на 1,6 п.п. выше номинала, что соответствует YTP 8,39% @ сентябрь 2014 г. (= ОФЗ + 235 б.п.). Таким образом, новые бумаги эмитента предполагают заметную премию к рынку. С другой стороны, размещенные в ноябре 2012 г. БО-3 Русфинанс Банка(-/Ba1/BBB+) котируются на уровне YTP 9,3% @ ноябрь 2014 г. (=ОФЗ + 330 б.п.), правда, бумаги эмитента имеют невысокую ликвидность. В пределах указанного ориентира мы считаем новый выпуск Росбанка интересным для покупки.

## Темы выпуска

- ▶ VimpelCom Ltd: ожидаем успешной реализации стратегии
- ▶ РусГидро: средства на финансирование дальневосточных проектов получены

## VimpelCom Ltd: ожидаем успешной реализации стратегии

**Приоритеты и цели стратегии не изменились**

На прошлой неделе VimpelCom Ltd (BB/Вa3/-) провел День аналитика и инвестора, в ходе которого была представлена обновленная стратегия на 2013-15 гг. Основным приоритетом компании остается генерация денежного потока, а ключевыми элементами – прибыльный рост, высокие стандарты оперативного управления и эффективность капитала.

VimpelCom Ltd по-прежнему планирует рост выручки и EBITDA в 4-6% ("mid-single digits"). Ориентиры по CAPEX и долговой нагрузке также не изменились (15% CAPEX/выручка и 2x Чистый долг/EBITDA), но были сдвинуты на год - с 2014 г. на 2015 г. Компания объясняет это необходимостью догонять конкурентов в России, т.к. в период с 2008 г. по 2010 г. VimpelCom Ltd значительно недоинвестировал в сеть по сравнению с МТС и МегаФоном и теперь вынужден сокращать отставание. К 2015 г. VimpelCom Ltd намерен увеличить свободный денежный поток на 2 млрд долл. по сравнению с 2012 г., из которых 1,5 млрд долл. планируется получить за счет роста выручки и сокращения операционных издержек, а 0,5 млрд долл. - за счет сокращения капвложений.

**Россия: успешная реализация стратегии в 2012 г. и хороший потенциал роста за счет роста рынка**

В 2012 г. VimpelCom Ltd успешно реализовывал принятую стратегию, что выразилось в опережающем росте EBITDA и в двукратном превышении плана сокращения операционных затрат. Компания ожидает увеличения российского телекоммуникационного рынка в среднем на 3,5% в 2012-15 гг., а за исключением стагнирующего сегмента фиксированной связи, средний темп роста должен составить 5,7%. Таким образом, для достижения ориентиров по выручке компании нужно расти на уровне рынка, что выглядит вполне достижимо.

Мы считаем, что VimpelCom Ltd вполне может обогнать рынок с учетом того, что он отстаёт от конкурентов, но планирует догнать их по качеству сети. К примеру, в 2013 г. ожидается увеличение числа базовых станций 3G на 30%, а в Москве – и вовсе их удвоения. Компания намерена фокусироваться в первую очередь на мобильной передаче данных на устройствах с маленьким экраном (смартфоны и планшеты), цена за мегабайт в которых, по словам директора российского подразделения А. Кудряшова, выше, чем у USB-модемов примерно в 8 раз. Это также может поддержать рост выручки.

Стоит отметить, что в 2013 г. VimpelCom Ltd уже начал реализацию стратегии в России, подписав соглашение с Евросетью о разделении выручки (revenue sharing agreement), которое привязывает дилерское вознаграждение Евросети к определенным показателям подключенного абонента, в частности, ARPU и "среднему сроку жизни" абонента. Такая схема стимулирует дилеров к более взвешенному подходу, что уже выразилось в снижении уровня новых подключений и стабилизации показателя оттока абонентов по рынку в целом. Заключение подобного договора с Евросетью должно привести к дальнейшему снижению дилерских комиссий и поддержке рентабельности VimpelCom Ltd.

**Италия: разворот рынка не за горами**

Итальянский телекоммуникационный рынок продолжает находиться под давлением регулируемого сокращения ставок интерконнекта, и на 2012-15 гг. прогнозируется снижение рынка в среднем на 2,1% в год. Тем не менее, последнее понижение ставки произойдет в этом году, и VimpelCom Ltd ожидает стабилизации рынка в 2014 г. и небольшого роста в 2015 г. В сложных рыночных условиях компания продолжает опережать конкурентов по динамике выручки и рыночной доли. К тому же, итальянская дочка Wind создала инновационное подразделение Wind Digital, которое занимается развитием новых направлений бизнеса (продажа билетов через мобильный телефон, приложения для смартфонов и сотрудничество с Facebook).

**Африка и Азия: в ожидании 3G**

На наш взгляд, Африка и Азия может показать наибольшее ускорение роста в 2013 г. по сравнению с 2012 г. благодаря планируемому запуску 3G в Пакистане и Бангладеш в 1П 2013 г. Также в 2013 г. возможно разрешение ситуации в Алжире, однако руководство VimpelCom Ltd отказалось давать комментарии на эту тему, сославшись на конфиденциальность переговорного процесса.

Отметим, что в конце 2012 г. подразделение компании в Пакистане подняло тарифы, а в январе 2013 г. его крупнейший конкурент Telenor ответил тем же, что может свидетельствовать об ускорении роста на пакистанском рынке в целом.

**Украина:**  
реструктуризация  
абонентской базы  
завершена

VimpelCom Ltd ожидает роста украинского рынка в среднем на 3,8% в 2012-15 гг. при условии отсутствия 3G. В случае запуска этого стандарта, рост может значительно ускориться, поскольку, на наш взгляд, на Украине существует значительный отложенный спрос на эти услуги. В случае запуска 3G рост может ускориться (в частности, проникновение смартфонов и доля пользователей мобильным интернетом превышает аналогичные показатели в России). Отметим, что в прошлом году VimpelCom Ltd перевел абонентов на Украине с предоплатных тарифов на пакетные предложения, что отрицательно сказалось на темпах роста и рентабельности (порядка 75% базы на данный момент). Поэтому можно предположить, что динамика финансовых показателей в Украине имеет шанс улучшиться.

**Долговая нагрузка:**  
органический  
потенциал снижения +  
дополнительные  
возможности

С точки зрения кредитного профиля, VimpelCom Ltd рассчитывает на повышение рейтинга, что поможет снизить стоимость заимствований. Это подразумевает снижение общей долговой нагрузки. По нашим оценкам, у компании есть возможность сокращать долг на 1-2 млрд долл. в год. К тому же, конвертация привилегированных акций Altimo в обыкновенные должно принести около 1,4 млрд долл., которые также могут быть направлены на погашение долга. Наконец, если ситуация с алжирским подразделением завершится его выкупом, VimpelCom Ltd может дополнительно получить, по нашим оценкам, еще до 6 млрд долл., что также не учтено в стратегии. Компания заявила о желании рефинансировать дорогой долг Wind, но в планы на 2013 г. это не входит.

**Наша рекомендация**  
реализовалась

По нашему мнению, в этом году компании, скорее всего, не удастся добиться заметного снижения долговой нагрузки (в том числе по причине капитальных вложений), которое позволило бы ей улучшить свой кредитный рейтинг. В то же время мы не исключаем, что агентства могут поставить позитивный прогноз по рейтингам уже в этом году в случае заметного снижения долга.

**После коррекции VIP**  
**18 выбился из кривой**  
**эмитента**

В целом мы нейтрально смотрим на бонды Вымпелкома. Наша рекомендация от 15 ноября покупать VIP 21 против MTS 20 реализовалась: спред VIP21-MTS 20 сузился со 150 б.п. до 95 б.п. (справедливый уровень с учетом разницы в рейтингах), при этом выпуск VIP 21 подорожал на 8 п.п. Сейчас несколько выбивается из кривой эмитента VIP 18, который в результате коррекции рынка с начала этого года подешевел на 3 п.п. до 120% от номинала. Рублевые облигации Вымпелкома неинтересны для покупки: они котируются со спредом к суверенной кривой в размере 240 б.п., что соответствует премии к бумагам МТС всего 50 б.п.

## РусГидро: средства на финансирование дальневосточных проектов получены

**Ожидаемо слабые**  
**результаты**

РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовую отчетность за 3 кв. 2012 г. по МСФО. Снижение рентабельности было ожидаемо в условиях существенного сокращения выработки в Сибири и по-прежнему слабых результатов РАО ЭС Востока.

### Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2012	3 кв. 2011	изм.
Выручка	63,9	54,5	+17%
Сопоставимая выручка*	63,9	54,5	+17%
EBITDA	8,8	9,9	-12%
Рентабельность по EBITDA	13,8%	18,2%	-4,4 п.п.
Сопоставимая EBITDA**	8,8	7,6	+16%
Рентабельность по сопоставимой EBITDA**	13,8%	13,9%	-0,1 п.п.
Чистая прибыль	-2,1	2,4	-
Операционный поток	4,8	6,0	-20%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-19,6	-21,3	-8%
Капвложения	-19,9	-21,4	-7%
Финансовый поток	-5,3	3,1	-

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	147,0	147,0	0%
Краткосрочный долг	52,2	41,5	+26%
Долгосрочный долг	94,8	105,5	-10%
Чистый долг	107,4	87,2	+23%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM***	1,9x	1,3x	-

\* без учета деятельности проданных сбытовых компаний

\*\* без учета деятельности проданных сбытовых компаний и с исключением ЦИС

\*\*\* отчетная ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост цен на электроэнергию...**

В 3 кв. прошедшего года цены на электроэнергию на свободном рынке существенно выросли. Так, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года в Европейской ценовой зоне средняя цена за 3 кв. повысилась на 15%, в Сибири – на 31%. Существенный рост цен, безусловно, позитивно отразился на результатах ГЭС - основного подразделения РусГидро.

**...был компенсирован падением выработки в Сибири**

В то же время снижение выработки ГЭС (-1,2% в Центральной России, -10,3% на Юге, -33% - в Сибири) в связи с неблагоприятными гидрологическими условиями по сравнению с 3 кв. 2011 г. не дало компании в полной мере воспользоваться позитивной ценовой динамикой. При этом увеличилась только выработка ГЭС, работающих в неценовой зоне – дальневосточные станции повысили отпуск электроэнергии на 19,3% за счет сильных дождей в 3 кв. 2012 г.

**Средства на финансирование инвестпрограммы на Дальнем Востоке получены**

Компания завершила размещение допэмиссии в пользу государства для привлечения 50 млрд руб. на финансирование инвестиций на Дальнем Востоке. Мы полагаем, что данный факт в некоторой степени снижает кредитный риск РусГидро, так как компании не придется привлекать дополнительные объемы заемных средств.

**Ближайшая задача – рефинансировать краткосрочные кредиты РАО ЭС Востока**

В 2013 г. подходит срок погашения кредитной линии Сбербанк и части задолженности РАО ЭС Востока (~86,5 млрд руб.). РусГидро планирует заместить часть долга РАО ЭС Востока (~43,3 млрд руб.) долгосрочными кредитными средствами, по возможности, по более низкой ставке. Напомним, что у компании зарегистрировано 4 выпуска рублевых облигаций на общую сумму 40 млрд руб.

**Бумаги РусГидро выглядят дорого**

Рублевые облигации РусГидро-1,2 не отличаются торговой ликвидностью, последние сделки в РусГидро, 2 проходили на уровне YTP8,5% @ апрель 2016 г. (= ОФЗ + 240 б.п.). Рублевый евробонд RusHydro15 котируется на уровне YTM 8,0% (=ОФЗ + 200 б.п.). Эти котировки выглядят несколько заниженным в сравнении с набором кредитных рейтингов эмитента. Для увеличения позиции в секторе электроэнергетики мы рекомендуем участвовать в первичных размещениях.

## 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 ноября: надежд не оправдала

### Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

### Инфляция

Инфляция: позитивные итоги года

### Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

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

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ РФ в январе: не время для изменений

### Банковский сектор

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

### Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

### Промышленность

Промышленность в ноябре: анемичный рост

### Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

### Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

### 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
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.