

Пульс рынка

- **В ожидании протокола FOMC.** После заметного снижения с начала месяца вчера на финансовых рынках произошел технический отскок: американские индексы закрылись ростом на 0,4%, доходности 10-летних UST опустились на 6 б.п. до YTM 2,82%, отступив от 2-летнего максимума. Основным событием сегодняшнего дня станет публикация стенограммы с последнего заседания FOMC (в 22-00 по МСК). Напомним, что опубликованный ранее пресс-релиз не содержал какой-либо новой информации, подтвердив лишь курс на сворачивание QE3. Соответственно, стенограмма может раскрыть инвесторам подробности, в частности, насколько агрессивно члены комитета планируют сворачивать стимулы. Длинные бонды Russia 42 (YTM 5,59%) опустились ниже номинала (подешевев с начала недели на 1,8 п.п. до 99,5%), что согласуется с нашими ожиданиями.
- **Умеренный спрос на средства Казначейства.** Как мы и предполагали, уплата НДС в объеме 100 млрд руб. не создала напряженности на денежном рынке (вчера ставки междилерского о/п РЕПО опустились на 10 б.п. до 6,14% годовых). Отток средств в бюджет был компенсирован увеличением задолженности по РЕПО с ЦБ (на 67 млрд руб. до 2 045 млрд руб.) и снижением остатков на корсчетах в ЦБ (на 27 млрд руб.). В ходе вчерашнего аукциона Казначейство разместило на депозиты банков чуть более половины (28 млрд руб.) предложенных 50 млрд руб. под минимальную ставку 5,7% годовых сроком на 35 дней. Таким образом, банки решили не запасаться ликвидностью в преддверии перечисления в бюджет НДС и экспортных пошлин (около 350 млрд руб.) на следующей неделе. Как следствие, велика вероятность роста ставок до 6,5% и активизации операций "валютный своп" ЦБ.
- **Размещение коротких ОФЗ пройдет успешно за счет внутренних участников.** На сегодняшнем аукционе Минфин ограничится лишь предложением бумаг относительно свежего 3-летнего выпуска 25082 в объеме 10 млрд руб. (в обращении 30 млрд руб.). Ориентир, объявленный в пределах YTM 6,27-6,32%, предполагает небольшую премию к рынку около 3-4 б.п. (учитывая, что близкие по дюрации ОФЗ 26203 котируются с YTM 6,28%). Отметим, что в ряде последних аукционов краткосрочные ОФЗ всегда находили заметный спрос даже в условиях негативного внешнего фона, что указывает на наличие интереса со стороны внутренних инвесторов. Не исключено, что в связи с высоким притоком клиентских средств темпами, опережающими увеличение кредитного портфеля, у некоторых банков образовался избыток дешевой рублевой ликвидности, которая направляется на покупку коротких ОФЗ. Мы ожидаем, что ОФЗ 25082 будут размещены в полном объеме. В то же время, по нашему мнению, доходности длинных ОФЗ сохраняют потенциал для дальнейшего роста, отыгрывая недавний сдвиг доходностей базовых активов. С прошлой среды бумаги ОФЗ 26207 поднялись на 14 б.п. до YTM 7,87%, что еще ниже локального максимума YTM 8,22%, наблюдавшегося в конце июня, когда доходности 10-летних UST составляли всего YTM 2,74% (на 8 б.п. ниже, чем сейчас).
- **Высокий интерес к коротким качественным облигациям.** Ак Барсу (-/B2/BV-) удалось найти высокий спрос на 1,5-годовые БО-3 номиналом 5 млрд руб., которые были размещены со ставкой купона 8,85% годовых (YTP 9,05% = ОФЗ + 300 б.п.), на 15 б.п. ниже первоначального ориентира (9,0%-9,5% годовых). Таким образом, кредитный риск Ак Барса был оценен на одном уровне с МКБ (БО-3 котируются с YTM 9,0% @ апрель 2015 г.), что мы считаем справедливым, учитывая наличие в составе акционеров Ак Барса Республики Татарстан, которая осуществляет через него значительную часть своих операций. Инвесторов устроила новая ставка купона 10,25% годовых (YTM 10,65% = ОФЗ + 455 б.п.) к погашению через 2 года по БО-4 КБ Восточный Экспресс (Moody's: B1): в ходе оферты эмитенту пришлось выкупить менее 1% выпуска номиналом 3 млрд руб. Отметим, что облигации Восточный Экспресс БО-4 являются одними из наиболее доходных среди качественных облигаций розничных банков.

Темы выпуска

- МТС: приятный сюрприз от Altimo
- Акрон: противостояние рыночной конъюнктуре

МТС: приятный сюрприз от Altimo

Вчера МТС (BB/Ba2/BB+) опубликовала сильные результаты за 2 кв. 2013 г., которые совпали с нашими ожиданиями по выручке, но значительно превосходили их в части рентабельности и чистой прибыли, хотя это и произошло за счет единоразовых событий. Чистый долг снизился за квартал на 10% до 165 млрд руб., а отношение Чистый долг/OIBDA - с 1,1х до 1,0х. При этом объем денежных средств и краткосрочных вложений составил 81 млрд руб., что достаточно для обслуживания краткосрочных обязательств. С учетом выплаты дивидендов (30,2 млрд руб. в 3 кв. и 10,8 млрд руб. в 4 кв.) и осуществления значительной части капвложений во 2 половине года (исходя из прогноза компании, на этот период должно прийти порядка 64 млрд руб.), мы ожидаем, что на конец 2013 г. долговая нагрузка вновь вернется к уровню 1 кв., а чистый долг может вырасти примерно на 20 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели МТС

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.
Выручка	97 450	92 778	+5%
OIBDA	44 385	40 422	+10%
Рентабельность по OIBDA	45,5%	43,6%	+1,9 п.п.
Чистая прибыль	29 046	- 23 141	-
Операционный поток	39 331	32 501	+21%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-16 609	-29 149	-43%
Капвложения	-11 321	-17 179	-34%
Финансовый поток	19 764	-3 574	-

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	246 724	222 414	+11%
Краткосрочный долг	49 456	19 235	+2,6х
Долгосрочный долг	197 268	203 179	-3%
Чистый долг	165 355	183 050	-10%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,0х	1,1х	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Altimo повысила рентабельность и прибыль МТС

Выручка мобильного бизнеса в России выросла на 6% г./г., при этом основным драйвером традиционно стал сегмент мобильной передачи данных (+40% г./г.). По этому показателю МТС вновь опередил ВымпелКом (+37% г./г.) и МегаФон (+28% г./г.), однако в абсолютных значениях МегаФон пока остается лидером в сегменте. Выручка от продажи мобильных телефонов снизилась на 10% г./г. (оптимизация розничной сети и фокус на продаже более дешевых смартфонов). Рентабельность по OIBDA составила 45,5%, из которых примерно 2 п.п. пришлось на единоразовые события (в первую очередь, эффекты от достижения мирового соглашения с Altimo в Киргизии - было восстановлено 11,4 млрд руб., в том числе 4,1 млрд руб. компенсаций и 7,3 млрд руб. резервов). Кроме того, позитивное влияние оказало улучшение валовой рентабельности розничных продаж телефонов благодаря оптимизации сети продаж.

Прогнозы повышены, но влияние на долговые показатели незначительно

В связи с сильными результатами компания повысила прогноз по рентабельности по OIBDA на 2013 г. с 41-42% до >43%, а на период 2013-2015 гг. - с 41% до 42%. Прогноз по росту выручки на 2013 г. остался неизменным - 5-7%. По капвложениям он также не изменился в процентах от выручки (20%), но в абсолютном выражении был несколько снижен (80 млрд руб. против 82 млрд руб.). При этом в связи с новой дивидендной политикой МТС на дивиденды направляется 75% свободного денежного потока, поэтому улучшение прогнозов более позитивно с точки зрения дивидендов, нежели с позиции долговой нагрузки.

МТС не боится конкурентов

В ходе телеконференции руководство МТС сообщило, что в сентябре-октябре планируется утверждение новой стратегии, но существенного изменения прогнозов на кратко- и среднесрочный период не ожидается. Менеджмент также сообщил, что не видит серьезной угрозы со стороны альянса МегаФона и Скартела, поскольку в настоящее время технология LTE находится на ранней стадии развития, и преимущество в обладании более широким

Лучшей
альтернативой
являются бумаги
ВымпелКома

диапазоном спектра не будет заметно при малом количестве абонентов. В более отдаленной перспективе ожидается внедрение новых технологий, таких как LTE Advanced, которые позволят использовать частоты из разных диапазонов, таким образом, увеличится количество частот, пригодных для развития скоростного мобильного Интернета.

На рынке рублевых облигаций выпуски МТС имеют невысокую ликвидность и с точки зрения относительной стоимости оценены справедливо. Из рублевых бумаг телекомов мы предпочитаем рублевый евробонд VIP 18 (YTM 8,9% = ОФЗ + 240 б.п.). С момента нашего комментария от 10 июня 2013 г., в котором мы отмечали, что долларové евробонды ВымпелКома выглядят перепроданными с точки зрения кредитных спредов, длинные VIP 23 (подешевели на 4 п.п.) выглядели заметно лучше MOBTEL 23 (обесценились на 7 п.п.). В результате спред VIP 23 - MOBTEL 23 сузился на 35 б.п. до 105 б.п. Сейчас бумаги ВымпелКома котируются на кривой Северстали, при этом, учитывая слабую конъюнктуру металлургического рынка, по нашему мнению, выпуски ВымпелКома должны котироваться с дисконтом к Северстали. Мы по-прежнему считаем их лучшей альтернативой как бумагам МТС, так и Северстали.

Акрон: противостояние рыночной конъюнктуре

Результаты оцениваем
нейтрально

Акрон (-/В1/В+) опубликовал нейтральные результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г. Несмотря на плохую ценовую конъюнктуру на рынке удобрений, выручка выросла на 7% кв./кв. за счет лучшей динамики китайских активов, а также ослабления рубля. Однако рентабельность снизилась, следуя за ценовой коррекцией, что частично было компенсировано ростом обеспеченности фосфатным сырьем и падением цен на калий. В результате долговая нагрузка незначительно увеличилась, однако по-прежнему находится на комфортном уровне.

Ключевые финансовые показатели Акрона

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	17 690	16 561	+7%	16 850	+5%
ЕБИТДА	4 357	4 461	-2%	5 045	-14%
Рентабельность по ЕБИТДА	24,6%	26,9%	-2,3 п.п.	29,9%	-5,3 п.п.
Чистая прибыль	2 878	2 358	+22%	1 462	+2,0x
Операционный поток	4 113	4 445	-7%	5 337	-23%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-3 380	-5 075	-33%	-3 992	-15%
Капвложения	-3 793	-2 847	+33%	-3 960	-4%
Финансовый поток	-4 778	298	-	14 586	-
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	59 772	61 967	-3%		
Краткосрочный долг	24 328	22 331	+9%		
Долгосрочный долг	35 462	39 636	-10%		
Чистый долг	35 263	34 453	+2%		
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,9x	1,8x	-		

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост продаж в Китае
и рубль против
конъюнктуры

Выручка выросла, несмотря на сокращение выпуска на 1,8% кв./кв. до 1,5 млн тонн удобрений и прочей продукции. Ключевыми причинами падения производства стали: 1) сезонное снижение выпуска азотных удобрений на 6% из-за меньшей активности фермеров в межсезонье, ослабления локальных валют развивающихся стран к доллару и ожидаемого открытия «экспортного окна» в Китае; 2) падение выпуска сложных удобрений на 5% также из-за низкого спроса и продолжающейся оптимизации выпуска NPK на Хунжи-Акрон.

Кроме того, давление на выручку оказало падение цен на азотные удобрения в среднем на 12-17% кв./кв., по данным компании, что было частично компенсировано более стабильной динамикой цен на сложные удобрения: котировки на основной продукт NPK 16-16-16 снизились всего на 1% кв./кв. Негативные "конъюнктурные" эффекты были несколько сглажены

ростом выручки Хунжи-Акрон (пик продаж в этом году пришелся на 2 кв. из-за плохой погоды в 1 кв.), а также ослаблением рубля к доллару на 4% кв./кв.

Падение цен повлияло и на рентабельность, которая снизилась на 2,3 п.п. до 24,6%. Однако некоторую поддержку оказали рост производства собственного апатитового концентрата на СЗФК и падение цен на калий (сырье для производства NPK) на 24% кв./кв.

Капвложения профинансированы из операционного потока

Чистый операционный денежный поток во 2 кв. сократился с 4,4 млрд руб. до 4,1 млрд руб., однако его было достаточно для финансирования капвложений в размере 3,8 млрд руб. Общий долг сократился на 3,5% кв./кв. благодаря погашению долга в течение 2 кв., чистый долг вырос на 2,4% кв./кв. из-за сокращения денежных средств. В результате показатель Чистый долг/LTM EBITDA умеренно вырос с 1,8х до 1,9х, что по-прежнему является комфортным уровнем.

Пакет в Уралкалии вряд ли будет продан в этом году

По нашим оценкам, в текущем году Акрон сможет профинансировать инвестиции (600 млн долл. ежегодно на 2013-2014 гг.) за счет собственных средств. У компании также зарегистрировано 2 выпуска биржевых облигаций общим номиналом 10 млрд руб. При необходимости в среднесрочной перспективе Акрон может реализовать непрофильные инвестиции (пакет в Уралкалии и польской Grupa Azoty). Отметим однако, что в течение отчетного периода доля владения в последней только увеличилась - на 4,6%, на что было потрачено около 4 млрд руб. Кроме того, мы оцениваем вероятность продажи пакета Уралкалия в этом году (как планировал менеджмент ранее) как низкую из-за падения его котировок на четверть в августе на фоне "развода" с Беларуськалием.

Облигации Акрона неликвидны и дороги

Обращающиеся облигации Акрона имеют низкую торговую ликвидность. Выпуск БО-1 котируется с YTM 8,5-8,6% @ октябрь 2015 г. (=ОФЗ + 250 б.п.), что соответствует, скорее, эмитентам категории ВВ. Мы считаем, что бумаги Акрона выглядят дорого. В сегменте корпоративных бумаг категории "В" лучшей альтернативой являются 3-летние облигации Лента-3, которые котируются с YTP 9,0% @ март 2016 г. (=ОФЗ + 270 б.п.), а также Альянс-4,6 (YTP 9,2% @ июнь 2016 г. = ОФЗ + 290 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	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 подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?
Промышленность «обнулила счет»

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

Рубль обновил минимум

Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Долговая политика

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
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.