

## Пульс рынка

- Стенограмма FOMC оказалась важнее слов Б. Бернанке.** Основным событием вчера стала публикация протокола с последнего заседания FOMC, в котором указывается, что состояние экономики (прежде всего, рынка труда) продолжает улучшаться темпами, предполагающими начало сокращения программы QE в ближайшие месяцы. В этой связи важным для рынков будет отчет по рынку труда за октябрь (6 декабря). Лишь 2 из 10 голосующих членов высказались за более длительное сохранение QE в полном объеме (предпочитая действовать по факту (улучшения экономики), а не на опережение). В отношении приостановки работы правительства было лишь отмечено, что из-за этого набор данных, доступных комитету, оказался не совсем полным (беспокойства по бюджетному вопросу в начале следующего года озвучено не было). Рынок UST отреагировал заметным ростом доходностей (10-летние бонды прибавили 6 б.п., уйдя на отметку YTM 2,79%), отражая повышенные ожидания скорого сворачивания QE. Таким образом, большинство инвесторов больше верят фактам (стенограмме), а не словесным интервенциям Дж. Йеллен и Б. Бернанке, которые стараются убедить рынки в том, что QE - надолго. Порция вчерашних макроданных по США оказалась неоднозначной: потребительская инфляция в октябре снизилась с 1,2% г./г. до 0,9% г./г., (при целевом уровне 2,0%), объем розничных продаж вырос (+0,4% м./м. против ожидавшейся стагнации), продажи жилья на вторичном рынке продемонстрировали спад.
- Минфину вновь удалось найти спрос на ОФЗ,** несмотря на повышение доходностей UST. На аукционах ведомство разместило 88% предложения (по верхним границам ориентиров), что является хорошим результатом, принимая во внимание ценовое снижение суверенных евробондов РФ, продолжающееся ослабление рубля, а также отсутствие заметных премий (в частности, по длинному ОФЗ 26212 премия практически отсутствовала). Как и на аукционах в прошлую среду, заметный объем реализованных бумаг пришелся на несколько крупных участников (так, 25% выпуска ОФЗ 26212 продано 2 сделками). По-видимому, поддержку госбумагам продолжают оказывать крупные российские банки (поскольку внешние факторы вчера играли не в пользу покупок ОФЗ). После аукционов на "вторичке" наблюдалась негативная ценовая динамика: 10-летние ОФЗ 26211 и 26215 подешевели на 10-20 б.п. Принимая во внимание продолжившийся рост базовых активов и ослабление рубля (сегодня с утра корзина подорожала до 38,12 руб.), мы ожидаем негативную ценовую динамику ОФЗ.
- Макростатистика октября: тлеющий рост.** Данные Росстата говорят о плавном ухудшении всех ключевых показателей. В октябре продолжилось более глубокое падение инвестиций в основной капитал, замедление роста оборота розничной торговли, причем на фоне ухудшения динамики зарплат и подросшей инфляции. Наши ожидания, что падение инвестиций последует за снижением строительной активности из-за завершения госпроектов, полностью подтвердились. Источником неопределенности остается масштаб роли частных инвестиций в этом ухудшении: мы отмечаем, что динамика инвестиций в машины и оборудование не полностью восстановилась после кризиса и продолжает ослабевать, прослеживается и сокращение спроса на инвестиционный импорт. Также мы опасаемся, что негативные тенденции в промышленности и строительстве приведут к ухудшению на рынке труда: в последние месяцы наблюдается рост безработицы (до 5,5% с 5,3%) и сокращение темпов роста как реальных, так и номинальных зарплат. С учетом этого, понижение нами прогноза по ВВП до 1,5% выглядит все более оправданно и совпадает с ожиданиями ЦБ (Э. Набиуллина назвала новой "нормой" его рост на 1,5-2%).



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

## Темы выпуска

- Ростелеком: реорганизация наращивает долг**

## Ростелеком: реорганизация наращивает долг

Рост долговой нагрузки на фоне неубедительных результатов

Ростелеком (BB+/-/BBB-) опубликовал достаточно слабые финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2013 г. Долговая нагрузка выросла вследствие выкупа акций у миноритариев в ходе обязательной оферты. Весьма вероятно, что долговой профиль продолжит ухудшаться в течение ближайших кварталов, однако, у компании есть потенциал для снижения долга в будущем за счёт возможной продажи казначейских акций.

### Ключевые финансовые показатели Ростелекома

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2013	3 кв. 2012	изм.
Выручка	78 220	76 985	+2%
OIBDA	29 398	29 414	0%
Рентабельность по OIBDA	37,6%	38,2%	-0,6 п.п.
Операционная прибыль	13 257	13 422	-1%
Операционная рентабельность	16,9%	17,4%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	10 544	9 385	12%
Операционный поток	17 743	29 169	-39%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-18 309	-17 499	+5%
Капвложения	-13 935	-21 602	-36%
Финансовый поток	-5 677	-17 674	-68%

  

в млн руб., если не указано иное	30 сентября 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	222 565	197 155	+13%
Краткосрочный долг	66 250	46 411	+43%
Долгосрочный долг	156 315	150 744	+4%
Чистый долг	208 293	181 927	+14%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,87x	1,63x	-

\*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Органические показатели P&L по-прежнему слабы

Темпы роста выручки по-прежнему незначительны: в 3 кв. консолидированная выручка увеличилась всего на 1,6% г./г., при этом снижение в сегменте традиционной фиксированной связи ускорилось по сравнению с предыдущими периодами: -6,4% г./г. против -6% г./г. во 2 кв. и -5,1% г./г. в 1 кв. Мобильный бизнес также показал негативную динамику (-6% г./г.), несмотря на запуск сетей 3G/LTE. Поддержку выручке оказали инновационные технологии, в том числе облачные вычисления, и сегмент транзита трафика.

Рентабельность по OIBDA сократилась на 0,6 п.п. г./г. в связи с низким ростом выручки, которого было недостаточно, чтобы нивелировать инфляционное давление в расходах на персонал (+4% г./г.), расчетах с операторами связи вследствие роста интернет-трафика (+6% г./г.) и материальных затратах (+8% г./г.). При этом рентабельность поддержали прочие доходы, к которым, в первую очередь, относятся компенсации из Фонда Универсальных Услуг (фонд, формирующийся за счёт взносов всех операторов связи и расходующийся на компенсацию социально-значимых услуг, например, обслуживание таксофонов в сельской местности). Чистая прибыль выросла на 12% г./г. в связи с деконсолидацией одной из дочерних компаний и классификацией полученных доходов в финансовых поступлениях.

Долговая нагрузка выросла в ходе процесса реорганизации...

Тенденция оптимизации капзатрат, продемонстрированная во 2 кв., сохранилась: вложения снизились на 36% г./г. Всего, по словам менеджмента, за 2 и 3 кв. удалось сэкономить 12 млрд руб. на капитальных и операционных расходах. При этом операционный денежный поток в 3 кв. также снизился на 39% г./г., во многом из-за роста дебиторской и сокращения кредиторской задолженности. Кроме того, в 3 кв. Ростелеком провел выкуп собственных акций в ходе обязательной оферты миноритариям, которые были не согласны с присоединением Связьинвеста (30,3 млрд руб.), и выплатил дивиденды на 7 млрд руб. В результате чистый долг вырос на 26,4 млрд руб. по сравнению со 2 кв., а показатель чистый долг/LTM OIBDA – с 1,63x до 1,87x.

**...и ожидается дальнейший рост в краткосрочном периоде, но существует значительный резерв для ее снижения в будущем**

Ростелеком подтвердил нейтральный прогноз на весь 2013 г.: с учетом консолидации Связьинвеста ожидается незначительный рост выручки, рентабельность по OIBDA - на уровне 35-36% (36-37% без учёта консолидации Связьинвеста), а отношение капвложений к выручке - в диапазоне 20-21%. С учётом результатов за 9М, это подразумевает примерно нулевой свободный денежный поток в 4 кв. Кроме того, в 4 кв. состоялось 2 сделки с казначейскими акциями: в октябре Ростелеком продал 2,7% собственных акций РФПИ и Дойче Банку за 7,7 млрд руб., а в ноябре выкупил 7,45% акций у крупного миноритария Marshall Capital Partners за 25,2 млрд руб. Таким образом, к концу года можно ожидать роста чистого долга еще примерно на 15-20 млрд руб. Помимо этого, в 2014 г. Ростелекому, скорее всего, предстоит еще один выкуп по обязательной оферте в размере примерно 28 млрд руб. После этого на балансе Ростелекома может оказаться, по нашим оценкам, до 23% обыкновенных акций и почти 60% привилегированных, общей стоимостью в 80 млрд руб. по текущим ценам. В ходе телеконференции гендиректор Ростелекома С. Калугин заявил о планах продажи казначейского пакета либо стратегическим инвесторам, либо на бирже через SPO. Кроме того, г-н Калугин обозначил снижение уровня долга в качестве одного из приоритетов компании. Таким образом, казначейский пакет можно рассматривать в качестве резерва для снижения долговой нагрузки в будущем, однако, в 4 кв. 2013 г. – 1 кв. 2014 г. на это рассчитывать не стоит.

Размещенные в начале марта 3-летние бумаги Ростел-19 не отличаются высокой ликвидностью и котируются с УТР 7,8% (=ОФЗ+145 б.п.). Также с довольно узким спредом к ОФЗ торгуются 5-летние облигации МегаФона (BBB-/Ваа3/-), имеющие УТР 8,0-8,1% (= ОФЗ + 120-130 б.п.). Из рублевых бумаг телекомов мы предпочитаем рублевый евробонд VIP 18 (УТМ 8,8% = ОФЗ + 200 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	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

«Мантры» стимулирования экономики

Промпроизводство РФ в августе: на нуле

Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм

### Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

### Валютный рынок

ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом

Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

### Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»

### Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля

### Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

### Бюджет

Приватизация - не панацея

Досрочное "распечатывание" ФНБ

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Бюджетная арифметика вселяет надежды

### Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

### Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

Новые уточнения к Положению №395-П

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

## 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 Кенякин		(+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.