

Пульс рынка

- **Сокращение дефицита бюджета США может быть болезненным.** Спецкомиссия Конгресса, состоящая из 6 демократов и 6 республиканцев, не смогла подготовить предложение по долгосрочному плану сокращения бюджетного дефицита на 1,5 трлн долл. в течение 10 лет. Согласно договоренностям, достигнутым в августе в рамках повышения потолка суверенного долга, отсутствие решения комиссии означает вступление в силу с 23 декабря положения о заранее определенных сокращениях на сумму 1,2 трлн долл. со следующего финансового года (включая военные расходы Пентагона и расходы по программе Medicare). По-видимому, до президентских выборов (ноябрь 2012 г.) сокращение бюджетного дефицита станет темой для политических дебатов между республиканцами и демократами, при этом каких-либо существенных продвижений в этом вопросе, скорее всего, не произойдет. Как мы уже отмечали, факт автоматического сокращения расходов снизит прогнозы роста американской экономики и создаст давление на рынки рискованных активов. Вчера индексы акций потеряли порядка 2-3%. Агентство Fitch предупредило о возможном изменении прогноза по наивысшему рейтингу США со стабильного на негативный. S&P и Moody's заявили, что не намерены снижать рейтинги страны в связи с неудачным завершением бюджетных переговоров.
- **Европа без признаков улучшения.** Кредитные спреды по бондам стран еврозоны (за исключением Германии) остаются вблизи максимальных значений. Moody's предупредило, что рост стоимости долгов Франции на публичном рынке может привести к понижению ее рейтинга. Плохая конъюнктура на рынках не оставляет банкам почти никакой возможности для увеличения достаточности капитала, кроме как сокращения активов, что повлечет сжатие кредитных рынков и усилит рецессию в периферийных странах еврозоны. Надежды на то, что азиатский регион сможет компенсировать замедление экономик развитых стран, пока не оправдываются. В частности, Всемирный банк ожидает медленного замедления экономики Китая на фоне европейской рецессии.
- **Сегодня Минфин предложит рынку 95 млрд руб.,** предоставляя банкам возможность пролонгации предстоящих к погашению завтра депозитов в полном объеме. Мы полагаем, что большая часть возвращаемых Минфину депозитов будет рефинансирована за счет недельного РЕПО с ЦБ (сейчас 263 млрд руб.), мин. ставка по которому 5,25% (5,26% - на прошлом аукционе), что выгоднее мин. ставки по 14-дневному аукциону Минфина (5,85%). Соответственно мы ожидаем роста спроса на сегодняшнем аукционе 7-дневного РЕПО с ЦБ (лимит по этим операциям сегодня установлен в 450 млрд руб.). Код расчетов недельного РЕПО S1 предполагает зачисление привлекаемых на сегодняшнем аукционе средств завтра, когда будет проходить погашение депозитов, что делает его заменой депозитным аукционам Минфина.
- **Бюджет помог пройти первые налоги без особых проблем.** По нашим оценкам, за последние три дня чистое сокращение ликвидности, связанное с изъятием средств бюджетом и продажами валюты ЦБ составило в сумме около 92 млрд руб. - почти столько же, сколько сам НДС (~100 млрд руб.). Пройти уплату первых налогов без особого ущерба для ликвидности и ставок стало возможным благодаря запасу зачисленных в первой половине месяца чистых бюджетных поступлений (~265 млрд руб., по нашим оценкам).
- **Неинтересная "первичка".** На первичном рынке Татфондбанк (Moody's: B2) открыл книгу заявок по выпуску БО-3 номиналом 2 млрд руб. с ориентиром УТР 12,10-12,63% к годовой оферте. На наш взгляд, лучшей альтернативой предлагаемым бумагам являются БО-3 ТКС Банка (-/B2/B), предлагающие УТР 16,5-17,0% @ август 2012 г. Вышедший на вторичные торги ГазпромКапитал-3 (УТР 7,6%) котируется на уровне 99,8-100,0% от номинала, не предполагая потенциала для ценового роста при текущем спреде к кривой ОФЗ 100-110 б.п.

Темы выпуска

- **Банковский сектор: облигации как источник роста розницы**
 - **МТС: фокус на качество**
-

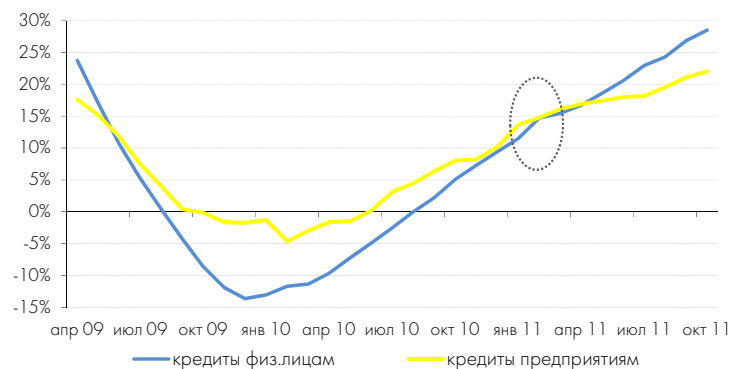
Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рост розничного кредитования опережает темпы кредитования корпоративного сегмента

В последние месяцы отчетливо проявляется тенденция роста активности банков в области кредитования населения, при том, что корпоративный сегмент постепенно сбавляет обороты. Как мы уже упоминали в наших более ранних комментариях, опережающая динамика кредитования приводит к увеличению разрыва между кредитами и депозитами, что создает диспропорции в банковской системе (см. ежедневный обзор от 2 ноября).

Сохранение роста потребительской активности оставляет пространство для дальнейшего увеличения спроса на кредиты со стороны физлиц. Небольшие, но в то же время устойчивые темпы роста реальных заработных плат придают населению дополнительную уверенность в своей платежеспособности. О расширении потенциальной базы заемщиков можно судить и по существенному улучшению на рынке труда: безработица составляет сейчас 6,4% против 7,5% в 2010 г. Розничное кредитование из-за его высокой доходности выгодно и самим банкам, поэтому его скорого и значительного замедления в ответ на происходящее сейчас сужение ресурсной базы мы не ожидаем.

Динамика розничных кредитов и кредитов предприятиям, 2009-2011 г./г.



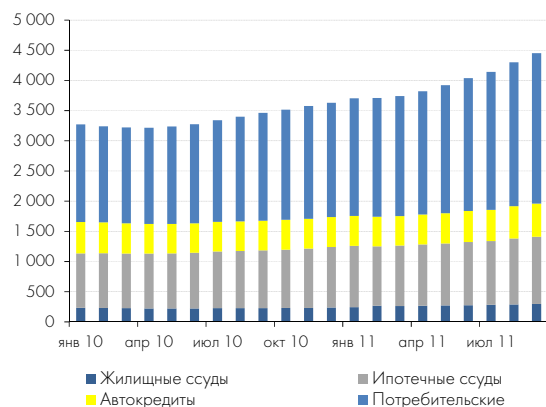
Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Предпосылка расширения розницы - недокредитованность российского рынка

Предпосылки для дальнейшего расширения розницы, прежде всего, связаны с недокредитованностью российского рынка. При этом розничное кредитование характеризуется высокой концентрацией на нескольких банках. Несмотря на усиление в посткризисный период "борьбы за клиента", развитие конкуренции было отмечено в основном среди уже существующих игроков, в то время как какие-либо значимые новые игроки с сопоставимыми масштабами бизнеса на рынке так и не появились.

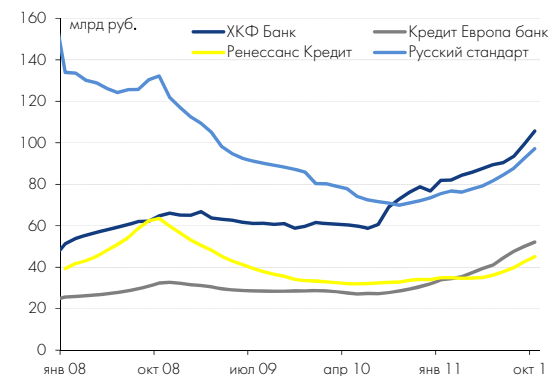
Среди активных участников розничного сегмента, помимо государственных Сбербанка и ВТБ24, а также крупных частных универсальных банков, входящих в ТОП-20 по размеру активов (Альфа-Банк, Райффайзенбанк, ЮниКредит Банк, Ситибанк и пр.), мы выделяем также Русский стандарт, ХКФ Банк и Ренессанс кредит.

Структура и динамика розничного кредитования, 2010-2011 гг.



Источники: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Динамика кредитного портфеля розничных банков, 2008-2011 гг.



Источники: данные банков, оценки Райффайзенбанка

Недостаточная конкуренция и высокие входные барьеры говорят в пользу сохранения высокой маржинальности розницы

Сопоставляя российскую розницу с более развитыми рынками, где конкуренция в целом выше, можно отметить, что локальные игроки обладают сравнительно более высокой степенью свободы в формировании стоимости кредитов, и это независимо от того, что розничное кредитование по уровню доходности изначально опережает корпоративное кредитование. Усилению конкуренции препятствуют высокие входные барьеры: для новых игроков масштабное развертывание филиальной сети и приобретение необходимого опыта работы на этом рынке - процесс длительный, затратный и рискованный. Не в пользу развития конкуренции говорит опыт локальных розничных подразделений Barclays и HSBC, покинувших в этом году российский рынок.

В то же время, ввиду ухудшающейся внешней конъюнктуры для большинства банков сужается доступ на внешние и внутренние долговые рынки, а межбанковское кредитование дорожает, что в ближайшей перспективе может заставить их восполнять недостающие ресурсы за счет вкладов населения, повышая сначала ставки по депозитам, а потом и по кредитам.

Повышение ставок потребкредитования в рамках 200 б.п. может и не привести к снижению кредитования

В сравнении со зрелым рынком корпоративного кредитования, где чувствительность к повышению стоимости кредитов велика, предложение в розничном сегменте менее эластично по процентной ставке. Как следствие, повышение ставок потребкредитования (даже на 200 б.п.) необязательно должно сразу отразиться на интенсивности выдачи новых кредитов. Кроме того, за последний год потребительское кредитование получило сильный импульс (банки активно инвестируют в рекламу, расширяют продуктовую линейку, оптимизируют каналы дистрибуции кредитных продуктов).

Расширение филиальной сети банков, 2010-2011 гг.

	2010	9М 2011	Изменение,%
Сбербанк	19,312	18,971	-2%
Россельхозбанк	1,616	1,599	-1%
Восточный Экспресс	565	1,078	91%
Росбанк	622	672	8%
ВТБ 24	535	592	11%
Уралсиб	460	463	1%
Альфа-Банк	413	455	10%
ХКФ-Банк	291	402	38%
Банк Москвы	390	383	-2%
АК Барс	326	351	8%
Топ-10	24,530	24,966	2%
Топ-100	34,100	35,127	3%

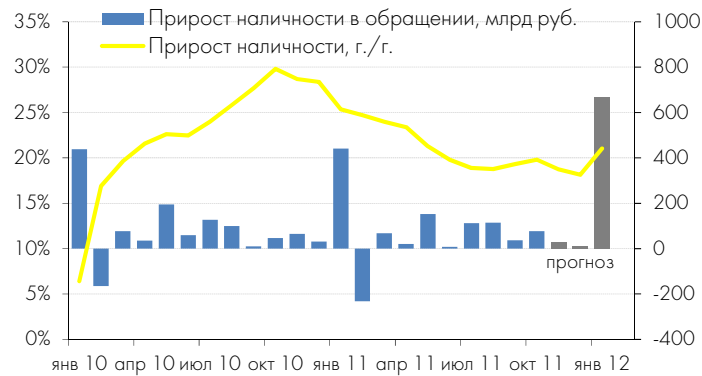
Источники: РБК рейтинг, оценки Райффайзенбанка

Банки скорее ограничат корпоративное, нежели розничное кредитование

Поскольку банковская система и без того испытывает дефицит ликвидности, а депозиты замедляют свой рост (см. наш обзор от 2 ноября), в ближайшие месяцы, по нашему мнению, банки скорее предпочтут ограничить рост корпоративных кредитов, нежели снизить темпы розничного кредитования.

В условиях нарастающей нестабильности внешних рынков, порождающей отток капитала, и вымывания ликвидности на фоне профицита бюджета, банки обращаются за фондированием к ЦБ и Минфину, спрос на которое постоянно растет (текущая задолженность - 1,6 трлн руб.). Кроме того, мы наблюдаем более быстрое, чем предполагалось ранее увеличение наличности в обращении, что служит свидетельством отклонения системы от привычного равновесия и приводит к замедлению циркуляции ликвидности в банковской системе.

Динамика прироста наличности в обращении, 2010-2011 гг.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Однако фондирование долгосрочных активов короткими инструментами влечет за собой серьезные риски (в т.ч. процентный и ликвидности). Поэтому банки все активнее будут использовать публичные долговые инструменты, чтобы обеспечить себе более длинное финансирование и несколько компенсировать разрыв между восходящей динамикой кредитов и нисходящей динамикой депозитов.

Рост розницы за счет повышения активности на первичном рынке облигаций

В ближайшее время мы ожидаем серьезного увеличения активности банков на первичном рынке облигаций, в первую очередь, со стороны игроков, обладающих развитым (и продолжающим развиваться) направлением розничного кредитования, поскольку они имеют определенный запас дополнительной маржи. На наш взгляд, в условиях сокращения ликвидности наибольшим спросом со стороны инвесторов будут продолжать пользоваться те выпуски, которые могут быть приняты в качестве залога по сделкам РЕПО с ЦБ.

МТС: фокус на качество

Вчера МТС (BB/Ba2/BB+), крупнейший по размеру выручки и абонентской базы телекоммуникационный оператор в России, опубликовал финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г., которые произвели на нас положительное впечатление. В рамках политики ориентации на качество, а не на наращивание абонентской базы Компания добилась весьма ощутимых успехов в 3 кв.: ARPU (средняя выручка на абонента) выросла на 7% г./г. до 288 руб. (лучшая динамика среди российских операторов), рентабельность по OIBDA (44%) практически достигла уровня прошлого года (45,2%) и превысила аналогичный показатель предыдущего квартала (41,6%). Долговая нагрузка (Чистый долг/ LTM OIBDA) остается на низком уровне 1,12x.

Ключевые финансовые показатели МТС

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.
Выручка	3 275	2 911	+13%	3 275	3 128	+5%
OIBDA	1 440	1 317	+9%	1 440	1 303	+10%
Рентабельность OIBDA	44,0%	45,2%	-1,2 п.п.	44,0%	41,6%	+2,4 п.п.
Операционная прибыль	853	804	+6%	853	672	+27%
Операционная рентабельность	26,0%	27,6%	-1,6 п.п.	26,0%	21,5%	+4,5 п.п.
Чистая прибыль	463	613	-24%	463	367	+26%
Чистая рентабельность	14,1%	21,1%	-7 п.п.	14,1%	11,7%	+2,4 п.п.
Операционный поток	1 319	1 073	+23%	1 319	761	+73%
Инвестиционный поток	-443	494	-	-443	-423	+5%
Свободный денежный поток	876	1 567	-44%	876	338	+2,6x

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	7 250	7 161	+1%
Краткосрочный долг	1 087	757	+44%
Долгосрочный долг	6 163	6 404	-4%
Чистый долг	5 668	5 899	-4%
Чистый долг/ LTM OIBDA *	1,12x	1,21x	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки обеспечен увеличением объема голосового трафика и услуг по передаче данных

Увеличение выручки на 13% в годовом выражении было обеспечено ростом голосового трафика, услуг по передаче данных, а также увеличением доходов от продажи мобильных устройств и модемов. Рост выручки в 3 кв. относительно предыдущего квартала связан, преимущественно, с сезонными факторами (более активное использование роуминга в период отпусков). Основным рынком для МТС остается Россия, на которую приходится свыше 80% выручки и OIBDA компании.

Фокус на повышение качества абонентской базы способствовал лучшей динамике ARPU. Так, в 3 кв. 2011 увеличение этого показателя составило 6,9% г./г., в то время как во 2 кв. 2011 - 4,4% г./г.

Фокус на качество абонентской базы привел к улучшению рентабельности по OIBDA до 44%

Рентабельность по OIBDA достигла 44% против 41,6% во 2 кв. 2011 г. в связи со снижением объемов продаж sim-карт и, как следствие, дилерских комиссий, а также операционных и маркетинговых расходов. Помимо этого, в результате стимулирования внутрисетевого трафика компания добилась улучшения баланса расходов и доходов от интерконнекта и увеличения потребления услуг передачи данных.

На снижение чистой прибыли в 3 кв. 2011 г. оказало влияние ослабление рубля относительно доллара США (валюты отчетности), что привело к возникновению неденежных убытков от курсовых разниц в размере 191 млн долл.

Строительство сетей 3G было основным в капвложениях 2011 г.

Ключевым направлением капвложений в 2011 г. остается строительство сетей 3G в регионах России. В 3 кв. капзатраты составили 704,3 млн долл. (21,5% от выручки) и были полностью профинансированы из операционного потока. Целевой показатель МТС по объему инвестиций на 2011 г. сохраняется на уровне 22-24% от выручки (за 9М 2011 г. - 1,3 млрд долл.). По нашим оценкам, инвестиции в 4 кв. 2011 г. могут составить 1,5 млрд долл. при прогнозируемом нами операционном потоке ~1 млрд долл. До конца этого года компания планирует выкупить у Системы 29% акций МГТС (денежная составляющая сделки 10,56 млрд руб., задолженность приобретаемой компании перед Системой -10,44 млрд руб.). Дополнительным источником финансирования могут выступить накопленные денежные средства (более 1,5 млрд долл.), а также заемные средства (размер открытых кредитных линий - 2 млрд долл.).

В 2012 г. капзатраты останутся на уровне 22-24% от выручки

По прогнозам компании, капвложения в следующем году останутся также на уровне 22-24% от выручки и будут направлены на апгрейд сети МГТС с использованием технологии GPON. Мы не ожидаем существенного роста долговой нагрузки компании, т.к. инвестиции могут быть профинансированы за счет собственных денежных потоков. Увеличение долговой нагрузки потенциально возможно в случае реализации крупных сделок M&A.

Осуществленные за последнее время приобретения были сравнительно небольшими по объему. В 3 кв. 2011 г. МТС приобрела тульскую ГК "Альтаир" (ШПД доступ, кабельное телевидение) за 680 млн руб. (~22,7 млн долл.), после отчетной даты - ОАО "Телерадиокомпания "ТВТ", крупнейшего регионального провайдера в Татарстане услуг кабельного телевидения, широкополосного доступа в интернет и фиксированной телефонной связи. Сумма сделки составила 163 млн долл. (+чистый долг 17,1 млн долл.). По заявлениям менеджмента, в ближайшее время она заинтересована в приобретении компаний в сегменте фиксированного ШПД и кабельного ТВ в российских регионах.

В 2012 г. компании предстоит погасить до 1,1 млрд долл., риск ликвидности - невысок

Общий долг МТС (7,25 млрд долл.) за 9М 2011 г. изменился незначительно (+1%). Чистый долг (за счет увеличения накопленных средств) с начала года снизился на 4% до 5,7 млрд долл., а его отношение к LTM OIBDA - с 1,2х до 1,1х. Доля краткосрочной задолженности составила 15%, при этом до конца года компании предстоит погасить лишь 60 млн долл. В 2012 г. объем погашений может достичь 1,1 млрд долл. (400 млн долл. - погашение выпуска евробондов в январе 2012 г. и ~500 млн долл. (15 млрд руб.) в случае предъявления рублевых облигаций МТС-5 к оферте в июле 2012 г.).

На рублевом рынке МТС выглядит интересно на уровне выше YTW 10%

На рынке рублевых облигаций бумаги МТС-2,8 котируются на уровне YTW 9,0-10,0%, при этом близкие по дюрации выпуски Вымпелком-инвест-6,7 предлагают YTW 10,1%. Мы считаем, что разница в кредитных качествах эмитентов должна трансформироваться в премию Вымпелкома к МТС на уровне не менее 75 б.п. Облигации МТС на уровне YTW 10% выглядят интересными для покупки, но мы обращаем внимание на тот факт, что большинство бумаг эмитента неликвидны.

На евробондах покупать VIP21 и VIP18 с продажей MTS 20

На рынке еврооблигаций спред VIP 21 - MTS 20 составляет 200-250 б.п., что выглядит избыточно широко и связано с недооценкой качества Вымпелкома, который предлагает премию даже к длинным выпускам Евраз (например, Evraz 18) с более низким кредитным рейтингом. Мы рекомендуем покупать VIP21 и VIP18, при этом для защиты от рыночного риска можно формировать позицию с одновременной продажей MTS 20.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.