

Пульс рынка

- **Рынки продолжают "сползать" вниз.** В пятницу финансовые рынки продолжали отыгрывать заявления Б. Бернанке о скором сворачивании программы QE. Большинство европейских и азиатских индексов акций снизились, американские индексы немного скорректировались вверх после обвала в четверг, но фьючерсы на них сейчас снова в минусе. Доходности 10-летних UST выросли до уровня 2,6%, а котировки нефти Brent вплотную приблизились к отметке в 100 долл./барр. Мы полагаем, что в отсутствие важной макроэкономической статистики по США в понедельник мировые рынки продолжат движение вниз на опасениях сокращения программы QE. Кроме того, в банковской системе Китая, похоже, разгорается кризис ликвидности (в борьбе с теневым банковским сектором Центробанк страны ограничил предоставление средств), что может оказать дополнительное давление на и без того замедляющуюся экономику Поднебесной. На этом фоне сегодня с утра азиатские рынки демонстрируют снижение.
- **Досрочное "распечатывание" ФНБ.** Как стало известно, в инфраструктурные проекты может быть направлено ~450 млрд руб. Причем, со слов В. Путина, всего в них планируется инвестировать до 50% средств ФНБ. Подобный "потолок" фигурировал в СМИ и раньше, но прежде инвестировать в инфраструктуру планировалось иначе. Напомним, что исходя из введенного в 2013 г. бюджетного правила, до 50% дополнительных нефтегазовых доходов могло направляться в инфраструктурные проекты, но только после достижения Резервного фонда 7% ВВП, что при текущем его объеме в 4% ВВП должно было произойти лишь через несколько лет. Очевидно, что вялый рост экономики побудил власти ускорить процесс и разработать альтернативные механизмы инвестиций, в числе которых и новая инициатива по "распечатыванию" ФНБ. Несмотря на то, что ранее А. Белоусов допускал использование средств ФНБ на инфраструктуру в объеме до 400 млрд руб. ежегодно, а Д. Медведев говорил о возможных инвестициях в 2013 г. в размере 440 млрд руб., будут ли озвученные Президентом 450 млрд руб. освоены уже в этом году, и сколько будет подобных инвестиций в ближайшем будущем, пока остается не до конца очевидным. Позитивным мы считаем тот факт, что их инвестирование будет производиться только на возвратной основе и исключительно в проекты с участием частного капитала (РЖД допускает их долю в 30%). На текущий момент для инвестирования ФНБ отобраны 3 проекта: высокоскоростная магистраль Москва-Казань, ЦКАД и модернизация Транссибирской магистрали. Мы полагаем, что основным инструментом инвестирования станут долгосрочные инфраструктурные облигации. В отдаленной перспективе данный механизм создает дополнительную нагрузку на бюджет. Однако в текущих сложных условиях краткосрочно такие меры могут приветствоваться, поскольку поддержат инвестиции.
- **Сложная неделя для денежного рынка.** На этой неделе завершатся крупные налоговые платежи: завтра - последний день уплаты НДС, акцизов (суммарно около 265 млрд руб.) и части экспортной пошлины, в пятницу - налога на прибыль (около 150 млрд руб.). Финансирование этих налогов потребует привлечения дополнительных средств у ЦБ и Минфина. Мы не исключаем более активного использования банками валютных свопов. На этой неделе Казначейство РФ предлагает 145 млрд руб., что при одновременных погашениях 86 млрд руб., предполагает лишь ограниченную поддержку рынку. Из них ведомство размещает 70 млрд руб. на 35 дней под мин. 5,7% и 75 млрд руб. на 91 день под мин. 6%. Учитывая, что средняя короткая ставка на денежном рынке уже близка к 6,3%, данное предложение является привлекательным. Однако, несмотря на задействование альтернативных инструментов, мы ожидаем, что задолженность по РЕПО с ЦБ к концу месяца приблизится к условному "порогу" 2,2 трлн руб., если не пересечет его. На этом фоне короткие ставки денежного рынка, скорее всего, поднимутся до 6,5%.

Темы выпуска

- АФК Система: устойчивость за счет диверсификации

АФК Система: устойчивость за счет диверсификации

Нейтральные результаты

АФК Система (BB/Ва3/BB-) представила финансовую отчетность за 1 кв. 2013 г. по US GAAP, которая произвела на нас нейтральное впечатление.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	8 346	9 450	-12%	7 913	+6%
OIBDA	2 007	2 073	-3%	2 023	-1%
Рентабельность по OIBDA	24,0%	21,9%	+2,1 п.п.	25,6%	-1,6 п.п.
Чистая прибыль	372	358	+4%	381	-2%
Операционный поток	1 180	1 312	-10%	1 250	-6%
Отток средств по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-590	-43	+13,7x	-2 883	-4,9x
Капвложения	-681	-1 428	-2,1x	-749	-9%
Отток средств по финансовой деятельности	-257	-1 432	-5,6x	-124	+2,1x
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	15 659	15 664	0%		
Краткосрочный долг	2 492	3 202	-22%		
Долгосрочный долг	13 167	12 462	+6%		
Долг/OIBDA LTM*	1,8x	1,8x	-		

*OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки базовых активов...

Снижение выручки базовых активов кв./кв. было обусловлено результатами Башнефти (-8% до 4,1 млрд долл.) вследствие сокращения объемов продаж нефтепродуктов из-за падения спроса. Снижение выручки МТС (-4% до 3,05 млрд долл.) произошло из-за сезонных факторов.

...при росте OIBDA

Рентабельность сегмента по OIBDA увеличилась с 26% в 4 кв. до 28,2% за счет изменения структуры продаж МТС (сокращения более низкомаржинальных оптовых продаж и роста продаж смартфонов) и более слабого результата Башнефти в предыдущем квартале из-за негативного влияния разовых факторов (создание резервов). При этом показатель OIBDA МТС остался на уровне предыдущего квартала (1,3 млрд долл.), а у Башнефти он вырос на 6% до 690 млн долл.

Долговая нагрузка за квартал не изменилась

Долговая нагрузка сегмента не изменилась за квартал и составила в абсолютном выражении 11,2 млрд долл. (снижение долга МТС на 476 млн долл. при увеличении на 433 млн долл. у Башнефти - были выпущены рублевые облигации, часть средств направлена на рефинансирование, а часть - осталась на счетах компании), при этом отношение Долг/LTM OIBDA осталось на уровне 1,3x.

Снижение выручки в развивающемся сегменте в основном из-за сезонности...

В сегменте развивающихся активов давление на выручку (-35% кв./кв. до 1,2 млрд долл.) в большей степени оказало неравномерное распределение выручки РТИ по году в связи с особенностями контрактной системы продаж (-53% кв./кв. до 506 млн долл., тогда как г./г. она выросла на 6%). Также в связи с фактором сезонности выручка Детского мира сократилась на 29% до 222 млн долл. Рост продемонстрировала только Башкирская электросетевая компания (+23% кв./кв. до 113 млн долл.) за счет повышения тарифов на э/энергию с 1 января 2013 г.

...и заметное снижение убыточности на уровне OIBDA

В 1 кв. произошло заметное снижение убыточности сегмента на уровне OIBDA с -57 млн долл. до -0,4 млн долл. благодаря сокращению убытка индийского оператора SSTL (со 114 млн долл. до 39 млн долл.) в результате реализации стратегии выхода на безубыточность к 2015 г. (оптимизация и контроль над маркетинговыми и прочими затратами), получения операционной прибыли РТИ в объеме 3 млн долл. против убытка в 50 млн долл. кварталом ранее и роста OIBDA (+43 млн долл.) Башкирской электросетевой компании. При этом давление на OIBDA сегмента оказали МТС-Банк (-11 млн долл. в результате увеличения резервов по кредитному портфелю) и Детский мир (-15 млн долл. из-за сезонного снижения показателей).

**Операционный поток
покрыл капзатраты**

Консолидированный чистый операционный денежный поток, составивший 1,2 млрд долл. (произошло его сокращение на 10% кв./кв. в связи с ростом инвестиций в оборотный капитал), полностью покрыл капитальные затраты в объеме 681 млн долл. (-2,1x кв./кв., -9% г./г.). Заметное сокращение инвестиций произошло, главным образом, у МТС (-686 млн долл. до 402 млн долл.) вследствие завершения инвестпрограммы по развитию 3G сетей, капвложения Башнефти составили 192 млн долл., развивающихся активов - 87 млн долл. Отметим, что, согласно планам МТС и Башнефти, капвложения компаний в 2013 г. останутся на уровне 2012 г. При этом возможно их небольшое увеличение (+10%, по нашим оценкам) в связи с инвестициями в добычу на месторождениях им. Трещина и им. Титова (добычу планируется начать уже в этом году).

Размер денежных средств и их эквивалентов вырос за 1 кв. на 272 млн долл. (из которых 140 млн долл. обусловил небанковский сегмент) до 2,9 млрд долл., при этом объем краткосрочных инвестиций увеличился на 390 млн долл. до 1,6 млрд долл. АФК Система имеет комфортный график погашения долга (краткосрочный долг составляет лишь 16%), в 2013 г. предстоит погасить 2,1 млрд долл.

**Озвучена продажа
49% Русснефти**

Затраты по сделкам M&A до конца года оцениваются компанией в 500 млн долл. В рамках раскрытия финансовых показателей компания озвучила сделку по продаже 49% доли в РуссНефти за 1,2 млрд долл. Полученные средства, по информации самой компании, будут направлены на новые инвестиционные проекты, а также выплату специальных дивидендов, и не будут использованы для выкупа по опциону части добывающих активов Русснефти (решение по этому вопросу будет приниматься непосредственно Башнефтью). По информации СМИ, для их покупки может понадобиться также порядка 1,2 млрд долл. Мы полагаем, что Башнефть может воспользоваться опционом в связи с ограниченностью собственной добычи для обеспечения загрузки своих НПЗ (закупка ресурсов у третьих сторон существенно сокращает рентабельность переработки). По нашим оценкам, за 1,2 млрд долл. компания может приобрести актив с уровнем добычи около 1,5-2 млн тонн, что составляет 13% от собственной добычи Башнефти. На телеконференции по результатам АФК Системы за 1 кв. 2013 г. менеджмент сообщил, что опцион позволяет приобрести часть активов дочерней компании Русснефти - ОАО «Белкамнефть» (годовая добыча - более 4 млн тонн).

С начала все еще продолжающейся коррекции бонды Sistema 19 выглядели несколько лучше рынка (хотя и подешевели на 6 п.п. до 104% от номинала), что привело к сужению спреда Sistema 19 - MTS 20 до 80 б.п. Обращающиеся рублевые облигации АФК Система предлагают не столь щедрую, как на рынке евробондов, премию (30-40 б.п.) к кривой МТС. Спред облигаций АФК Система к кривой ОФЗ (200 б.п.), что является слишком узким кредитным спредом для бумаг категории ВВ. Мы не видим потенциала для ценового роста бумаг эмитента.

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

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

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

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Банковский сектор

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

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.