

Пульс рынка

- **Ожидания позитивных данных удерживают рынки на локальных максимумах.** Позитивные тенденции, которые в последние месяцы наблюдаются в американских макроданных (особенно, по рынку труда), усиливают ожидания рынком изменения направления денежно-кредитной политики США. Однако, учитывая по-прежнему слабое состояние рынка недвижимости США, а также углубление рецессии в еврозоне, мы ждем сохранения мягкой монетарной политики. Негативно повлиял на настроения рынка торговый дефицит в Китае в феврале из-за провала в экспорте, что помимо технических факторов связано с рецессией в еврозоне. Замедление экономики Поднебесной на фоне низких инфляционных рисков может стать поводом для смягчения политики ЦБ Китая (снижение требований к банковским резервам). Цены рискованных активов находятся на своих локальных максимумах: Russia 30 котируется на уровне 120% от номинала (1,5-годовой максимум), а нефть Brent достигла максимума с 2008 г. Есть повод задуматься, не является ли рынок слишком оптимистичным в своих оценках перспектив глобальной экономики.
- **ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными.** Как мы и предполагали во вчерашнем обзоре, основной мотивацией сохранения ставок стали по-прежнему высокие темпы роста кредитования, тогда как макроиндикаторы пока не дают четких негативных сигналов, а инфляция снижается. Ужесточения риторики не прослеживается, но регулятор отмечает риски более низкой, в сравнении с потреблением, производственной активности. Мы по-прежнему полагаем, что в дальнейшем фокус ЦБ сместится к рискам замедления кредитования и внутреннего спроса, в случае реализации которых логично ожидать сужения процентного коридора путем сокращения ключевых кредитных ставок ЦБ как мин. на 25 б.п. Однако сохранение в сегодняшнем пресс-релизе реплики о неизменных параметрах политики ЦБ "на ближайшие месяцы" снижает вероятность смягчения монетарной политики на следующих заседаниях по ставкам, но не отменяет возможности сокращения ставок во 2 кв. 2012 г.
- **Спрос на ликвидность растет по мере ослабления притока из бюджета и приближения налогов.** Запас средств на корсчетах и депозитах в ЦБ вчера восстановился почти до 840 млрд руб., однако лишь благодаря внушительному приросту о/п РЕПО с ЦБ (вчера 83,5 млрд руб. против 10,2 млрд руб. днем ранее), лимиты по которому были своевременно расширены регулятором до 90 млрд руб. По нашим оценкам, с конца прошлой недели приток бюджетных средств приостановился, а подросшие интервенции ЦБ не покрывают всех выплат, приходящихся на ближайшие дни. Основным источником изъятия ликвидности послужат первые в этом месяце налоги - страховые выплаты во внебюджетные фонды (около 250 млрд руб.) до четверга (15 марта). В этих условиях поддержание ЦБ высоких лимитов по операциям РЕПО может только приветствоваться. Мы ожидаем, что в ближайшее время операции РЕПО будут пользоваться повышенным спросом, если встречный приток средств из бюджета не возобновится. Наравне с о/п РЕПО (лимит 130 млрд руб.) сегодня могут быть востребованы и недельные средства (до 220 млрд руб.), которые по стоимости (мин. 5,25%) и лимиту более выгодны в сравнении с депозитами Минфина.
- **ВТБ (BBB/Ваа1/BBB) вновь выходит на "первичку".** После небольшого перерыва (последний выпуск БО-7 номиналом 10 млрд руб. был размещен в конце января) эмитент вновь вышел на первичный рынок, предложив 2-летние БО-3,4 объемом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,24% – 8,62%. Учитывая, что выпуск БО-7 котируется с YTP 7,9% к годовой оферте, а также премию за дюрацию в размере 50-60 б.п., мы оцениваем справедливое положение новых бумаг на уровне YTP 8,4 - 8,5%. Мы рекомендуем участвовать в размещении посередине ориентировочного диапазона.

Темы выпуска

- МТС концентрация на прибыльности снизила продажи
 - Абсолют Банк: автономный кредитный профиль заметно улучшился
 - Новатэк представил прогноз на 2012 г.
-

МТС концентрация на прибыльности снизила продажи

Нейтральные результаты

МТС (BB/Ba2/BB+) опубликовал финансовые результаты за 4 кв. и 2011 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Нацеленность компании на максимизацию прибыльности уже вылилась в повышение средней выручки на абонента (ARPU) в 4 кв. на 8,8% г./г. (до 284 руб.), за год прирост этого показателя составил 7,8% г./г. Рентабельность по OIBDA в 4 кв. оказалась на уровне 42,8%, что на 4,1 п.п. выше аналогичного периода прошлого года. В последнем квартале произошло небольшое увеличение долговой нагрузки с 1,1х до 1,3х в терминах отношения Чистый долг/ OIBDA.

Ключевые финансовые показатели МТС

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	4 кв. 2010	изм.	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.
Выручка	2 982	2 995	0%	2 982	3 275	-9%
OIBDA	1 276	1 159	+10%	1 276	1 440	-11%
Рентабельность OIBDA	42,8%	38,7	+4,1 п.п.	42,8%	44,0%	-1,2 п.п.
Операционная прибыль	720	493	+46%	720	853	-16%
Операционная рентабельность	24,1%	16,5%	+7,6 п.п.	24,1%	26,0%	-1,9 п.п.
Чистая прибыль	393	156	+2,5х	393	362	+9%
Чистая рентабельность	13,2%	5,2%	+8 п.п.	13,2%	11,1%	+2,1 п.п.
Операционный поток	861	861	0%	861	1 319	-35%
Инвестиционный поток	-1 269	-1 827	-30%	-1 269	-443	+2,9х
Финансовый поток	807	-263	-	807	-487	-

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8 715	7 250	+20%
Краткосрочный долг	1 156	1 087	+6%
Долгосрочный долг	7 559	6 163	+23%
Чистый долг	6 778	5 668	+20%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,32х	1,12х	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Нацеленность на прибыльность оказывает давление на выручку

Увеличение выручки в 2011 г. на 9% г./г. до 12,3 млрд долл. произошло за счет всех сегментов бизнеса, при этом наибольший темп прироста продемонстрировали продажи мобильных устройств (+25% г./г. до 890 млн долл.). Продажи услуг сотовой связи в 2011 г., на долю которых пришлось ~78% от всей выручки, выросли на 7,8% г./г.

Снижение выручки в 4 кв. на 8,9% кв./кв. (до 3 млрд долл.) в целом по группе и на 2,5% кв./кв. по российскому сегменту (до 79,8 млрд руб.), на наш взгляд, обусловлено преимущественно фактором сезонности (в 3 кв. в период отпусков активно используется роуминг), а также снижением продаж мобильных устройств и модемов через розничную сеть в рамках политики по сокращению объемов низкомаржинального бизнеса и повышению эффективности продаж.

В 2012 г. МТС ожидает замедления темпов прироста выручки до ~5-7%. Поддержку продажам должны оказать развивающиеся услуги по передаче данных и предоставлению контента, выручка от которых у МТС в российском сегменте в прошлом году выросла на 46% и 35%, соответственно.

Рентабельность по OIBDA в 4 кв. снизилась лишь на 1,2 п.п. кв./кв., что заметно ниже традиционного для этого квартала сезонного провала в прибыльности, который в 4 кв. 2010 г. составил 6,6 п.п. (до 38,7%). В целом в 2011 г. рентабельность по OIBDA в 2011 г. снизилась на 1,3 п.п. до 41,8%. МТС планирует сохранить маржу на уровне 40-42% в 2012 г.

После выплаты дивидендов и M&A операционного потока не хватило для CAPEX...

Сокращение операционного денежного потока в 4 кв. на 35% кв./кв. (до 860 млн долл.) опередило снижение показателя OIBDA (-11,4%) из-за традиционных для конца года инвестиций в оборотный капитал (увеличение объемов торговых взаиморасчетов). В целом в 2011 г. в оборотный капитал было инвестировано порядка 292 млн долл., а чистый операционный денежный поток увеличился на 6,4% г./г. до 3,8 млрд долл.

... что привело к росту долговой нагрузки

В 2011 г. средств от операционной деятельности оказалось недостаточно для финансирования капитальных инвестиций, которые составили 2,2 млрд долл. (или 18% от выручки), сделок M&A, на что было направлено порядка 1 млрд долл. (в частности, в 4 кв. была приобретена компания ОАО "Телерадиокомпания "ТВТ" за 163 млн долл. и завершена покупка 100% акций ЗАО "Система-инвенчур" за 10,6 млрд руб.), а также выплаты дивидендов (1,2 млрд долл. или 79% от чистой прибыли). Увеличение чистого долга в абсолютном выражении на 880 млн долл. г./г. до 6,8 млрд долл., по-видимому, потребовалось для финансирования большого объема капитальных затрат, которые в 4 кв. составили 1,1 млрд долл.

CAPEX 2012 г. не приведет к повышению долга

Подушка ликвидности...

Капитальные расходы в 2012 г., запланированные в объеме 20-22% от выручки 2012 г. (или ~2,8 млрд долл.), в том числе на развитие технологии 3G, скорее всего, будут профинансированы из операционного потока. Увеличение долговой нагрузки потенциально возможно в случае реализации крупных сделок M&A.

Рост денежных средств (на 0,9 млрд долл. до 1,9 млрд долл.) был обусловлен выборкой кредитных линий Сбербанка для сохранения низких процентных ставок. Избыточная денежная ликвидность будет направлена на оптимизацию структуры долга в 1П 2012 г.

...нивелирует краткосрочные риски рефинансирования

На отчетную дату размер краткосрочного долга составлял 1,16 млрд долл. (~13% от всего долга), при этом после отчетной даты был погашен выпуск евробондов MTS 12 номиналом 400 млн долл., а также кредит Газпромбанка на сумму 15,2 млрд руб. Компания не планирует выход на рынок евробондов в этом году и на рынок рублевых облигаций в краткосрочной перспективе. Тем не менее, мы не исключаем предложения от эмитента в 2012 г. рублевых облигаций, которые зарегистрированы на сумму 30 млрд руб., для целей рефинансирования долга.

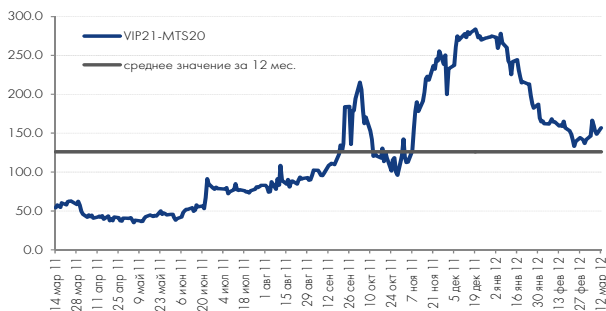
На рублевом рынке идеи лучше искать на "первичке"

Обращающиеся рублевые выпуски МТС торгуются со спредом к кривой ОФЗ на уровне 140-150 б.п., минимальным среди бумаг остальных "телекомов" (ВымпелКом, Теле2), что, по нашему мнению, является справедливым отражением кредитного риска. Поэтому мы рекомендуем формировать позицию на первичном рынке: сейчас проводится маркетинг 3-летнего выпуска ВымпелКом-4 с ориентиром YTP 9,46-9,99%.

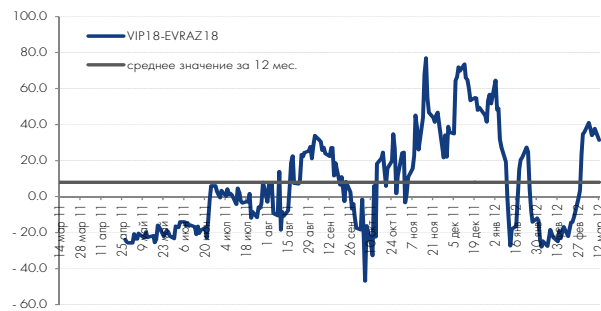
Бонды MTS выглядят дорого в сравнении с VIP

В нашем комментарии от 22 ноября 2011 г. мы рекомендовали покупать VIP 21 и продавать MTS 20, отмечая избыточно широкий спред между бумагами (на тот момент превышавшем 200 б.п.). Наша рекомендация реализовалась: спред VIP 21 - MTS 20 сузился до 160 б.п., при этом чистая переоценка позиции составила + 4 п.п. Мы по-прежнему считаем бумаги VIP 21 более интересной альтернативой MTS 20. VIP 18 (рейтинг выпуска BB-/Ba3/-) также выглядит недооцененным в сравнении с Евразом (рейтинг выпуска B+/B1/BB-).

Спред VIP 21 - MTS 20



Спред VIP 18 - Evraz 18



Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Абсолют Банк: автономный кредитный профиль заметно улучшился

Абсолют Банк (-/Ba3/BB+), входящий в ТОП-40 российских банков, опубликовал отчетность по МСФО за 2011 г., которая произвела на нас умеренно позитивное впечатление.

Ключевые финансовые показатели Абсолют Банка

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изменение
Кредиты клиентам до резервов	76 070	81 704	-7%
Резервы под обесценение	7 204	11 048	-35%
Активы	112 837	109 446	+3%
NPL/Кредитный портфель	16,8%	31,6%	-14,8 п.п.
Собственный капитал	16 559	13 031	+27%
Выпущенные долговые бумаги	2 551	1 621	+57%
Депозиты	25 151	20 037	+25%
Достаточность капитала (Базель)	24,8%	20,6%	+4,2 п.п.
В млн руб., если не указано иное	2011	2010	изменение
Чистый процентный доход до резервов	4 910	4 778	+3%
Чистый комиссионный доход	774	617	+25%
Операционные доходы	7 505	4 797	+56%
Расходы/доходы	66%	103%	-37 п.п.
Чистая прибыль	2 497	-194	-
Чистая процентная маржа	5,3%	4,8%	+0,5 п.п.

Источник: отчетность Абсолют Банка, оценки Райффайзенбанка

В кредитном портфеле намечалась стабилизация... Во 2П 2011 г. кредитный портфель Абсолют Банка стабилизировался (-0,8% к началу июля 2011 г.), составив 76 млрд руб. на конец года. В целом за 2011 г. снижение составило 7% г./г. Отметим, что негативная динамика кредитного портфеля является следствием пересмотра кредитной политики банка: после кризиса был определен ряд корпоративных клиентов, которым в дальнейшем Абсолют Банк не намерен предоставлять финансирование из-за высоких отраслевых рисков либо плохого кредитного качества самого клиента. Так, за год почти в два раза сократился размер сегмента недвижимости в портфеле с 11,4 млрд руб. до 5,3 млрд руб.

... и улучшилось качество По информации группы KBC, доля NPL и реструктурированных кредитов в России на конец 2011 г. составила 14,4%, в то время как на конец 2010 г. этот показатель достигал 23,1%, а на конец 1П 2011 г. - 17,4%. Улучшение связано с погашениями большей части кредитов, ранее классифицированных как проблемные.

Портфель ценных бумаг вырос за счет ОФЗ Портфель ценных бумаг, увеличился на 24% г./г. до 7,1 млрд руб. в основном за счет ОФЗ. Мы отмечаем высокое кредитное качество портфеля ценных бумаг: около 86,5% всего портфеля представлено выпусками эмитентов с рейтингом инвестиционного уровня.

Задолженность от KBC Group несколько сократилась В структуре обязательств существенных изменений не произошло. Основным источником ликвидности по-прежнему остаются средства материнской структуры (KBC Group), предоставленные в форме межбанковских кредитов (39 млрд руб.) и субординированных кредитов (6,7 млрд руб.), доля которых в обязательствах сократилась с 54,2% до 47,6% (за счет погашения МБК). Снижение задолженности перед KBC Group было компенсировано выпуском долговых ценных бумаг (в августе размещен 3-летний выпуск Абсолют-5 номиналом 1,8 млрд руб.), а также приростом клиентских средств на срочных депозитах юрлиц более чем в 3 раза (государственных организаций, компаний сферы услуг, торговли, финансов и промышленности). В результате доля клиентских средств в обязательствах увеличилась с 39,3% до 42,4%.

- Восстановление РВПС внесло заметный вклад в прибыль...** Основной вклад в прибыль, которая составила 2,5 млрд руб. (против убытка 194 млн руб. годом ранее), внесло восстановление резерва на возможные потери по ссудам (РВПС) в объеме 1,7 млрд руб., в то время как уровень операционных расходов практически не претерпел изменений. В качестве позитивных изменений мы отмечаем рост чистой процентной маржи с 4,8% до 5,3% (по нашим оценкам), которая, по мнению банка, стабилизируется на достигнутом уровне.
- ... и повысило TCAR** Благодаря заработанной прибыли, а также вливанию в капитал средств КВС (в марте 2011 г. в размере 1 млрд руб.) собственный капитал увеличился на 27%, что привело к повышению общей достаточности капитала (TCAR) на 4 п.п. до 24,8%. Мы отмечаем высокую достаточность капитала Абсолют Банка в сравнении с банками из TOP-50, не специализирующихся на потребительском кредитовании.
- Банк улучшил свою ликвидную позицию, которая на горизонте 12 месяцев увеличилась на 8,8 млрд руб. до 17,8 млрд руб., при этом прирост денежных средств составил 3,8 млрд руб. до 18,7 млрд руб.
- Капитализация Группы КВС на высоком уровне** Группа КВС (A-/A2/BBB+) в конце 2011 г. выплатила часть средств правительству Бельгии на 500 млн евро (остаток 6,5 млрд евро). Мы отмечаем, что общая достаточность капитала группы на конец 2011 г. составляла 12,3%, Core Tier 1 - 10,6%. Таким образом, КВС удовлетворяет новым требованиям ЕВА и не нуждается в докапитализации. В отношении возможной продажи Абсолют Банка каких-либо новых заявлений со стороны руководства КВС сделано не было. Мы полагаем, что в настоящее время острой необходимости в продаже нет.
- Облигации эмитента стоят дорого** Обращающийся выпуск Абсолют,5 имеет низкую ликвидность и котируется на уровне YTP 10,3% @ август 2014 г. Лучшей альтернативой бумагам эмитента мы считаем недавно размещенные БО-2 ОТП банка, которые предлагают YTP 10,76% к 2-летней оферте.
- Вчера в маркетинг вышел выпуск Абсолют, БО-2 (3 млрд руб.) с ориентиром YTP 9,46-9,73% к годовой оферте, что предполагает премию 50-75 б.п. к коротким бумагам банков с близкими кредитными рейтингами: Глобэкс БО-2 (YTM 9,3% @ июль 2013 г.), НОМОС-12 (YTP 8,54% @ август 2013 г.), ОТП Банк БО-3 (YTP 8,9% @ ноябрь 2012 г.). Мы оцениваем справедливое положение новых бумаг эмитента ниже YTP 9,3% и рекомендуем участвовать в размещении по нижней границе ориентира.

Новатэк представил прогноз на 2012 г.

Вчера менеджмент Новатэка (BBB-/Baa3/BBB-) провел телеконференцию по результатам 2011 г., в ходе которой были раскрыты некоторые прогнозные данные на 2012 г. Мы отмечаем следующие наиболее важные моменты:

- ▶ По прогнозам компании, объемы добычи природного газа в 2012 г. увеличатся только на 6-7% г./г. из-за эффекта высокой базы 2011 г. - до 57-58 млрд куб. м. В рамках завершения до конца этого года 4-го этапа II стадии разработки Юрхаровского месторождения добыча на нем должна возрасти на 4 млрд куб. м до 37 млрд куб. м. Операционные данные за январь-февраль 2012 г. согласуются с данным прогнозом - 9,7 млрд куб. м, или 161 млн куб. м в день (+9% к среднесуточным объемам 2011 г.).
- ▶ В связи с приобретением в 4 кв. 2011 г. трейдеров ООО "Газпром межрегионгаз Челябинск" и ООО "Ямалгазресурс-Челябинск" в новом для компании регионе Новатэк планирует наращивать внешние закупки газа (в частности, в планах покупки у Трансгаза, Сибура), что обусловлено высокими расходами на транспортировку собственного газа в данный регион. Учитывая снижение общей маржи EBITDA в 4 кв. относительно 3 кв. в результате внешних закупок углеводородов, компанией принято решение, что в отчетности 2012 г. будут отдельно раскрываться данные по продажам приобретенного и собственного газа.

- Поскольку существенную часть операционных расходов Новатэка составляют налоги и пошлины, менеджментом была представлена собственная оценка динамики этих расходов. В частности, по расчетам компании, ставка НДС на газ, в отличие от Газпрома, повысится незначительно - на 5,2-6% в течение ближайших 3 лет.
- В 2012 г. капвложения Новатэка (без учета Ямал СПГ, Сибнефтегаза, СеверЭнергии и прочих неконсолидируемых в отчетности проектов, учитываемых по методу участия в капитале) планируются на уровне 50 млрд руб. (+61% к 2011 г.), что соответствует ранее озвученному бюджету капзатрат на уровне 580 млрд руб. на 10 лет. Более трети (33%) средств в 2012 г. будут направлены на дальнейшее освоение Юрхаровского месторождения, 30% - на строительство терминала в Усть-Луге, остальное - на расширение мощностей Пуровского ЗПК (11%) и Ханчейское месторождение. Дополнительно 2-3 млрд руб. будет направлено на продолжение разведочных работ, что соответствует затратам 2011 г.
- Совокупные инвестиции в Ямал-СПГ были подтверждены на уровне 18-20 млрд долл. Потенциальные инвесторы, которые помимо Новатэка и TOTAL, будут участвовать в Ямал СПГ, на данный момент не определены. Было озвучено, что конкретных сроков вхождения так называемых "коммерческих" инвесторов в проект нет, и они могут "подключаться" на различных стадиях проекта.
- Компания не планирует выходить на рынок еврооблигаций в 2012 г., поскольку имеет достаточно накопленных денежных средств, которые могут быть использованы, среди прочего, для финансирования программы капвложений.

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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.