

## Пульс рынка

- **ФРС вновь запускает печатный станок...** Итоги заседания FOMC не разочаровали рынки: был дан старт программе QE3, которая предполагает выкуп ипотечных бумаг (MBS) в объеме 40 млрд долл. в месяц до тех пор, пока не произойдут существенные улучшения в экономике США (индикатором чего, в частности, может служить снижение уровня безработицы с текущих 8,1% до 7%). Кроме того, ФРС продлевает политику низких процентных ставок до середины 2015 г. Таким образом, в отличие от предыдущих раундов QE в этот раз выкуп UST производиться не будет, а сама программа является более растянутой во времени (хотя общий объем вливаний денежной массы в систему и составит 960 - 1 440 млрд долл., что близко по масштабу к QE1). Аппетит к риску заметно повысился: индексы акций подскочили на 2,5%, евро вплотную приблизился к 1,3 долл. Также заметно подорожала нефть (Brent прибавила 2 долл. до 116 долл./барр.). Как следствие, по крайней мере, в краткосрочной перспективе сохранится позитивная динамика цен рискованных активов. Напомним, что fiscal cliff и проблемы еврозоны (нежелание периферии терять суверенитет) остаются основными рисками, которые в среднесрочной перспективе (через 1-2 месяца) могут вновь вызвать волну бегства в качество.
- **... открывая дорогу новым ценовым рекордам.** Запуск QE3 (пусть и в урезанной форме) вместе с ратификацией ESM в Германии создают основания для дальнейшего ралли, прежде всего, на рынках развивающихся стран, которые все еще выглядят недооцененными в условиях высоких цен на нефть. Принимая во внимание, что РФ традиционно имеет высокую beta в сегменте GEM, в текущих условиях можно ожидать новых ценовых рекордов в суверенных бондах (Russia 42, Russia 30). Кроме того, премия РФ (BBB/Baa1/BBB) к Бразилии (BBB/Baa2/BBB) в размере 75 б.п. (например, Russia 42-Brazil 41) все еще сохраняется, что создает потенциал для опережающего ценового роста бондов РФ.
- **Бонды ЕАБР разошлись как "горячие пирожки".** Объем заявок на покупку EDB 22 в объеме 500 млн долл. превысил 6 млрд долл., что позволило установить ставку купона на уровне 4,767% годовых (=MS + 295 б.п.), что на 35 б.п. ниже первоначального ориентира. В итоге премия EDB 22 к SBER 22 и VEB 22 составила 20 и 37 б.п., соответственно. Учитывая, что ЕАБР (BBB/A3/BBB) редко выходит на первичный рынок, мы не исключаем, что премия EDB 22 к кривой Сбербанка (-/A3/BBB) будет отыграна.
- **ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п. ...**, включая ставку рефинансирования, ставки РЕПО, по кредитам под нерыночные активы, ломбардным кредитам и т.д. ЦБ продемонстрировал более быструю реакцию на усиление инфляционных рисков, чем мы предполагали. Как мы и ожидали, основной мотивацией столь скорого решения стало превышение на 10 сентября годовой инфляции (6,3%) целевых ориентиров ЦБ в 5-6%. Таким образом, решительность ЦБ в отношении незамедлительного ужесточения монетарной политики, скорее всего, носит упреждающий характер. Мы опасаемся, что повышение всех ставок сейчас в большей степени скажется на денежном рынке (где сохраняется дефицит ликвидности), чем на инфляции. Антиинфляционные меры ЦБ имеют лишь ограниченный эффект и традиционно проявляются в полной мере лишь с определенным лагом. Мы ожидаем, что ЦБ в ближайшее время продолжит ужесточать монетарную политику, однако, не исключаем, что в октябре 2012 г. регулятор может взять паузу, ожидая новых данных для получения более полной картины по инфляции.
- **... вызвав временное смятение на рынке рублевых облигаций.** Повышение ключевых ставок ЦБ РФ оказалось неожиданным для рынка облигаций: в моменте 15-летние ОФЗ 26207 опустились в цене на 50 б.п. до 101% от номинала. Тем не менее, позитивная реакция на внешние события (QE3) полностью нивелировала действия ЦБ РФ: сегодня торги открылись заметным ростом цен, в частности, ОФЗ 26207 поднялись на отметку 101,8% от номинала, что соответствует YTM 8,1%. Цены корпоративных облигаций, которые традиционно чувствительны к ставкам денежного рынка, не претерпели изменений. Сегодня мы ожидаем продолжения ценового роста ОФЗ вслед за укреплением курса рубля (торги открылись снижением корзины ниже 35 руб.).

## Темы выпуска

- **АФК Система: неплохие результаты без учета разовых статей**
- **Совкомфлот: фрахтовый рынок подвел**

## АФК Система: неплохие результаты без учета разовых статей

### Не считая разового убытка, нейтральные результаты

АФК Система (ВВ/ВаЗ/ВВ-) объявила финансовые результаты за 2 кв. 2012 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление (если не считать разового убытка). В сегменте базовых активов в 2 кв. произошло падение рентабельности по OIBDA с 30,1% в 1 кв. до 14,3% из-за признания убытка от обесценения активов МТС и создания резервов в связи с деятельностью оператора в Узбекистане. Долговая нагрузка сегмента заметно сократилась кв./кв. в абсолютном выражении на 1,25 млрд долл. (главным образом, за счет Башнефти) до 11,2 млрд долл., а отношение Долг/LTM EBITDA составило 1,49x. Развивающиеся активы остались убыточными на уровне OIBDA (-65 млн долл.). Долг сегмента в абсолютном выражении снизился на 186 млн долл. (в том числе за счет деконсолидации INTRACOM TELECOM) до 2,8 млрд долл.

### Ключевые финансовые показатели АФК Система

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.
Выручка	8 095	7 920	+2%	8 095	8 636	-6%
OIBDA скорр.	2 029	2 020	0%	2 029	2 129	-5%
Рентабельность по OIBDA	25,1%	25,5%	-0,4 п.п.	25,1%	24,7%	+0,4 п.п.
Операционная прибыль	152	1 190	-7,8x	152	1 326	-8,7x
Операционная рентабельность	1,9%	15,0%	-13,1 п.п.	1,9%	15,4%	-13,5 п.п.
Чистая прибыль	-465	771	н/а	-465	643	н/а
Операционный поток	1 683	1 250	+35%	1 683	1 213	+39%
Отток средств по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-1 681	-2 883	-42%	-1 681	-1 240	+36%
Капвложения*	-1 027	-749	+37%	-1 027	-891	+15%
Отток средств по финансовой деятельности	-221	-124	+78%	-221	-640	-65%
в млн долл., если не указано иное				30 июня 2012	31 мар. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				15 663	16 751	-6%
Краткосрочный долг				4 201	4 235	-1%
Долгосрочный долг				11 461	12 516	-8%
Долг/LTM OIBDA				1,89x	1,95x	-

\* Инвестиции, включая нематериальные активы

\*\* OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### МТС и Башнефть вместе привели к росту выручки

Увеличение выручки кв./кв. базовых активов было обусловлено результатами Башнефти (+4% до 4 млрд долл.) вследствие роста объема реализации нефтепродуктов на экспорт. Также позитивный вклад внесла компания МТС (+3,6% до 3,1 млрд долл.) благодаря росту потребления голосовых услуг и передачи данных на фоне благоприятного влияния сезонных факторов.

### Без учета разового убытка МТС показатель OIBDA не изменился бы кв./кв.

Помимо разового убытка МТС (в объеме ~1 млрд долл., в том числе 579 млн долл. от обесценения активов и 500 млн долл. - создание резерва для покрытия возможных потерь в ходе судебного разбирательства) негативное влияние на рентабельность Системы оказала Башнефть, снижение ее маржи по OIBDA на 4 п.п. до 17,3% было обусловлено ростом экспортных пошлин и ставок акцизов на нефтепродукты. Отметим, что без учета разового убытка, увеличение OIBDA у МТС позволило бы компенсировать спад у Башнефти (рост консолидированной прибыли составил бы 0,4% до 2 млрд долл.). По словам руководства, дальнейших крупных списаний, связанных с Узбекистаном, быть не должно.

### На результат развивающегося сегмента повлияла деконсолидация INTRACOM TELECOM

В развивающемся сегменте давление на выручку (-6,5% до 942 млн долл.) оказала, главным образом, деконсолидация INTRACOM TELECOM из РТИ, в результате чего выручка подразделения сократилась на 23% до 366 млн долл. Без учета деконсолидации выручка РТИ увеличилась бы на 6% кв./кв. благодаря операционному росту в бизнес-единицах «Микроэлектронные решения» и БЕ «Оборонные решения». Рост выручки продемонстрировали Биннофарм (+10% кв./кв. до 15,6 млн долл.) вследствие увеличения поставок вакцины Regevac В по государственным контрактам, а также МТС-Банк (+8,2% кв./кв. до 170 млн долл.) благодаря

росту кредитного портфеля и непроцентных доходов, включая доход от транзакций по кредитным картам (совместный проект с МТС).

Упомянутая выше деконсолидация INTRACOM TELECOM вместе с увеличением резервов по кредитному портфелю МТС-Банка оказали негативный эффект на показатель OIBDA направления: убыток увеличился кв./кв. на 14 млн долл.

**Решения по SSTL  
будет принято в 3 кв.**

Ситуация с индийским оператором SSTL (отзыв лицензии) не претерпела существенных изменений. В мае 2012 г. SSTL подала ходатайство в Верховный суд Индии, требуя пересмотреть решение об отзыве 122 лицензии у восьми операторов связи, включая 21 из 22 лицензий, принадлежащих SSTL. Аукционы по продаже лицензий на частоты начнутся в ноябре 2012 г. (минимальная стоимость комплекта частот CDMA (2,5МГц) составляет 1,6 млрд долл.), решения об участии в них пока не принято (и не будет принято до получения ответа Верховного суда). Напомним, что развитие событий по негативному сценарию приведет к необходимости досрочного погашения всего долга SSTL в объеме 1,5 млрд долл., который был привлечен под гарантию АФК Система, что может быть осуществлено за счет денежных средств и рефинансирования новым долгом.

**Снижение инвестиций  
в оборотный капитал  
увеличило денежный  
поток**

Чистый операционный денежный поток, составивший 1,7 млрд долл. (произошло увеличение на 35% кв./кв. из-за более низких инвестиций в оборотный капитал), как и в 1 кв., полностью покрыл капитальные затраты (включая приобретение нематериальных активов), которые составили 1 млрд долл. (+37% кв./кв.). Заметное повышение инвестиций произошло как у МТС (+661 млн долл.), так и у Башнефти (+367 млн долл.), в то время как капзатраты развивающихся активов во 2 кв. составили 51 млн долл. Мы полагаем, что основная часть капвложений Башнефти будет осуществлена в 4 кв. 2012 г. после решения вопроса о статусе лицензий на месторождения им. Требса и им. Титова.

**На рассмотрении  
находятся М&А в  
объеме до 5 млрд  
долл.**

Во 2 кв. был осуществлен выкуп собственных акций на сумму 33 млн долл., что оказалось в два раза меньше поступлений от их продажи в 1 кв. (73 млн долл.). На приобретение неконтрольных долей участия в существующих дочерних предприятиях (в том числе, слияние Medsi и SUE, приобретение сельскохозяйственных активов) во 2 кв. ушло порядка 650 млн долл. Общий размер проектов М&А, находящихся на рассмотрении, составляет 1,5-2 млрд долл. Кроме того, по информации Economic Times, АФК Система близка к сделке по приобретению контроля (за 3 млрд долл.) в материнской компании оператора Aircel Communications, занимающей 5% рынка связи Индии. Напомним, что до конца года порядка 14 млрд руб. (450 млн долл.) будет получено в рамках реорганизации Башкирэнерго. Реализация М&А в полном объеме потребует привлечение нового долга.

**По-прежнему низкие  
риски  
рефинансирования**

Размер денежных средств и их эквивалентов сократился на 500 млн долл. (из которых 260 млн долл. обусловил небанковский сегмент) до 1,3 млрд долл., при этом объем краткосрочный инвестиций (банковские депозиты) увеличился на 665 млн долл. до 2,8 млрд долл. АФК Система имеет комфортный график погашения долга (краткосрочный долг составляет лишь 27%), в 2013 г. предстоит погасить 2,3 млрд долл.

**Без торговых идей**

В результате ралли на рынке еврооблигаций бонды Sistema 19 (YTM 6%) подорожали до 105,4% от номинала, тем не менее, премия к более длинным бумагам МТС 20 сохраняется на уровне 80 б.п., что выглядит избыточно, исходя из набора кредитных рейтингов. Тем не менее, сужение этого спреда ограничено событиями в Индии (возможная покупка Aircel и ситуация с SSTL), которые могут увеличить долг АФК Системы.

Обращающиеся рублевые облигации АФК Система имеют короткую дюрацию и котируются с премией к кривой ОФЗ около 170 б.п., что соответствует бумагам первого эшелона. Мы не видим потенциала для ценового роста бумаг эмитента.

## Совкомфлот: фрахтовый рынок подвел

**Умеренно-негативные результаты** Совкомфлот (BB+/Ba1/BB+), крупнейшая российская судоходная компания, специализирующаяся на перевозке энергоносителей, опубликовал сезонно негативные результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г., отражающие падение фрахтовых ставок.

### Ключевые финансовые показатели Совкомфлота

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.
Выручка (доходы от фрахта и аренды)	383	395	-3%	383	387	-1%
Тайм-чартерный эквивалент	243	258	-6%	243	251	-3%
ЕБИТДА	123	145	-15%	123	138	-11%
Рентабельность по ЕБИТДА	32.1%	36,7%		32.1%	35.7%	
Операционная прибыль	38	80	-53%	38	69	-46%
Операционная рентабельность	9.9%	20,3%		9.9%	17.9%	
Чистая прибыль	6	45	-87%	6	31	-81%
Операционный поток	163	105	55%	163	136	20%
Инвестиционный поток	-85	-174	-51%	-85	-108	-22%
Финансовый поток	-71	43	-	-71	-29	146%

  

в млн долл., если не указано иное	30 июн. 2012	31 мар. 2012	изм.
Краткосрочный долг	273	280	-2%
Долгосрочный долг	3 014	3 033	-1%
Совокупный долг	3 287	3 313	-1%
Чистый долг	2 916	2 942	-1%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА*	6.26x	6,10x	

\*ЕБИТДА за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев  
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

#### Негативный тренд на фрахтовом рынке отразился на результатах ...

Нисходящий тренд на рынке фрахтовых ставок во 2 кв. 2012г. на фоне сезонного ослабления спроса на перевозки энергоносителей предопределил негативную динамику ключевых финансовых результатов за квартал. Компания по-прежнему сохраняет консервативные оценки развития ситуации в 2012 г. из-за наличия переизбытка тоннажа по нефти и нефтепродуктам. Рыночная стоимость танкеров всё ещё находится на уровне исторических минимумов, и мы считаем, что улучшение может произойти не раньше середины 2013 г.

#### ... и продолжается в 3-м квартале

По данным Platou, спотовые фрахтовые ставки продолжили снижаться и в течение 3 кв. 2012 г. Цена аренды VLCC упала с 22,4 тыс. долл./сутки в июне до 3,8 тыс. долл./сутки в августе, а стоимость аренды «Афрамакса» сократилась с 17,4 до 11,1 тыс. долл. на фоне существенного снижения рисков приостановки поставок нефти из Ормузского пролива и накопления запасов нефтетрейдеров в течение весны. Рынок тайм-чартера на 12 месяцев пострадал не так сильно, хотя и на нем замедление продолжилось. ~60% судов Совкомфлота работают на тайм-чартерной основе, поэтому мы считаем, что рентабельность компании в 3 кв. может снизиться.

#### Строительство новых судов обеспечено будущими контрактами

Флот компании сократился на 1 судно в течение квартала до 157 собственных и зафрахтованных судов, а суммарный дедвейт составил до 12 млн тонн. Размещены заказы еще на 15 судов общим дедвейтом ~1,6 млн тонн: 5 нефтяных танкеров (3 «Афрамакса» и 2 VLCC), 6 газозовов, 2 сухогруза, 2 многофункциональных судна ледового класса. Отметим, что этот флот заказан под конкретные проекты и после спуска на воду сразу будет задействован, что является ключевым преимуществом компании в отличие от большинства судоходных компаний мира.

#### Операционного поток вырос за счет снижения оборотного капитала

Несмотря на падение ЕБИТДА во 2 кв. 2012 г., операционный денежный поток увеличился на 55% до 163 млн долл. за счет сокращения оборотного капитала. Капзатраты снизились с 145,5 млн долл. в 1 кв. 2012 г. до 94,2 млн долл. Планируемое расширение флота на 15 судов (более 1,2 млрд долл.), с учетом текущего уровня LTM ЕБИТДА на уровне 466 млн долл., может привести к дальнейшему росту долговой нагрузки. Однако компания по-прежнему способна привлекать дешевые длинные деньги, пользуясь преференциями со стороны государства.

**Долговая нагрузка  
сезонно выросла**

За счет сезонного падения EBITDA долговая нагрузка умеренно выросла в терминах Чистый долг/LTM EBITDA с 6,1x до 6,26x. Отметим, что размер денежных средств на конец 2 кв. остался на уровне 319 млн долл., что является вполне комфортных уровнем с точки зрения краткосрочной ликвидности компании на горизонте 12 месяцев.

**Выпуск Sovcomflot 17  
неинтересен**

В настоящий момент выпуск Sovcomflot 17 котируется на кривой Северстали. Отсутствие улучшений в кредитном профиле Совкомфлота может привести к расширению спреда между бумагами до 50 б.п., который, на наш взгляд, сейчас является справедливым.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### Прочие

АФК Система
-------------

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

### Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

### Инфляция

Инфляцию по осени считают

### Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

### Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

### Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

### Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

## 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

### 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 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

**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.