

## Пульс рынка

- **В еврозоне поводов для оптимизма по-прежнему нет.** Политические партии Греции так и не смогли сформировать коалиционное правительство, что означает проведение всеобщих выборов предположительно 17 июня. В ходе встречи лидеры Германии и Франции заявили о готовности предоставить Греции дополнительную поддержку, однако еще раз подтвердили необходимость соблюдения жестких мер экономии. Позитивная реакция рынков на неожиданно сильные данные по ВВП Германии за 1 кв., благодаря которым всей еврозоне удалось избежать рецессии, оказалась краткосрочной: по итогам торговой сессии большинство индексов акций снизилось на 0,5-1,0%. Наиболее сильно на события в Европе реагирует курс евро, который вплотную подошел к отметке 1,27 долл.
- **Позитивные данные из США были проигнорированы рынком.** Американская макростатистика по розничным продажам и CPI оказалась на уровне консенсус-прогнозов. Лучшее ожиданий вышло значение индекса состояния рынка недвижимости. Несмотря на некоторое снижение инфляционных рисков, ФРС США, скорее всего, предпочтет занять выжидательную позицию в преддверии приближающихся президентских выборов, если не появится явная угроза наступления рецессии. Таким образом, в среднесрочной перспективе ФРС не сможет компенсировать замедление экономики Китая и риски рецессии еврозоны.
- **Размещение ОФЗ без премии при плохой конъюнктуре.** Ориентир по 3-летнему выпуску ОФЗ 25079 на 10 млрд руб. объявлен в пределах УТМ 7,15-7,20%, что соответствует дисконту ко вторичному рынку 3-8 б.п., судя по уровням последних сделок вчера. Мы полагаем, что аукцион вряд ли привлечет инвесторов. Как мы уже отмечали, узкие спреды к ставкам о/п РЕПО обуславливают переоцененность рынка госбумаг. Катализатором для продаж служит ослабление рубля: в ходе вчерашних торгов корзина подорожала на 15 копеек, а сегодня на открытии торгов рост составил 35 копеек до 34,80 руб. По нашим оценкам, ставки денежного рынка останутся на текущих уровнях (вблизи ставок рефинансирования ЦБ). Мы рекомендуем открывать спекулятивные короткие позиции в длинных бумагах ОФЗ (например, 26204, 26206, 26205).
- **Новый инструмент от ВЭБа.** ВЭБ (ВВВ/Ваа1/ВВВ) начал маркетинг 3-летних локальных облигаций номиналом 500 млн долл. со ставкой купона 4,0-4,5% годовых. При покупке предлагаемых бумаг (buy & hold) с продажей форвардных контрактов на руб. /долл. рублевая доходность составит 9,98 -10,5% годовых, что предполагает премию к коротким рублевым облигациям первого эшелона 150-200 б.п.
- **НОВАТЭК (ВВВ-/Ваа3/ВВВ-) намерен отстаивать свои интересы** и продолжит вести переговоры с правительством по вопросу повышения НДС на природный газ. Об этом заявил финансовый директор М. Джетвей на телеконференции, посвященной результатам 1 кв. 2012 г. Помимо прочего, менеджмент рассматривает возможные пути для получения доступа к экспортным рынкам, что может компенсировать повышение налоговой нагрузки. Однако какие-либо сроки для принятия решения по этим вопросам озвучены не были. Мы полагаем, что у компании действительно есть все шансы компенсировать рост налогов за счет доступа к экспортным рынкам, где цены на природный газ в несколько раз выше, чем в России. Отметим, что у компании есть достаточно времени для переговоров, т.к. основной рост налогов запланирован на 2014-2015 гг.

## Темы выпуска

- Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем
- VimpelCom: план оптимизации затрат принес первые результаты
- Евраз: временное увеличение инвестиций в оборотный капитал

## Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

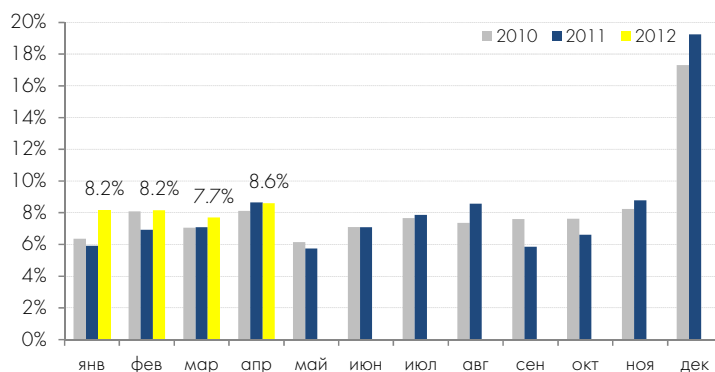
### Профицит бюджета снизился в мае

Согласно опубликованным вчера данным, профицит федерального бюджета в апреле 2012 г. снизился до 9,8 млрд руб. против 129,5 млрд руб. в марте 2012 г. (с учетом корректировок Минфина). Из-за дефицита в январе-феврале 2012 г. федеральный бюджет по итогам 4 мес. 2012 г. остается дефицитным (60 млрд руб.), но, как мы полагаем, разрыв между расходами и доходами будет сокращаться в ближайшие месяцы.

### Расходы апреля выше ожиданий...

Сохранение профицита бюджета в апреле 2012 г. объясняется высокими бюджетными поступлениями (34,5% годового плана в январе-апреле 2012 г.), преимущественно, за счет НДС и экспортной пошлины, рост отчислений по которым следует за повышением цен на нефть с некоторой задержкой. Несмотря на увеличение доходов, профицит бюджета сокращается, что обусловлено более внушительной росписью бюджетных расходов: в апреле было потрачено 8,6% годового плана против 7,7% в марте (с учетом корректировки Минфина). Всего за 4 мес. 2012 г. израсходовано 32,6% от плана против обычных 25-29%, что является абсолютным максимумом скорости исполнения бюджетных обязательств за последние годы.

### Динамика расходов федерального бюджета, % от годового плана



Источник: Минфин, оценки Райффайзенбанка

### ...но на реальном притоке госсредств в банковский сектор это не сказывается

Тем не менее, нужно отметить, что переход на квартальное субсидирование бюджетных учреждений в купе с улучшением администрирования расходов, пока находит отражение лишь в официальной статистике, но на реальные денежные потоки пока не влияет. Более активная роспись расходов, хотя и должна приводить к росту перечислений бюджетополучателям, фактически не находит отражения в увеличении притока госсредств в банковский сектор. Вероятной причиной может быть тот факт, что деньги задерживаются на счетах бюджетных учреждений, которые не обладают прямым правом их размещения в банках. В реальности это приводит к тому, что чистый приток бюджетных средств в банковский сектор, после предвыборного всплеска в 1 кв. 2012 г., уже в апреле вернулся к прежней динамике, то есть не сильно превышал цифры апреля 2011 г., когда бюджетные ассигнования были гораздо скромнее.

Согласно нашим оценкам, чистое изъятие ликвидности бюджетом в апреле 2012 г. было сильнее, чем в марте. Апрельский нетто-отток достиг 572 млрд руб. против 64 млрд руб. в марте. Текущая динамика индикаторов ликвидности свидетельствует о том, что в первой половине мая приток госсредств (370 млрд руб.) сопоставим с маем 2011 г., а значит, ожидаемого всплеска расходов фактически не происходит, что осложнит прохождение налогового периода 15-28 мая.

### Бюджет послужит причиной ухудшения ситуации с ликвидностью в мае

В силу сохранения тенденции превышения доходов над расходами бюджета, мы ожидаем, что консолидированный бюджет абсорбирует в мае около 180 млрд руб., прирост наличности снизит ликвидность еще на 10-20 млрд руб., что, однако, компенсируется притоком от интервенций ЦБ около 50 млрд руб. Чистый эффект, связанный с размещением ОФЗ и погашением депозитов Минфина, мы оцениваем примерно в минус 20 млрд руб. Таким образом, ликвидность банковского сектора может сократиться в мае примерно на 200 млрд руб.

## РЕПО с ЦБ не утратит свою актуальность

Мы полагаем, что такой отток средств необязательно приведет к эквивалентному приросту РЕПО с ЦБ, поскольку для финансирования налогов банки могут использовать накопленные остатки на корсчетах, объем которых, составляя более 1 трлн руб. значительно превышает величину средств, поддерживаемую банками для усреднения (минимум 520 млрд руб.).

Тем не менее, учитывая потенциальные риски для ликвидности, связанные с сохранением профицитного бюджета и прекращением покупок валюты ЦБ, тот момент, когда общая задолженность по РЕПО с ЦБ достигнет 1,5-1,7 трлн руб. уже не за горами. Если сейчас короткие ставки денежного рынка поднялись к 6%, и, скорее всего, существенно превысят этот рубеж во время налогового периода, то по удвоению объемов РЕПО с ЦБ ставки могут выйти уже на уровень 7%.

## VimpelCom: план оптимизации затрат принес первые результаты

### Результаты 1 кв. оцениваем умеренно позитивно

VimpelCom Ltd (BB/Вa3/-), одна из крупнейших мировых телекоммуникационных компаний, опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 1 кв. 2012 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно.

Устойчивое снижение рентабельности, наблюдавшееся в 2011 г. в ключевом российском сегменте, сменилось ростом: маржа EBITDA в 1 кв. достигла 41,3% против 40,2% за 2011 г. в целом, но не превысила аналогичного показателя годом ранее (42,1%).

Долговая нагрузка, по нашим оценкам, не претерпела изменений за квартал, составив 2,6x (Чистый долг/EBITDA). При этом стоит отметить, что большая часть краткосрочного долга была рефинансирована облигационными выпусками в марте и апреле этого года. Также положительна для кредитного профиля продажа убыточного на уровне EBITDA вьетнамского актива (см. наш обзор от 24 апреля 2012 г.)

### Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd. (pro-forma)

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
<b>Выручка, в т.ч.</b>	<b>5 619</b>	5 481	+3%
Россия	2 225	2 064	+8%
Европа и Северная Америка	1 766	1 862	-5%
Африка и Азия	927	891	+4%
<b>EBITDA, в т.ч.</b>	<b>2 311</b>	2 285	+1%
Россия	918	868	+6%
Европа и Северная Америка	639	679	-6%
Африка и Азия	424	404	+5%
<b>Рентабельность по EBITDA, в т.ч.</b>	<b>41,1%</b>	41,7%	-0,6 п.п.
Россия	41,3%	42,1%	-0,8 п.п.
Европа и Северная Америка	36,2%	36,5%	-0,3 п.п.
Африка и Азия	45,7%	45,3%	+0,4 п.п.
в млн долл., если не указано иное	<b>31 марта 2012</b>	31 дек. 2011	изм.
<b>Краткосрочный долг</b>	<b>2 632</b>	2 649	-1%
Долгосрочный долг	25 959	24 388	+6%
<b>Совокупный долг</b>	<b>28 591</b>	27 037	+6%
Чистый долг	24 558	24 536	0%
<b>Чистый долг/LTM EBITDA*</b>	<b>2,6x</b>	2,6x	-

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

**Выручка в России  
росла за счет  
передачи данных...**

Рост совокупной выручки, с исключением эффекта курсовых разниц, составил 6% г./г. Наиболее существенно увеличились доходы российского подразделения (+11% г./г.), сегменты Африки и Азии и СНГ продемонстрировали рост на уровне 9% г./г. при фактическом сохранении выручки европейского сегмента (-5% в отчетности, из-за ослабления евро).

**...в Азии и Африке - за  
счет роста  
абонентской базы...**

В России выручка росла преимущественно за счет доходов от мобильной передачи данных. В африканско-азиатском сегменте основным драйвером стало наращивание абонентской базы. При этом в Италии давление на выручку продолжает оказывать регулируемое снижение MTR, при отсутствии которого этот показатель в 1 кв. увеличился бы на 3% г./г. Снижение на 2% г./г. доходов от услуг фиксированной связи из-за усиления конкуренции также не поддержало выручку итальянского бизнеса.

**... в Италии не  
изменилась из-за  
снижения MTR**

**В российском  
сегменте произошел  
"перелом" негативной  
динамики  
рентабельности**

Консолидированный показатель EBITDA без учета курсовых разниц вырос на 5% в годовом выражении. В ключевом российском сегменте, несмотря на то, что темпы роста EBITDA г./г. не превысили выручку, в 1 кв. 2012 г. произошел "перелом" негативной тенденции падения рентабельности, в первую очередь, за счет реализации плана оптимизации затрат - сокращения дилерских комиссий, оптимизации трафика и принятия мер по улучшению качества обслуживания абонентов. Снижение регулируемых тарифов на интерконнект в Италии продолжает оказывать давление на консолидированный показатель EBITDA.

Напомним, что рост EBITDA в 2012 г. и в течение следующих двух лет оценивается компанией на уровне 5% (+1% в 2011 г.), основные ставки компания делает на российский сегмент (опять же, за счет оптимизации расходов).

Операционный поток в 1 кв. достиг 1,6 млрд долл., что позволило полностью профинансировать капвложения, составившие 872 млн долл. Мы отмечаем, что компания подтвердила планы по сокращению отношения Капзатраты/Выручка к концу 2014 г. до 15% (в 2011 г. ~21%), несмотря на объявленные условия участия в тендере на строительство сетей LTE в России (обязательство инвестировать 15 млрд руб. ежегодно до 2019 г.).

**Долговая нагрузка  
остается на уровне  
2,6x**

В 1 кв. компания успешно разместила рублевые облигации номиналом 35 млрд руб. (1,2 млрд долл.), часть полученных средств (463 млн долл.) была направлена на рефинансирование краткосрочного долга, остальное осталось на счетах компании, в результате чего накопленные денежные средства за 1 кв. выросли с 2,5 до 4 млрд долл. Соответственно, размер чистого долга в абсолютном выражении остался прежним (24,6 млрд долл.), а его отношение к LTM EBITDA, по нашим оценкам, - на уровне 2,6x. Напомним, что стратегия группы предусматривает снижение долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA) ниже 2,0x к концу 2014 г.

Отметим, что после отчетной даты также произошли изменения в структуре долга компании:

- Wind Telecom разместила 6-летние обеспеченные облигации (Senior Secured Notes) в размере 0,7 млрд долл. в целях рефинансирования краткосрочной задолженности (основные погашения долга Wind Telecom наступают не ранее 2017 г.)
- VimpelCom Ltd одобрено предоставление Orascom Telecom внутригрупповой кредитной линии в размере 2,5 млрд долл. сроком не менее 3 лет (средства, по оценкам самой компании, будут выбираться постепенно для финансирования развития этого сегмента).

В ходе телеконференции менеджментом было подтверждено, что ситуация с алжирским оператором Djezzy остается по-прежнему неопределенной. Процесс выкупа Djezzy у Вымпелкома алжирским государством, похоже, застопорился после предъявления правительством страны налоговых претензий Djezzy на 1,3 млрд долл., и последовавшей апелляцией со стороны Orascom.

**Рублевые бумаги  
выглядят дороговато, в  
евробондах есть  
торговые идеи**

На рынке рублевых облигаций длинные выпуски ВымпелКом-инвест, 6,7 (YTM 9% @ октябрь 2015 г.) выглядят дороговато в сравнении с бумагами СПбТел-1,2,3 (YTP 9,7 @ июнь 2016 г.). На рынке евробондов мы по-прежнему считаем бумаги VIP 21 более интересной альтернативой MTS 20 при спреде VIP 21-MTS 20 более 100 б.п. (текущее значение спреда - 180 б.п.) Также бонды VIP 18 (рейтинг выпуска BB/BB3/-) продолжают выглядеть недооцененным в сравнении с бондами EVRAZ 18 (рейтинг выпуска B+/B1/BB-).

## Евраз: временное увеличение инвестиций в оборотный капитал

Нейтральные  
результаты за 1 кв.  
2012 г.

Евраз (В+/ВаЗ/ВВ-) опубликовал выборочные и в целом нейтральные результаты за 1 кв., согласно которым выручка кв./кв. не изменилась, что обусловлено сопоставимым уровнем цен и объемов.

Производство стальной продукции (за исключением внутригрупповых поставок) составило 3,7 млн т, оставшись на уровне 4 кв. 2011 г., при этом объем реализации составил 3,9 млн т (сократились запасы). В горнорудном сегменте наблюдалось снижение производства железорудного концентрата (на 18% кв./кв. до 1,3 млн т) и увеличение производства концентрата коксующегося угля (на 8,7% до 1,7 млн т.).

Наиболее заметное снижение цен кв./кв. наблюдалось в сырьевом сегменте: в частности, окатыши подешевели на 16%, угольный концентрат потерял в цене на 11%. Удешевление сырья на фоне сравнительно стабильных цен реализации стали, которые скорректировались кв./кв. лишь на 2-6%, при прочих равных условиях, должно позитивно сказаться на рентабельности.

Укрепление рубля привело к повышению размера долга на 228 млн долл. до 7,4 млрд долл., из которого 1 млрд долл. - краткосрочная часть. Сокращение денежных средств на 348 млн долл. до 453 млн долл. было обусловлено инвестированием в оборотный капитал (который по мнению менеджмента, должен вернуться на прежний уровень к концу 2 кв.) за счет снижения кредиторской задолженности.

Мы относимся нейтрально к рублевым бумагам Евраз. На рынке евробондов мы считаем лучшей альтернативой длинные выпуски ВымпелКома (прежде всего, VIP 18), которые предлагают слишком низкий дисконт к Evraz 18 в размере 50 б.п.

## 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 марта: повод насторожиться

### Платежный баланс

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

### Инфляция

Инфляция: на низком старте

### Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Промышленность

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность из бюджета

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

### Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

### Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

---

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.