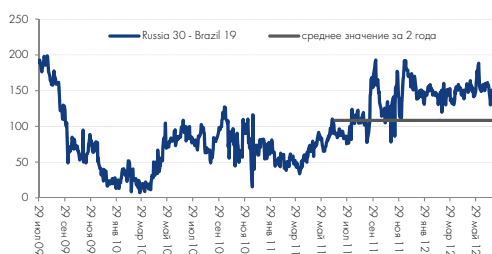


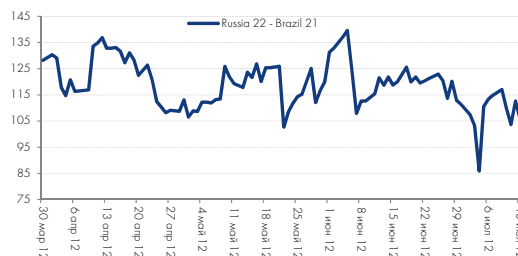
Пульс рынка

- Европейские проблемы отошли на второй план... но временно.** Ожидание запуска мер стимулирования экономики Китая продолжает оказывать позитивное влияние на рынки: индексы акций подросли на 1%, котировки нефти Brent превысили 101 долл./барр. Тем не менее, ситуация в еврозоне, выступающая основным источником неопределенности, может вызвать очередную волну бегства в качество. Германия по-прежнему настаивает на жестком контроле за странами еврозоны (создании наднационального надзора как за бюджетами, так и за банками еврозоны), что лишь усиливает напряженность. Так, в Греции на фоне экономической рецессии наблюдается усиление анти-европейских настроений: согласно последним соцопросам (по данным WSJ), около 74% греков выступает за пересмотр условий получения внешней помощи. Отметим, что Греция может допустить технический дефолт уже 20 августа (срок погашения обязательств перед ЕЦБ в объеме 3,1 млрд евро). Не добавляет оптимизма обсуждаемая внутри ЕЦБ возможность перераспределения убытка на держателей старших бондов банков Испании, которым потребуется докапитализация со стороны регулятора. Остается надеяться на позитивную корпоративную отчетность за 2 кв. (сегодня отчитывается Citigroup, а завтра GS, J&J и Intel) и макростатистику.
- Бонды РФ догоняют Бразилию, но потенциал еще не исчерпан.** Несмотря на неопределенный внешний фон, на котором регулярно появляются негативные новости, рынок российских евробондов инвестиционной категории продолжает ценовой рост, обновляя исторические максимумы. Также рост демонстрируют и остальные рынки GEM, в частности, Бразилия, хотя и не такими высокими темпами: с начала года кредитный спред (CDS) РФ к Бразилии сократился со 120 б.п. до 65 б.п. Тем не менее, премия РФ к Бразилии все еще остается избыточной, в частности, спред Russia 30 - Brazil 21 на 25 б.п. превышает среднее значение за последние два года. По-видимому, в последнее время рынки развивающихся стран стали восприниматься инвесторами в некоторой степени как "тихая гавань", что будет способствовать дальнейшему росту цен на рынке российских бондов (при условии стабильных цен на нефть).

Спред Russia 30-Brazil 19



Спред Russia 22-Brazil 21



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

- Альфа-Банк (BB/Va1/BBB-) теперь почти в первом эшелоне.** Агентство Fitch повысило кредитный рейтинг банка на одну ступень до BBB-, приведя как обоснование высокое качество активов, адекватный уровень достаточности капитала, а также достаточный размер ликвидности (комфортный график погашения оптовых источников рефинансирования). Действие агентства стало неожиданностью для рынка: в пятницу доходности бондов Alfa 21 и Alfa 17 снизились на 45 б.п. и 30 б.п. до YTM 7,4% и YTM 7,04%, соответственно. Потенциал для дальнейшего ценового роста бумаг эмитента связан с повышением кредитного рейтинга по Moody's, что может привести к сокращению спреда Alfa 21 - SBER 21 (с текущего уровня 210 б.п. до 150 б.п.). Среди бумаг банков, занимающих пограничное положение между первым и вторым эшелонами, бонды Альфа-Банка, на наш взгляд, имеют наибольший потенциал для ценового роста.
- ВНИМАНИЕ - ОПРОС: узнай ожидания рынка!**

Темы выпуска

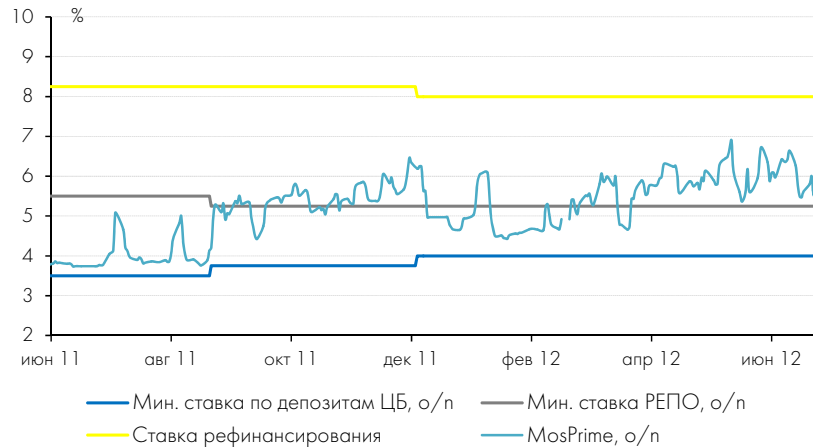
- ЦБ: что кроется за новой формулировкой?**
- Ростелеком: выборы помогли**
- X5 Retail Group: внезапная отставка CEO смешала все карты**

ЦБ: что кроется за новой формулировкой?

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными...

Сохранение Банком России текущих параметров монетарной политики на прошедшем в пятницу заседании совета директоров не стало сюрпризом. Пресс-релиз в целом носит близкий к нейтральному характер. Аргументируя такое решение, Центробанк, в первую очередь, обращает внимание на отсутствие инфляционной угрозы со стороны спроса, полагая, что "совокупный выпуск сохраняется вблизи своего потенциального уровня". При этом Банк России обращает внимание на повышение регулируемых тарифов и дополнительные инфляционные риски из-за неопределенных перспектив урожая основных с/х культур, что впрочем, пока несущественно сказалось на базовой инфляции, которая очищена от сезонной и топливной составляющей, и может служить ориентиром среднесрочной ценовой динамики.

Динамика ключевых ставок ЦБ и Mosprime o/n



Источники: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

... но не "на ближайшие месяцы", а на "ближайшее время"

Главной интригой нового пресс-релиза, пожалуй, стала замена слов о сохранении текущих параметров денежно-кредитной политики "на ближайшие месяцы" фразой "на ближайшее время". Формально, смягчение формулировки развязывает ЦБ руки в отношении возможности изменения монетарной политики уже на следующем заседании совета директоров (в первую декаду августа 2012 г.), что при прежнем тексте было невозможно. Такое решение говорит о том, что если месяц назад, ЦБ не рассматривал возможность изменения ставок, то теперь Банк России готов приступить к каким-либо действиям в отношении ставок.

С изменением формулировки ЦБ может изменить ставки уже в августе, но фундаментальных причин для этого немного

Между тем, на сегодняшний день серьезных причин для смягчения или ужесточения текущего монетарного режима мы не видим. Потребительская и инвестиционная активность, поддерживаемые в том числе быстрыми темпами кредитования не создают поводов для стимулирования роста экономики путем снижения ставок. В то же время, инфляционные риски, как полагает ЦБ, пока растут не настолько сильно, чтобы нанести урон целевому ориентиру по инфляции на год в 5-6%. Аргументом против ужесточения монетарной политики является сохраняющаяся напряженность на денежном рынке и тенденция к росту рыночных процентных ставок, которая может продолжиться на фоне стерилизации рублевой ликвидности бюджетным профицитом.

Ростелеком: выборы помогли

Улучшение результатов за счет "госзаказа"

Ростелеком (BB+/-/BBB-) опубликовал выборочные финансовые показатели по МСФО за 1 кв. 2012 г. Существенное улучшение результатов операционной деятельности г./г. было обусловлено разовым фактором - получением доходов по проекту оснащения веб-камерами избирательных участков во время выборов президента РФ. В этой связи выросли и капвложения компании, в отношении к выручке они составила 24% против 21% годом ранее. За 1-й квартал чистый долг повысился на 15% (видимо, компания начала выбирать средства из кредитных линий Сбербанка общим объемом 60 млрд руб.), а его отношение к LTM OIBDA - с 1,3х на начало года до 1,4х. Максимально допустимый уровень долговой нагрузки ограничен компанией значением 2,0х.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.
Выручка	84 437	72 366	+17%	84 437	78 557	+7%
OIBDA	34 792	26 870	+29%	34 792	32 191	+8%
Рентабельность по OIBDA	41,2%	37,1%	+4,1 п.п.	41,2%	41,0%	+0,2 п.п.
Операционная прибыль	18 911	13 862	+36%	18 911	19 568	-3%
Операционная рентабельность	22,4%	19,2%	+3,2 п.п.	22,4%	24,9%	-2,5 п.п.
Чистая прибыль	14 614	10 562	+38%	14 614	16 673	-12%
Капвложения	20 364	15 104	+35%	20 364	41 836	-2,0х

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2011	31 дек. 2011	изм.
Чистый долг	179 473	156 289	+15%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,4х	1,3х	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

При корректировке на доходы от госпроекта рост выручки составил ~1-3%...

Выручка в 1 кв. возросла на 17% г./г. до 84,4 млрд руб. При корректировке на доходы от госпроекта (по нашим оценкам, 10-11 млрд руб. (без НДС)), рост выручки составил скромные 1-3% г./г. Давление на выручку оказал ключевой сегмент - местная телефонная связь: -3% г./г. до 21,6 млрд руб. из-за уже ставшего привычным сокращения абонентской базы и отложенного на конец квартала повышения тарифов. Также отмечается замедление роста выручки в сегменте ШПД и платного ТВ до 14% г./г. (+34% г./г. по итогам 2011 г.).

...а рентабельность по OIBDA ~40%

Существенное улучшение рентабельности по OIBDA г./г. (с 37,1% годом ранее до 41,2%) мы также связываем с реализацией проекта трансляции президентских выборов, поскольку большая часть расходов по нему отражается, как мы понимаем, в капзатратах, а не в операционных расходах. С учетом корректировок, рентабельность по OIBDA за 1 кв. 2012 г., по оценкам менеджмента, составила бы около 40%.

По итогам 2012 г. компания ожидает, что темп роста выручки сохранится на уровне 2011 г. (+7%) при рентабельности по OIBDA ~ 40% (39,8% в 2011 г.).

Более низкий показатель операционной прибыли относительно предыдущего 4 кв. связан с тем, что тогда были существенно снижены расходы по социальным обязательствам и амортизационным отчислениям.

Для рефинансирования краткосрочного долга вместо облигаций были привлечены банковские кредиты

Компания не раскрывает структуру долга, однако на конец 2011 г. доля краткосрочных обязательств достигала 48% (78,9 млрд руб.). В этой связи менеджментом рассматривалась возможность рефинансирования части краткосрочных кредитов с помощью облигаций (зарегистрировано 13 выпусков общим номиналом 100 млрд руб.). Но в итоге необходимые на этот год средства были получены в Сбербанке (открыты 2 кредитные линии на 3 и 5 лет, каждая объемом 30 млрд руб.). По данным менеджмента, ставка по одной из этих кредитных линий не превышает 9%.

Капвложения могут быть профинансированы из операционных денежных потоков

Ростелеком планирует, что в ближайшие 4 года уровень капзатрат совокупно не превысит 20% от выручки, даже с учетом возможных расходов на конверсию военных частот (в рамках полученного диапазона частот для строительства LTE сетей). В этом году в планах Ростелекома, в частности, строительство сетей 3G в 27 регионах России, в рамках которого будет построено 8 тыс. базовых станций. При этом стоит отметить, что инвестиционная программа на 2012-2015 гг. подразумевает более высокие капитальные затраты в начале инвестиционного цикла (2012-2013 гг.). Мы также не исключаем дополнительных инвестиций и/или приобретений для усиления позиций в секторе ШПД. Поэтому в этом году долговая нагрузка Ростелекома может возрасти, однако, мы полагаем, что она останется в пределах 2,0x (Чистый долг/OIBDA).

Торговые идеи в выпусках Ростел-10 и Ростел-11

Среди облигаций эмитента торговая ликвидность присутствует лишь в двух выпусках Ростел-10 (со ставкой купона, равной 3m MosPrime + 212 б.п.) и Ростел-11 (со ставкой купона 11,7% годовых). По нашим оценкам, справедливая премия за кредитный риск корпоративного заемщика категории BB+ соответствует премии к ставкам MosPrime на уровне 150-175 б.п. Таким образом, облигации Ростел-10 должны торговаться выше номинала (на 20-30 б.п.) для учета некоторой премии, заложенной в ставке купона. Принимая высокую ставку купона (в сравнении с кредитными рисками), мы считаем, что эмитент исполнит call-опцион по выпуску Ростел-11 (YTC 6,8% @ август 2012 г.), который может быть интересен для покупки по цене не выше 100,6% (YTC 4,95%).

X5 Retail Group: внезапная отставка CEO смешала все карты

Фактор неопределенности перевесил неплохие результаты за 2 кв. 2012 г.

В минувшую пятницу X5 Retail Group (B+/B2/-) представила неплохие операционные результаты за 2 кв. 2012 г., оказавшиеся на уровне наших ожиданий. Но главной новостью, которая буквально шокировала рынок, стала отставка генерального директора Андрея Гусева. В результате GDR компании на LSE подешевели за день на 5%. Облигации эмитента имеют низкую торговую ликвидность, поэтому никак не отреагировали на это сообщение.

До момента, пока Совет директоров утвердит новую кандидатуру, исполнять его обязанности будет Стефан Дюшарм, член наблюдательного совета компании. Напомним, что Андрей Гусев, работавший в X5 с 2006 г. возглавил X5 Retail Group в марте 2011 г., после ухода с этого поста Льва Хасиса. За время своей работы в качестве главы компании Гусев провел масштабное обновление кадров, пригласив ряд западных менеджеров. Мы надеемся, что X5 сможет в короткие сроки назначить сильного CEO, что должно помочь компании восстановить доверие инвесторов, завершить формирование управленческой команды и вернуться на путь эффективного развития.

Ключевые операционные показатели X5 Retail Group

Розничные продажи, млн руб.	1П 2012	1П 2011	изм.	2кв. 2012	2 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Гипермаркет	30 176	33 014	-9%	15 010	16 662	-10%	15 166	16 352	-7%
Супермаркет	51 932	49 833	+4%	26 058	24 679	+6%	25 874	25 153	+3%
Дискаунтер	156 106	139 711	+12%	81 200	70 087	+16%	74 906	69 624	+8%
Магазин у дома	2 014	1 405	+43%	1 107	739	+50%	907	666	+36%
Интернет-ритейл	98	224	-56%	72	31	+132%	27	193	-86%
Итого продажи X5	240 326	224 187	+7%	123 447	112 198	+10%	116 879	111 989	+4%

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Операционные результаты за 2 кв. 2012 г. оправдали наши ожидания

Розничные продажи ритейлера за 2 кв. 2012 г. повысились на 10% г./г., оправдав наши ожидания и демонстрируя заметное ускорение по сравнению с ростом на 4% в 1 кв. 2012 г. Таким образом, на наш взгляд, компания способна выполнить свой прогноз по росту выручки на 15% по итогам года, учитывая предстоящее сезонно более сильное второе полугодие. Мы также отмечаем позитивные тенденции в динамике сопоставимых продаж (LFL) как результат целенаправленных усилий компании (проведение агрессивной ценовой политики). Снижение выручки LFL во 2 кв. 2012 г. ограничилось уровнем 1,1% (-4% г./г. в 1 кв. 2012 г.) благодаря замедлению оттока покупательского трафика до 1,5% г./г. против рекордного падения на 4,6%

**Долгая дорога на пути
к восстановлению
доверия**

в 1 кв. 2012 г. При этом, по словам менеджмента, в июне наблюдался рост LFL на 2,9%. По итогам 1П 2012 г. X5 расширила свои торговые площади на 13,4% г./г., что соответствует планам их органического роста в 2012 г. на 18%.

В ходе телеконференции менеджмент подтвердил сохранение стратегического курса компании, ставки на органический рост с возможностью совершения отдельных сделок M&A, а также финансовые прогнозы на 2012 г.: рост выручки на 15% г./г. в рублевом выражении (ранее прогноз был на уровне 15-20%, но ближе к нижней границе диапазона). Напомним, что текущая стратегия развития компании предполагает агрессивное органическое расширение торговых площадей (более чем на 50% в среднесрочной перспективе) при ежегодных капитальных инвестициях свыше 45 млрд руб., что должно привести к увеличению доли рынка до 7-8% (с текущих 5,7%).

Также, согласно официальным заявлениям, X5 по-прежнему рассматривает возможность совершения сделки M&A с сибирским ритейлером Холидей Классик. Хотя потенциальная сделка позволит X5 получить доступ на рынок Сибири, где компания еще не представлена (Холидей Классик – третий крупнейший региональный ритейлер), мы рассматриваем возможную сделку как источник дополнительных рисков, к тому же, в случае положительного решения, компании понадобится новый долг, а долговая нагрузка вырастет до 3,7х Чистый долг/EBITDA без учета показателей Холидей Классик (3,4х на 31 марта 2012 г.).

Хотя внезапная отставка генерального директора добавляет опасений в отношении финансовых результатов компании за 2 кв. 2012 г. (будут раскрыты 21 августа), мы ожидаем, что, несмотря на вероятное снижение валовой маржи (из-за агрессивных маркетинговых акций), компания сможет удержать под контролем свои операционные издержки. К тому же, менеджмент подтвердил годовой прогноз по рентабельности по EBITDA на уровне не менее 7%, что соответствует нашим текущим оценкам.

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 мая: позитив, надолго ли?

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

Промышленное производство: обманчивый рост

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
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.