

## Пульс рынка

- ▶ **Технический отскок цен рискованных активов.** Практически во всех сегментах финансового рынка вчера наблюдалось восстановление котировок (индексы акций подросли на 1-1,5%), чему способствовала фиксация прибыли по коротким спекулятивным позициям на фоне готовности властей Китая стимулировать развитие внутреннего спроса. Доходности безрисковых активов поднялись на 2 б.п. до 1,762% для 10-летних UST и до 1,456% для 10-летних BUNDS. Наиболее сильный отскок продемонстрировал курс евро, который превысил отметку 1,28 долл. Фундаментальных факторов для разворота "медвежьего" тренда пока нет: по-прежнему актуальна тема потенциального распада еврозоны, а европейским банкам грозит бегство вкладчиков. Доходности бондов Испании и Италии находятся вблизи своих локальных максимумов. Из сегодняшних макроданных интерес представляет значение индекса потребительской уверенности в еврозоне.
- ▶ **Греческий вопрос может вновь обвалить рынки.** Лидер леворадикальной партии СИРИЗА вчера вновь подтвердил свою позицию против соблюдения Грецией условий в рамках предоставления помощи МВФ и Евросоюзу, назвав их "варварскими и несправедливыми". Также он подверг резкой критике идею А. Меркель по созданию фискального пакта, который предполагает частичную утрату суверенитета спасаемых стран. Учитывая значительную поддержку со стороны населения, позиция партии СИРИЗА, с одной стороны, и жесткая линия Германии, с другой, увеличивают вероятность выхода Греции из зоны евро по результатам проведения новых парламентских выборов в июне. Ключевым риском остается эффект домино, который может проявиться в бегстве вкладчиков из европейских банков, а также в оттоке капитала институциональных инвесторов. По нашему мнению, программы количественного смягчения ЕЦБ будут менее действенными в сравнении с ФРС США, приводя к опережающему ослаблению евро и/или росту доходностей на суверенном рынке еврозоны на фоне усиления инфляционных рисков.
- ▶ **Одобрены состав нового правительства РФ.** На наш взгляд, новый кабинет министров в части экономики и финансов достаточно либерален. Вопросы бюджетной и финансовой политики будет курировать первый вице-премьер Игорь Шувалов, в то время как в зону ответственности Аркадия Дворковича попадает реальный сектор, включая ТЭК, промышленность, транспорт и сельское хозяйство. В Минфине сохраняется преемственность: пост главы ведомства остался за Антоном Силуановым, в риторике которого во многом прослеживается приверженность политике Алексея Кудрина. Позитивным сигналом, как мы полагаем, является назначение министром экономического развития Андрея Белоусова, ранее уже занимавшего пост руководителя департамента экономики и финансов в аппарате правительства. Министром энергетики стал в прошлом замминистра финансов Александр Новак. Некоторое обновление состава правительства при сохранении преемственности, на наш взгляд, будет восприниматься большинством участников бизнес-сообщества позитивно, поскольку определяющим фактором для улучшения инвестиционного климата является устойчивость политической системы и возможности реформирования экономики, а новое правительство таким потенциалом обладает.
- ▶ **Нефть и налоги поддерживают рубль.** Рост котировок Brent на 1 долл. до 109 долл./барр., а также напряженная ситуация с рублевой ликвидностью (ставки междилерского о/п РЕПО поднялись до 6,25% годовых) привели к снижению стоимости бивалютной корзины ниже 35 руб. Восстановление котировок наблюдалось и на рынке рублевых облигаций: длинные ОФЗ 26206 и 26204 подорожали на 25-30 б.п. Мы считаем, что доходности на рынке рублевых облигаций выглядят заниженными в сравнении с высокими ставками денежного рынка, причин для снижения которых пока нет.

## Темы выпуска

- ▶ Макростатистика апреля: в чем подвох?
- ▶ МТС: стратегия приносит результаты
- ▶ Башнефть: получение нефти с Третьяков и Титова откладывается?

## Макростатистика апреля: в чем подвох?

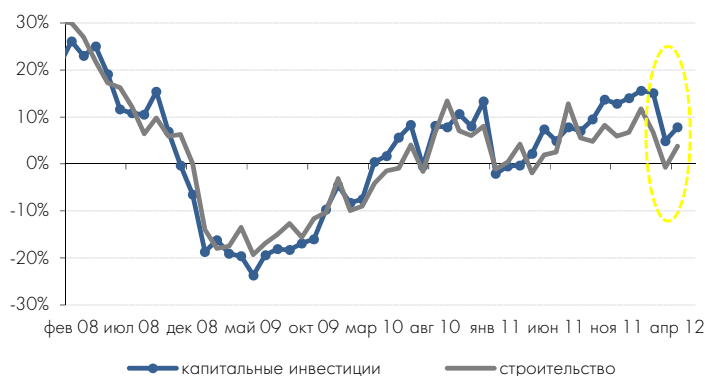
**Статистика апреля демонстрирует улучшение**

Макроиндикаторы апреля выглядят достаточно оптимистично в сравнении с данными марта, которые позволяли усомниться в устойчивости экономического роста. Согласно новой статистике, наблюдается улучшение динамики инвестиций, быстрыми темпами продолжают расти заработные платы и кредитование, нормализуется ситуация на рынке труда - а с ними и потребительская активность.

**Рост инвестиций восстанавливается**

"Провал", зафиксированный в марте, в апреле сменился возвращением темпов роста инвестиций в основной капитал к 7,8% г./г. против 4,9% г./г. месяцем ранее. Мы полагаем, что такое улучшение отчасти связано с восстановлением после марта, когда на статистику во многом негативно повлиял фактор рекордно низких температур. С другой стороны, возможно, что на динамике инвестиций и строительства начинает позитивно сказываться ввод в эксплуатацию некоторых крупных проектов в рамках АТЭС и нефтегазовой отрасли, затраты на которые, согласно методике Росстата, отражаются в момент сдачи проекта (подробнее см. наш обзор от 19 апреля).

### Динамика капитальных инвестиций и строительства (% г./г.)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

**Потребительская активность остается высокой**

В то же время, динамика потребительской активности остается сильной. Продолжается ускоряющийся рост заработных плат - на 10,4% г./г. в апреле против 9% г./г. месяцем ранее, что отчасти отражает улучшения на рынке труда, где безработица заметно сократилась, составив 5,8% против 6,5% в марте. Позитивно на реальных доходах населения сказывается и очередное повышение пенсий (с 1 апреля). Вкупе с высокими темпами роста кредитования это обеспечивает хорошие результаты розничного товарооборота, рост которого лишь незначительно замедлился по отношению к марту - до 6,4% г./г. против 7,3% г./г., соответственно.

**Поводом для опасений служит запаздывающая динамика промпроизводства по отношению к инвестициям**

Несмотря на в целом позитивные данные апреля, с уверенностью говорить об улучшении состояния российской экономики не приходится. В частности, основным поводом для опасений может быть все более выраженная отстающая динамика промышленного производства по отношению к динамике инвестиций в основной капитал.

Замедляющийся рост промышленного производства может служить отражением ослабления тенденции к наращиванию запасов в ответ на ухудшение внешней конъюнктуры, что служит признаком риска замедления экономического роста за счет снижения спроса. При этом хорошие результаты инвестиций в основной капитал могут быть несколько завышены в силу высокой доли господдержки. Если предположить, что динамика промышленности в большей степени отражает реальное положение вещей, то риски замедления роста ВВП на ближайшие месяцы только усиливаются.

**Изменение ставок ЦБ в июне видится маловероятным**

Визуальное улучшение реальных макроиндикаторов вкупе с сохранением высокой кредитной активности и нарастающими инфляционными ожиданиями, на наш взгляд, не создает формальных поводов для изменения текущих параметров монетарной политики на предстоящем в начале июня заседании ЦБ по ставкам.

## МТС: стратегия приносит результаты

### В целом позитивные результаты

МТС (BB/Ba2/BB+) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по US GAAP, которые произвели на нас в целом позитивное впечатление. Нацеленность компании на максимизацию прибыльности (за счет концентрации на качестве абонентской базы и росте потребления услуг) продолжает приносить результаты: средняя выручка на абонента (ARPU) в ключевом российском сегменте выросла на 11% г./г. (до 280,6 руб.). Рентабельность по OIBDA в России достигла 43,1%, что на 4 п.п. выше, чем годом ранее, и осталась на том же уровне, что и в предыдущем квартале, несмотря на "низкий" сезон. Консолидированный показатель OIBDA МТС, тем не менее, составил 41,8% из-за существенного снижения прибыльности операций в Узбекистане. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг (без учета краткосрочных инвестиций)/OIBDA практически не изменилась за квартал, составив 1,35x.

### Ключевые финансовые показатели МТС

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.
Выручка	3 014	2 934	+3%	3 014	2 982	+1%
OIBDA	1 259	1 126	+12%	1 259	1 276	-1%
Рентабельность OIBDA	41,8%	38,4%	+3,4 п.п.	41,8%	42,8%	-1 п.п.
Операционная прибыль	650	564	+15%	650	720	-10%
Операционная рентабельность	21,6%	19,2%	+2,4 п.п.	21,6%	24,1%	-2,5 п.п.
Чистая прибыль	512	322	+59%	512	393	+30%
Чистая рентабельность	17,0%	11,0%	+6 п.п.	17,0%	13,2%	+3,8 п.п.
Операционный поток	1 277	908	+41%	1 277	861	+48%
Инвестиционный поток	-1 005	-420	+2,4x	-1 005	-1 269	-21%
Финансовый поток	-1 249	-272	+4,6x	-1 249	807	-

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8 090	8 715	-7%
Краткосрочный долг	869	1 156	-25%
Долгосрочный долг	7 221	7 559	-4%
Чистый долг*	7 125	6 778	+5%
Долг/OIBDA LTM**	1,53x	1,69x	-
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,35x	1,32x	-

\* без учета краткосрочных инвестиций

\*\*OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Рост выручки за счет повышения качества абонентов

В ключевом российском сегменте (~86,5% выручки МТС) мы отмечаем впечатляющую динамику ARPU (+11% г./г.) по сравнению с более скромными результатами основных конкурентов VimpelCom, Мегафон и Теле2 Россия (+2%, +2% и +4%, соответственно). Курс компании на повышение качества абонентской базы продолжает оправдывать себя: несмотря на снижение числа абонентов, увеличение пользования услугами, в том числе в сегментах передачи данных, привело к повышению выручки в России на 6% г./г. в рублях, что соответствует ранее озвученным прогнозам МТС по росту выручки в этом году на 5-7%.

### Улучшение прибыльности в России...

Поддержку OIBDA российского сегмента оказало заметное снижение расходов на продажи и маркетинг, что было обусловлено, среди прочего, переходом на новую схему вознаграждения дилеров.

### ... было частично нивелировано падением маржи в Узбекистане

Давление на консолидированный показатель OIBDA оказало заметное падение прибыльности в Узбекистане (с 52,8% в 4 кв. 2011 г. до 44,3% в 1 кв. 2012 г.) за счет введения в 1 кв. 2012 г. сбора на номерную емкость и роста арендных платежей за площадки под базовые станции. Соответственно, восстановления рентабельности этого сегмента до уровня 2011 г. в дальнейшем, скорее всего, не произойдет. Отметим, что МТС немного повысила прогноз по марже на 2012 г. до 41-42% (ранее 40-42%).

<p><b>Операционного потока в 1 кв. было достаточно для капвложений</b></p>	<p>Увеличение чистой прибыли на 59% г./г. до 512 млн долл. было обеспечено преимущественно прибылью от курсовых разниц в размере 174 млн долл.</p> <p>Существенный рост операционного потока в 1 кв. 2012 г. на 41% г./г. (+369 млн долл.) до 1,3 млрд долл. был обеспечен разовым фактором: увеличением задолженности по налогам к уплате на 300 млн долл. Операционного потока было достаточно для осуществления капвложений (463 млн долл.), кроме этого на краткосрочные инвестиции было израсходовано 607 млн долл. Также в 1 кв. 2012 г. компания погасила евробонд на 400 млн долл. и кредиты Газпромбанка и Банка Москвы суммарно на 25,2 млрд руб. (~899 млн долл.).</p>
<p><b>Чистый долг/OIBDA остается на уровне 1,35x</b></p>	<p>В результате накопленные денежные средства сократились почти вдвое до 965 млн долл. Чистый долг (без учета краткосрочных инвестиций) вырос на 5% за 1 кв., а его отношение к LTM OIBDA почти не изменилось, составив 1,35x.</p> <p>Необходимо отметить, что погашения долга компании достаточно равномерно распределены по срокам. В 2012 г. МТС предстоит погасить 810 млн долл., включая прохождение оферты по выпуску МТС,05 в июле 2012 г. (~562 млн долл.), в 2013 г. - 756 млн долл., также с учетом оферты по МТС,03 (июнь 2013 г.). Сроки погашения большей части долга наступают после 2015 г.</p> <p>Капитальные расходы компании на этот год запланированы в объеме 20-22% от выручки 2012 г. (или ~2,7 млрд долл.), в том числе на развитие технологий 3G и GPON, и, скорее всего, будут профинансированы из операционного потока. Увеличение долговой нагрузки потенциально возможно в случае реализации крупных сделок M&amp;A, которые пока не входят в планы компании.</p>
<p><b>Рублевые облигации справедливо оценены</b></p>	<p>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.</p>
<p><b>Евробонды MTS выглядят дорого в сравнении с AFK Sistema и VIP</b></p>	<p>Недавно размещенные бонды AFK Sistema 19 предлагают G-спред на уровне 625 б.п., что предполагает премию к более длинным бумагам MTS 20 в пределах 100 б.п., которая, по нашему мнению, выглядит избыточной, учитывая набор кредитных рейтингов (МТС - BB/Ba2/BB+, Система - BB/Ba3/BB-). Также мы по-прежнему считаем бумаги VIP 18 (рейтинг выпуска BB/Ba3/-) более интересной альтернативой MTS 20.</p>

## Башнефть: получение нефти с Требса и Титова откладывается?

<p><b>Лицензия от СП с Лукойлом вернулась обратно Башнефти</b></p>	<p>По сообщению Интерфакса, Роснедра в ходе судебного заседания по иску миноритарного акционера Башнефти (-/Ba2/BB) отменили приказ о передаче "Башнефть-Полюс" (СП с Лукойлом) лицензии на разработку нефтяных месторождений им. Требса и Титова. Напомним, что изначально по решению правительства эта лицензия была выдана АНК Башнефть, которая затем, в начале декабря 2011 г., передала ее "Башнефть-Полюс" в рамках планируемой совместной разработки месторождения с Лукойл (который приобрел 25,1% долю в проекте за 4,8 млрд руб.)</p> <p>Кроме того, депутат Госдумы С. Каргинов подготовил запрос, в котором просил правительство пересмотреть итоги конкурса по данному месторождению и вернуть участки в нераспределенный фонд. В запросе он отмечал, что "Роснедра при предоставлении и переоформлении лицензии действовали не только с нарушением действующего законодательства, но и в интересах отдельных крупных нефтяных компаний РФ и группы иностранных инвесторов в ущерб интересам государства".</p>
<p><b>Без участия инфраструктуры в проекте не обойтись</b></p>	<p>На основе имеющейся информации нельзя сделать однозначный вывод о влиянии новости на кредитный профиль Башнефти и Лукойла. Основной потенциал роста добычи Башнефти связан с разработкой месторождений им. Требса и Титова, которая не может быть осуществлена без инфраструктуры Лукойла (в том числе, ее нефтепроводов и нефтяного экспортного терминала в порту Варандей). У других нефтяных компаний ее там нет. План разработки этих месторождений на 2012 г. предполагает капитальные затраты в размере 400-440 млн долл. (что на 33% выше, чем в 2011 г.). Не факт, что отзыв лицензии у СП приведет к сокращению</p>

капвложений Башнефти в месторождение.

**Негативный сценарий развития событий представляется нам наименее вероятным**

Мы выделяем следующие возможные сценарии развития событий.

- **Позитивный.** Башнефть и Лукойл выработывают новую схему сотрудничества, при которой обе компании останутся в проекте. Возможно создание нового СП, которое будет удовлетворять условиям лицензии.
- **Нейтральный.** В проект разработки месторождения входит другая российская нефтяная компания (например, Роснефть), которая получает долю в проекте. Напомним, что федеральный статус месторождений им. Требса и Титова, предполагает, что разрабатывать его могут только компании, в которых российское участие превышает 50%. При этом Лукойл будет лишь получать комиссию за использование своей инфраструктуры.
- **Негативный.** Вопрос разработки месторождения остается в подвешенном состоянии в течение продолжительного времени. Собственными силами Башнефти не удастся выйти на плановый объем добычи в установленный период, что может повлечь нарушение условий лицензии с ее последующим отзывом.

**Облигации Башнефти могут оказаться под давлением**

Мы считаем негативный сценарий наименее вероятным. Тем не менее, повышение неопределенности (как минимум, что касается даты эксплуатации месторождений) в связи с данной новостью является негативным фактором, который может оказать давление на котировки облигаций Башнефти (-/Ba2/BB).

Влияние новости на бумаги Лукойла (BBB-/Baа2/BBB-) мы оцениваем нейтрально, поскольку потенциальный вклад СП в добычу компании даже на пике в 2018-2019 гг. не превысил бы 2% от текущего производства, или 1,8 млн т в год, и сохраняем позитивный взгляд на евробонды LUKOIL19, которые выглядят недооцененными в сравнении с TNK-BP. Рублевые облигации эмитента неликвидны.

## 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

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	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 продолжает сбавлять обороты

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность из бюджета

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

### 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
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.