

Пульс рынка

- ▶ **Еврозона вновь стала источником негатива.** Протесты, прокатившиеся по Греции и Испании в ответ на меры жесткой экономии, вновь напомнили рынкам о проблемах еврозоны. Сегодня Испания должна представить Еврокомиссии план экономических реформ, целью которых является сокращение долговой нагрузки посредством мер экономии. Учитывая углубление экономической рецессии в еврозоне (о чем свидетельствует последняя макростатистика), а также нежелание населения периферии ограничивать свои расходы, осуществление реформ Испании может потребовать проведения референдума, что затянет формальное обращение страны за помощью. Также усилению негатива способствовало заявление ЦБ Испании о том, что, согласно его оценке, спад экономики в 3 кв. происходил "существенными темпами". В результате доходность 10-летних облигаций Испании выросла на 30 б.п. до YTM 6,04%. Европейские индексы акций упали на 2-3%. Индикатором сокращения аппетита к риску стало снижение доходности 10-летних UST на 4 б.п. до YTM 1,62%. Сегодня будет опубликована важная порция данных как по США (в частности, ВВП, заказы на товары длительного пользования), так и по еврозоне (прежде всего, индекс уверенности потребителей в сфере производства и услуг), которая навряд ли принесет позитив.
- ▶ **На ОФЗ нашелся высокий спрос - от "якорного" инвестора.** Судя по характеру сделок (17 из 22 удовлетворенных заявок имело объем 1 млрд руб. по номиналу и близкие цены), большая часть размещенного объема ОФЗ 25080 в ходе вчерашнего аукциона была приобретена одним участником. В условиях отсутствия позитива на внешнем рынке (корзина вчера подорожала на 35 копеек до 35,37 руб.) и сохраняющейся напряженной ситуации с ликвидностью (ставки о/п междилерского РЕПО выросли еще на 10 б.п. до 6,32% годовых) мы полагаем, что спрос был предъявлен одним из управляющих пенсионными средствами, которые традиционно являются "якорными" инвесторами рынка ОФЗ. Средневзвешенная доходность сложилась на уровне YTM 7,53%, не предполагая никакой премии ко вторичному рынку. Неудовлетворенный в ходе аукциона спрос, по-видимому, привел к небольшому росту цены ОФЗ 25080 на 5 б.п. на вторичном рынке. В то же время длинные ОФЗ находились под давлением продавцов (ценовые потери составили ~25-50 б.п.).
- ▶ **Ставки денежного рынка останутся повышенными до следующей недели.** Анализ денежных потоков позволяет сделать вывод о том, что с понедельника поступление госсредств в систему практически прекратилось, что вчера повлекло за собой отток средств в размере выплат по НДС и акцизам (260 млрд руб., оценка). Как мы и предполагали, воспользовавшись расширенными лимитами ЦБ, банки нарастили задолженность о/п РЕПО соразмерно налогам, предъявляя повышенный спрос и на депозиты Казначейства. Краткосрочные ставки на этом фоне значительно превысили 6%, достигнув 6,4%. И хотя уплата налога на прибыль сегодня и завтра (140 млрд руб., оценка) потребует меньшего объема дополнительных средств при сохранении прежних лимитов о/п РЕПО (сегодня 370 млрд руб.), можно ожидать повышенного спроса на депозитном аукционе Казначейства (50 млрд руб. на 91 день под мин. 6,9%), средства от которого поступят в пятницу. Однако это не отменяет высоких ставок денежного рынка, которые, скорее всего, останутся значительно выше 6% до начала следующей недели.
- ▶ **БРС восполнит выплату дивидендов "субордом".** БРС (В+/Ва3/В+) проводит road-show с целью размещения выпуска субординированных еврооблигаций с ожидаемым рейтингом от Fitch B-, на 2 ступени ниже рейтинга банка. Мы отмечаем, что потребность в капитале возникла, главным образом, из-за выплаты дивидендов на фоне быстрого роста кредитов (+26% в 1П 2012 г.). За 1П 2012 г. дивиденды и прочие выплаты акционерам составили 3,6 млрд руб. при чистой прибыли за период 3,1 млрд руб., что привело к снижению достаточности капитала 1-го уровня с 14% до 11,6%. Учитывая довольно существенную потерю в рейтинге за субординацию, мы не исключаем, что размещение новых бумаг может произойти с некоторой премией к существующим sub RSB 15 (YTM 8,6%) и sub RSB 16 (YTM 8,7%). Отметим, что в сравнении с sub RSB 15 недооцененным выглядит старший выпуск RSB 17 (YTP 8,3% @ июль 2015 г.).

Темы выпуска

- ▶ МегаФон – облигационный дебют технологического лидера
- ▶ КАМАЗ: издержки под контролем

МегаФон – облигационный дебют технологического лидера

Ориентир от
Мегафона
небезынтересен

На этой неделе в маркетинг вышел МегаФон (BBB-/Ваа3/BB+) с дебютным выпуском рублевых облигаций номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,37-8,63% к 2-летней оферте, что соответствует премии 170-200 б.п. к кривой ОФЗ. Мы позитивно оцениваем кредитное качество оператора и рекомендуем участвовать в размещении ближе к верхней границе ориентира: данный уровень предполагает премию к недавно размещенным бумагам НЛМК-7 (с учетом дюрации), по нашим оценкам, в 20 б.п., что выглядит справедливо, исходя из кредитных рейтингов. Премия к кривой МТС(BB/Ва2/BB+), исходя из озвученных ориентиров, составляет около 15-45 б.п. Однако обращающиеся выпуски МТС не отличаются торговой ликвидностью.

Ключевые финансовые показатели Мегафона

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2011	изм.
Выручка	66 760	63 104	+6%	58 557	+14%
OIBDA	28 263	25 537	+11%	25 236	+12%
Рентабельность по OIBDA	42,3%	40,5%	+1,8 п.п.	43,1%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль	1 702	9 272	-82%	11 343	-85%
Операционный поток	28 754	22 775	+26%	22 790	+26%
Инвестиционный поток, в т.ч.	73 803	-18 091	-	-28 671	-
Капвложения	-11 580	-13 288	-13%	-16 287	-29%
Финансовый поток	-94 879	909	-	-2 096	-

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	173 607	43 709	+4,0x
Краткосрочный долг	52 394	7 415	+7,1x
Долгосрочный долг	120 213	36 294	+3,3x
Чистый долг*	156 968	-43 687	-
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,5x	-	-

*С учетом срочных депозитов

**OIBDA за предшествующие 12 месяцев

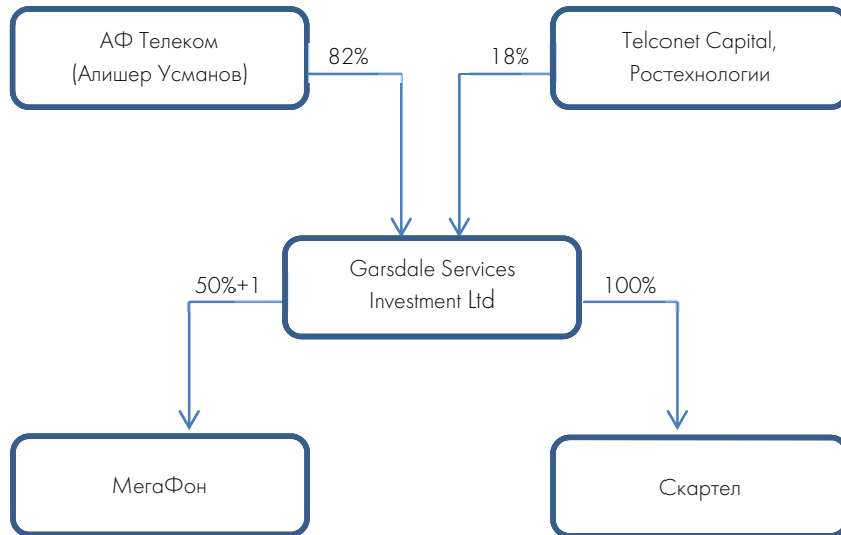
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Конкурентные
преимущества:
географический
фокус,
технологическое
лидерство

На наш взгляд, МегаФон обладает рядом важных конкурентных преимуществ перед МТС и ВымпелКомом. Мы выделяем следующие факторы:

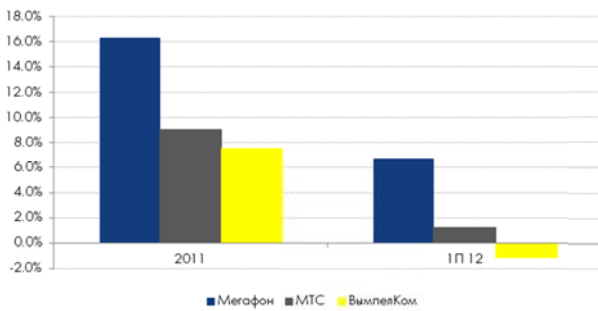
- Локализация бизнеса.** Выручка МегаФона на 99% обеспечивается российскими абонентами. В свете последних неудач на зарубежных рынках (отзыв лицензии МТС в Узбекистане, продажа вьетнамского подразделения и отсутствие компромисса с правительством Алжира у VimpelCom Ltd, отзыв лицензий в Индии, в том числе у Системы), географическая концентрация может рассматриваться как конкурентное преимущество.
- Лидерство в сегменте дополнительных услуг.** Несмотря на отставание от МТС по количеству абонентов, МегаФон является неоспоримым лидером в сегменте мобильной передачи данных. В 2008-2009 гг., когда МТС и, особенно, ВымпелКом, были вынуждены сократить инвестиции в строительство сети, МегаФон, наоборот, увеличил вложения в сети 3G. На сегодняшний день МегаФон с ~27 тыс. базовых станций 3G опережает МТС (25 тыс. БС) и ВымпелКом (16 тыс. БС), и, судя по результатам независимых исследований, лидирует по скорости и качеству беспроводного доступа в Интернет.
- Наличие общих акционеров со Скартелом.** В июле был создан холдинг Garsdale, в который Алишер Усманов внес 51% МегаФона, а владельцы Скартела (бренд Yota) – 100% оператора. Кроме того, в июне МегаФон первым из Большой Тройки начал предоставлять услуги по технологии LTE в качестве виртуального оператора на сети Скартела. Несмотря на предписание ФАС обеспечивать доступ к сети Скартела всем операторам, МТС, ВымпелКом и Ростелеком не пользуются такой возможностью, по слухам, из-за заградительных цен, выставляемых Скартелом. Таким образом, МегаФон имеет некоторый задел перед конкурентами в LTE (которые планируют начать массово предоставлять услуги по этому стандарту лишь со следующего года), а также расширенный набор частот, что сможет обеспечить более быстрый доступ в Интернет в дальнейшем.

Структура холдинга Garsdale

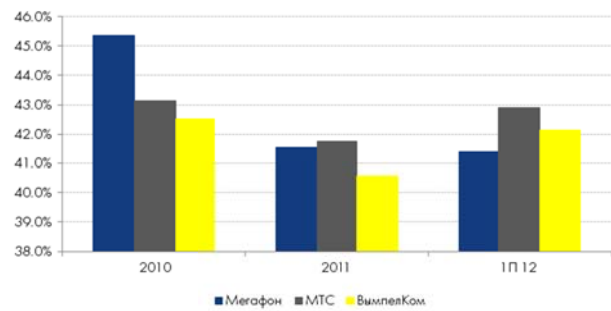


Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

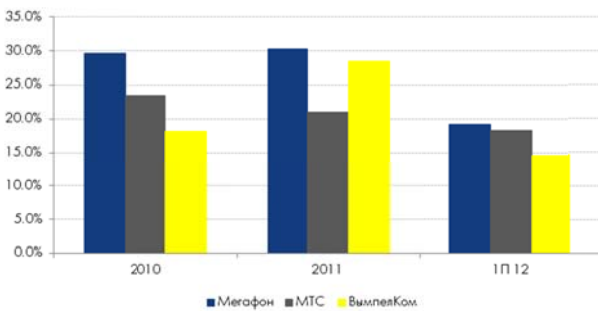
Темпы роста выручки (в долл. США), %



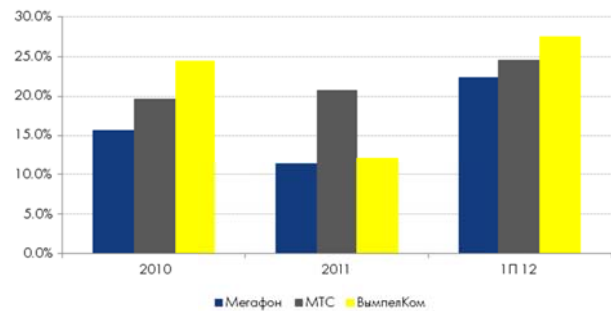
Рентабельность OIBDA, %



Соотношение инвестиций к выручке, %



Свободный денежный поток к выручке, %



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Технологическое превосходство снижает потребность в инвестициях в будущем

Важно отметить, что лидерство МегаФона по количеству базовых станций 3G, наличие самой протяженной транспортной сети (>100 тыс. км против 65 тыс. км у МТС и 25 тыс. км у ВымпелКома) и интенсивности инвестиций в строительство сети в течение последних лет, положительно сказываются на потребности в инвестициях в будущем. Так, на период до 2015 г. МегаФон планирует капитальные вложения на уровне 55-60 млрд руб. в год [в т.ч. 15 млрд руб. ежегодных инвестиций в сети LTE по условиям лицензии]. При среднегодовом темпе роста выручки в 5% (достаточно консервативная оценка) и рентабельности OIBDA на уровне 40%, свободный денежный поток будет составлять 40-60 млрд руб. в год, что практически снимает вопросы о рефинансировании долга. Более того, оплата конверсии военных частот может быть произведена за счет собственных средств даже при неблагоприятном сценарии (100 млрд руб. на четырех операторов за 2 года, т.е. по 12,5 млрд руб. на оператора в год).

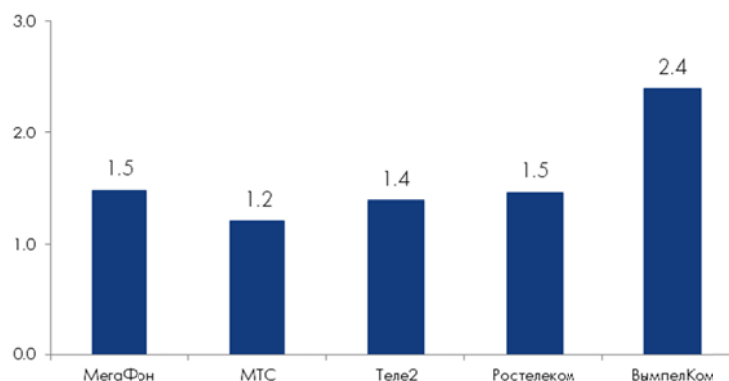
Ключевые риски – M&A, конкуренция

В то же время, мы отмечаем риски, которые потенциально могут привести к росту долговой нагрузки МегаФона:

- Возможность поглощения Скартела и/или Евросети в будущем.** В сентябре МегаФон договорился о приобретении 25% Евросети у Александра Мамута, а еще 25% купит Алишер Усманов, исходя из оценки 2,3-2,4 млрд долл. за всю компанию. Мы полагаем, что существует риск продажи г-ном Усмановым своего пакета МегаФону, что может увеличить долговую нагрузку последнего примерно на 600 млн долл. США. Также, на наш взгляд, существует риск консолидации МегаФоном Скартела, который был оценен приблизительно в 1,6 млрд долл. при создании Garsdale. В таком случае, помимо увеличения абсолютного уровня долга, ухудшатся и финансовые показатели МегаФона, поскольку уровень рентабельности Скартела существенно ниже. В качестве примера консолидации г-ном Усмановым своих активов в МегаФоне, можно привести контент-провайдера ВАС Медиа, совладельцами которого являлись Алишер Усманов и гендиректор МегаФона Иван Таврин.
- Усиление конкуренции на российском рынке.** В последнее время Минкомсвязи стало достаточно активно поддерживать идею введения принципа технологической нейтральности (т.е. возможности предоставлять услуги с использованием новых технологий на существующих частотах). Это может пошатнуть позиции Большой Тройки, Ростелекома и Скартела, которые сейчас фактически являются олигополистами в мобильной передаче данных. Также есть риск усиления конкуренции со стороны Ростелекома, который серьезно намерен сократить отставание в сегменте сотовой связи. В целом, возросшая конкуренция может негативно сказаться на темпах роста и рентабельности.
- Возможность международной экспансии.** Как уже упоминалось выше, МегаФон практически не имеет активов за рубежом. В то же время, его финансовое состояние вполне позволяет совершить трансграничную сделку M&A. С учетом чрезмерного регулирования отрасли связи в развитых странах и несовершенства законодательства в развивающихся, такие сделки воспринимаются инвесторами достаточно негативно. Приобретение зарубежного актива также приведет к росту долговой нагрузки.

Долговая нагрузка МегаФона находится на приемлемом уровне – 1,5х Чистый долг/OIBDA, что сопоставимо с уровнем Теле2 и Ростелекома. При этом, в случае проведения IPO МегаФона, которое запланировано на осень этого года, уровень Чистого долга может снизиться примерно на 50 млрд руб., а коэффициент Чистый долг/OIBDA опустится ниже 1х. Сама компания определяет коридор 1,2-1,5х по этому показателю в качестве целевого значения.

Долговая нагрузка российских операторов связи, 1П 2012 г., Чистый долг/OIBDA



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

КАМАЗ: издержки под контролем

Результаты оцениваем позитивно

КАМАЗ, крупнейший производитель грузовых автомобилей в РФ, опубликовал финансовые результаты за 1П 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем позитивно. Валовая рентабельность выросла с 16% до 17% г./г., в то время как рентабельность по EBITDA возросла вдвое с 5% до 10%, что мы связываем с контролем над издержками, в частности, на топливо и э/энергию, на персонал, на материалы и компоненты.

За 1П 2012 г. компания сократила совокупный долг на 5,7 млрд руб. (-25%) до 17,2 млрд руб., погасив обязательства из операционного денежного потока (3,3 млрд руб.) и средств на депозитах. Чистый долг снизился на 18%, а его отношение к LTM EBITDA - с 1,8х до 0,9х. Краткосрочная задолженность (6,4 млрд руб.) полностью покрывается накопленными ликвидными средствами (7,5 млрд руб., включая срочные депозиты). Кроме того, после отчетной даты были привлечены кредитные средства в объеме 4 млрд руб. со сроком погашения через 1,5 года. Также мы отмечаем существенное сокращение расходов на обслуживание долга компании - почти вдвое, как за счет снижения размера долга, так и субсидирования процентных ставок (что сократило процентные расходы на треть).

Ключевые финансовые показатели КАМАЗа

в млн руб., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.	2П 2011	изм.
Выручка	56 513	44 208	+28%	62 622	-10%
Валовая прибыль	9 684	6 986	+39%	8 017	+21%
Валовая рентабельность	17,1%	15,8%	+1,3 п.п.	12,8%	+4,3 п.п.
EBITDA	5 487	2 185	+2,5х		
Рентабельность по EBITDA	9,7%	4,9%	+4,8 п.п.		
Чистая прибыль	2 733	87	+31,4х	1 737	+57%
Операционный поток	3 351	-1 704	-	7 956	-2,4х
Инвестиционный поток, в т.ч.	4 148	1 587	+2,6х	-5 928	-
Капвложения	-1 147	-1 712	-33%	-1 015	+13%
Финансовый поток	-6 342	-353	+18,0х	-2 096	+3,0х
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012			31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	17 177			23 024	-25%
Краткосрочный долг	6 395			11 449	-44%
Долгосрочный долг	10 782			11 575	-7%
Чистый долг*	9 665			11 750	-18%
Чистый долг/EBITDA LTM**	0,9х			1,8х	-

*С учетом срочных депозитов

** EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Продажи в ключевом сегменте повысили выручку

Рост выручки в 1П 2012 г. на 28% г./г. был обеспечен ключевым сегментом - продажами грузовиков и машинокомплектов, как на внутреннем рынке (+37% до 35,5 млрд руб.), так и на экспорт (в основном, Украина и Казахстан) - до 5,7 млрд руб., или +52%. Отметим, что в целом экспортные продажи КАМАЗа продемонстрировали лучшую динамику, чем внутрироссийские, с ростом выручки на 47% г./г.

Более медленный рост расходов привел к повышению рентабельности

Себестоимость производства росла более медленными темпами (+26%), чем выручка, благодаря снижению затрат на топливо и э/энергию на 15% г./г. и сдержанному росту расходов на материалы и компоненты (+13%), которые формируют до 75% себестоимости компании. Давление на валовую рентабельность оказали учитываемые в себестоимости затраты на персонал, которые выросли на 34% г./г., а также расходы на оказание услуг.

Затраты на персонал, учитываемые в общеадминистративных расходах, компания смогла сократить на 9% г./г. Рост расходов на дистрибуцию удалось сдержать в пределах 16%. В итоге показатель EBITDA вырос в 2,5 раза по сравнению с 1П 2011 г. Маржа EBITDA достигла 9,7% (против 4,9% годом ранее), максимальный показатель за последние 4 года.

Капвложения профинансированы из операционного денежного потока

В 1П 2012 г. операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале вырос также в 2,5 раза г./г. до 5,7 млрд руб., что вкупе со снижением инвестиций в оборотный капитал с 3,7 млрд руб. в 1П 2011 г. до 2 млрд руб. привело к положительному операционному денежному потоку в размере 3,3 млрд руб. Этих средств было достаточно для финансирования капвложений в объеме 1,1 млрд руб.

Ориентир по новым облигациям КАМАЗа не исключает альтернатив на вторичном рынке

В маркетинге сейчас находится 3-летний выпуск биржевых облигаций КАМАЗ БО-3 на 2 млрд руб. с ориентиром YTM 10,51 – 11,04%, который соответствует премии к кривой ОФЗ в размере 335-390 б.п. Из обращающихся выпусков эмитента торговая ликвидность присутствует лишь в БО-2, последние сделки в котором проходили на уровне YTM 9,82% @ февраль 2014 г., что предполагает спред к суверенной кривой в пределах 324 б.п. Исходя из этого, предложенный ориентир несет премию 10-65 б.п., которая нивелируется относительно длинной дюрацией. В качестве негативного момента мы отмечаем отсутствие у компании рейтинга и, как следствие, невозможность включения бумаг в список РЕПО ЦБ. Лучшей альтернативой предлагаемым бумагам в сегменте машиностроения является более короткий выпуск СОЛЛЕРС-2 (YTM 9,4-9,6% @ июль 2013 г.), который имеет спред к кривой ОФЗ на уровне 320-345 б.п. (бумаги включены в А1 и список РЕПО ЦБ).

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 августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

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

Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п.

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: без сюрпризов

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

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.