

Пульс рынка

- ▶ **Аппетит на рискованные активы по-прежнему высок.** Тема европейского кризиса, на удивление, отошла на второй план (по-видимому, отсутствие нового негатива уже воспринимается как повод для позитива). Игре на повышение также способствует ожидание расширения баланса ЕЦБ и продолжающееся снижение доходностей на первичном рынке долгов еврозоны. Спрос на долги развивающихся стран остается высоким: так, Russia 30 подорожал до 118,8% от номинала. Новые бонды SBER 17 (@ 4,95%) вышли на "вторичку" на уровне номинала, а SBER 22 (@ 6,125%) - по 101%. По нашему мнению, текущее ралли лишено сильных фундаментальных причин и носит спекулятивный характер, что чревато быстрым разворотом (катализатором может стать, например, дефолт Греции).
- ▶ **Ажиотажный спрос на длинные ОФЗ.** Итоги вчерашнего аукциона по 9,5-летнему выпуску ОФЗ 26205 на 35 млрд руб. превзошли самые смелые ожидания: спрос превысил предложение более чем в 5 раз, а цена отсечения была установлена на уровне 96,87% от номинала, что соответствует YTM 8,25%, с дисконтом к рынку. Большая часть размещения пришлась на неконкурентные заявки, что, на наш взгляд, является опасной практикой. Вторичный рынок отреагировал ценовым ростом почти на 1 п.п. (до 97,90%, что соответствует YTM 8,1%) по сравнению с закрытием позавчера. Ажиотажный спрос на длинные ОФЗ в условиях, когда наблюдается дефицит рублевой ликвидности (об этом свидетельствует задолженность перед ЦБ РФ и Минфином (>1,3 трлн руб.), превышающая остатки на счетах ЦБ), как мы полагаем, вызван следующим: **1)** положительный уровень реальных доходностей вдоль всей кривой ОФЗ (>1,5 п.п. на дальнем конце) на фоне низких инфляционных рисков является фактором привлекательности ОФЗ для управляющих пенсионными средствами, а также для нерезидентов (кстати, вчера мы видели высокий спрос именно от последних); **2)** поступающие бюджетные средства (по нашим оценкам, вчера ~160 млрд руб.) банки не могут в полном объеме направлять в рискованные активы (в частности, в кредитование) из-за низкой достаточности капитала (14,7% по всей банковской системе), что оставляет мало возможностей для выбора инструментов инвестирования. Низкие ожидания негативной ценовой коррекции на рынке ОФЗ (по крайней мере, в краткосрочной перспективе) позволяют инвесторам использовать даже длинные ОФЗ как краткосрочный инструмент (как более доходную альтернативу депозиту ЦБ), а традиционно большой приток пенсионных средств в конце 1 кв. (в частности, на счета ГУК) увеличивает шансы выхода из позиции без ценовых потерь.
- ▶ **Рынок облигаций перешел на более низкие уровни доходностей.** Вслед за агрессивным спросом на ОФЗ произошел ценовой рост по всем бумагам. Так, ЕАБР-3 (YTP 8,54% @ октябрь 2013 г.) и ЕАБР-4 (YTP 8,58% @ февраль 2014 г.) подорожали на 50 б.п., а книга по 2-летним ЕАБР-1 закрылась по ставке купона 8,5% годовых, ниже первоначального ориентира. Ставка купона 2-летних ГПБ БО-3 определена на уровне 8,5% годовых, т.е. по нижней границе диапазона.
- ▶ **Завтра ЦБ примет решение по ставкам,** снижение которых пока видится нам маловероятным. При продолжающемся сокращении годового показателя инфляции внимание ЦБ смещается к экономическим рискам, возможное усиление которых потребует смягчения монетарной политики. Однако в условиях некоторой стабилизации на денежном рынке и отсутствия макростатистики за январь (способной пролить свет на дальнейшее развитие ситуации) ЦБ может воздержаться от незамедлительных решений.
- ▶ **Воспользоваться окном спешат эмитенты второго эшелона.** ЛК Уралсиб (Fitch: BB-) открывает книгу заявок на БО-5 номиналом 5 млрд руб., ориентир по ставке купона 11,0-11,5% годовых, что соответствует YTM 11,46% - 12,01% к погашению через 3 года. Несмотря на благоприятную конъюнктуру, мы считаем, что за пределами высококачественных бумаг спрос пока остается низким.

Темы выпуска

- ▶ Газпром: курсовой эффект поддержал EBITDA
-

Газпром: курсовой эффект поддержал EBITDA

Результаты оцениваем
нейтрально

Вчера Газпром (BBB/Baa1/BBB) опубликовал неаудированную финансовую отчетность по МСФО за 3 кв. и 9М 2011 г., которую мы оцениваем нейтрально.

Ключевые финансовые показатели Газпрома

| В млрд руб., если не указано иное | 3 кв. 2011 | 3 кв. 2010 | изм. |
|-----------------------------------|---------------|--------------|-----------|
| Выручка | 949,6 | 779,3 | +22% |
| ЕБИТДА | 395,8 | 261,0 | +52% |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 41,7% | 33,5% | +8,2 п.п. |
| Операционная прибыль | 328,0 | 197,0 | +66% |
| Операционная рентабельность | 34,5% | 25,3% | +9,2 п.п. |
| Чистая прибыль | 155,6 | 160,5 | -3% |
| Чистая рентабельность | 16,4% | 20,6% | -4,2 п.п. |
| Операционный поток | 378,3 | 270,6 | +40% |
| Инвестиционный поток, в т.ч. | -402,4 | -254,8 | +58% |
| Капвложения | -404,2 | -248,6 | +63% |
| Финансовый поток | -60,4 | -73,3 | -18% |
| в млрд руб., если не указано иное | 30 сент. 2011 | 31 дек. 2010 | изм. |
| Совокупный долг, в т.ч. | 1 430 | 1 315 | +9% |
| Краткосрочный долг | 279 | 191 | +46% |
| Долгосрочный долг | 1 151 | 1 124 | +2% |
| Чистый долг | 1 048 | 874 | +20% |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM* | 0,59x | 0,64x | - |

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение объемов поставок в Европу и СНГ компенсировано ростом цен

На динамику выручки в 3 кв. 2011 г. (+22% г./г.) оказали влияние несколько разнонаправленных факторов:

- Европа и другие страны: снижение спроса на газ со стороны европейских потребителей привело к сокращению физических объемов поставок в этом сегменте на 1,3% г./г. (хотя фактическое снижение европейских поставок, скорее всего, было еще больше, поскольку общая цифра отражает еще поставки СПГ в Азиатско-Тихоокеанский регион), однако было компенсировано повышением среднего уровня цен на 31% г./г. В результате валовая выручка сегмента выросла на 23% г./г.
- СНГ: объемы поставок сократились на 8% г./г. на фоне удорожания газа в среднем на 36%, в итоге рост выручки составил 20% г./г.
- Россия: сохранение объемов на уровне 2010 г. (-1%) и повышение ФСТ внутренних цен на газ в среднем на 12% г./г. обеспечило рост выручки на 10% г./г.

Также стоит отметить, что существенную поддержку выручке оказали продажи продуктов нефтегазопереработки, которые выросли на 43% г./г. благодаря благоприятной конъюнктуре на рынке нефти и нефтепродуктов.

Существенное повышение рентабельности, среди прочего, связано с эффектом курсовых разниц

Несмотря на значительное повышение НДПИ на газ с 1 января 2011 г. со 147 руб. до 237 руб. за тыс. куб. м, а также возросшие расходы на покупные газ и нефть (+14%), опережающий рост выручки позволил улучшить рентабельность по ЕБИТДА более чем на 8 п.п. При этом стоит отметить, что существенную поддержку рентабельности оказал неденежный эффект курсовых разниц (переоценка дебиторской задолженности зарубежных покупателей), который понизил операционные расходы на 33,3 млрд руб. в 3 кв. 2011 г. против 14 млн руб. годом ранее. С учетом корректировки, рентабельность по ЕБИТДА за квартал составила 38,2%, увеличившись г./г. на 4,7 п.п.

В целом по 2011 г. компания ожидает, что объемы добычи газа достигнут 513 млрд куб. м (экспорт в дальнее зарубежье увеличится на 8,2% до 150 млрд куб. м при сокращении поставок в Европу на 46 млрд куб. м), рост выручки и ЕБИТДА относительно 2010 г. составит 30% и 40%, соответственно.

В 3 кв. компания нарастила инвестиции в основные проекты...

Инвестиционная деятельность в 3 кв. 2011 г. была профинансирована (на 86%) из операционных потоков и частично из накопленных денежных средств компании. За 3 кв. 2011 г. сумма капвложений (не включая приобретения дочерних обществ) достигла 404,2 млрд руб., превысив аналогичный показатель 2010 г. на 63%, главным образом, за счет увеличения расходов на строительство основных инфраструктурных объектов: Бованенково-Ухта, Починки-Грязовец, системы магистральных трубопроводов Ухта-Торжок, газопровода Сахалин-Хабаровск-Владивосток и др.

...выполнив годовую программу на 81%. Бюджет на 2012 г. пока утвержден на уровне 777 млрд руб. (-40% г./г.)

В целом, инвестиции Группы Газпром за 9М 2011 г. превысили 1 трлн руб. (+35% г./г.), тем самым принятая инвестпрограмма была выполнена на 81%. Остальные ~300 млрд руб. могут быть полностью профинансированы из операционного потока в 4 кв. 2011 г. На 2012 г. инвестиционный бюджет Газпрома пока утвержден на уровне 777 млрд руб. (-40% г./г.) для реализации только самых необходимых инфраструктурных проектов. Тем не менее, компания не исключает, что при благоприятной ситуации на рынках, инвестпрограмма может быть скорректирована в сторону повышения (часто это происходит во втором квартале года).

В ходе телеконференции были прояснены некоторые моменты

В ходе телеконференции, проведенной менеджментом компании, были также прояснены некоторые важные вопросы относительно операционной деятельности:

1) По итогам переговоров с европейскими покупателями по цене на газ на 2012 г., по словам менеджмента, существенных изменений доли спотовой составляющей в цене на газ не произойдет, поскольку были найдены другие решения (которые не были раскрыты).

2) Работы по второй нитке Северного потока идут по плану, и осенью 2012 г. ожидается ее запуск с выходом на полную мощность в 4 кв. 2012 г. Мощность морской части пути (первая и вторая нитки) составит 55 млрд куб м.

Долговая нагрузка на комфортном уровне 0,6x

За 9М 2011 г. совокупный долг Газпрома увеличился на 9% (прогноз на конец 2011 г. - 10%) до 1,4 трлн руб. за счет привлечения новых долгосрочных займов, а также переоценки обязательств в связи с укреплением доллара США и евро к рублю. При этом необходимо отметить, что 37% долга погашается через 2-5 лет, и еще 24% - более чем через 5 лет. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA остается на комфортном уровне 0,6x.

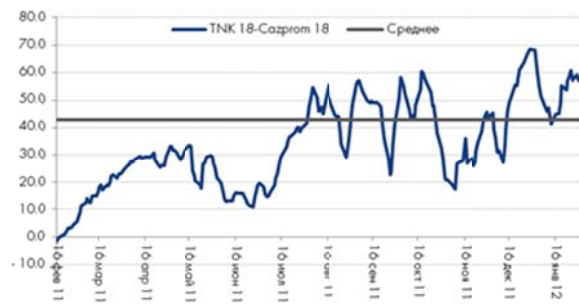
Бумаги Газпрома представляются справедливыми ценными

Рублевые бумаги Газпрома, также как и евробонды либо имеют низкую торговую ликвидность, либо находятся на средних значениях своих спредов к суверенной кривой. В частности, спред между близкими по дюрации выпусками Gazprom 19 и Russia 30 находится на уровне 125 б.п., при этом среднее значение за последние полгода составляет 110 б.п. Привлекательность бумаг Gazprom 19 обусловлена их высокой ставкой купона (9,25% годовых) в сравнении с Russia 30 (7,5% годовых). Мы обращаем внимание на расширенный спред TNK 18 (@ 7,88%) - Gazprom 18 (@ 8,15%), что связано, помимо различия в базе инвесторов, со ставками купонов не в пользу TNK 18.

Спред Gazprom 19 - Russia 30



Спред TNK 18 - Gazprom 18



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

| | |
|---------|--------------------------------|
| 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 |
| 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.