

Пульс рынка

- ▶ **Позитивная макростатистика по США и Китаю подтолкнула финансовые рынки вверх.** Пятничная порция данных по США была позитивно воспринята инвесторами. Значение индекса потребительской уверенности в январе выросло до 73,8, что оказалось выше консенсус-прогноза. Также заметно лучше ожиданий, согласно значению индекса ISM Mfg (53,1 - максимум с мая 2012 г.), обстоят дела в обрабатывающих отраслях. Несколько разочаровал отчет по рынку труда: уровень безработицы в январе вырос до 7,9% против 7,8% в декабре и ожидавшихся 7,7%, что стало следствием замедления роста новых рабочих мест. В Китае, в отличие от промышленного производства (данные были опубликованы на прошлой неделе), сфера услуг продолжает подъем быстрыми темпами: значение индекса PMI составило 56,2, что является максимальным уровнем с августа прошлого года. В конце прошлой недели повышение аппетита к риску позволило индексам акций прибавить 1%, при этом 10-летние UST подросли на 5 б.п. до YTM 2,04%. Коррекция в суверенных бондах Бразилии и РФ приостановилась.
- ▶ **По итогам 2012 г. Резервный фонд пополнился лишь на 700 млрд руб.** По информации с сайта Минфина, трансферт в Резервный фонд был осуществлен 1 февраля и составил 713 млрд руб., что почти на 200 млрд руб. меньше анонсированных ранее и первоначально запланированных 900 млрд руб. (согласно 1-му проекту постановления, опубликованному в 20-х числах января). Как следствие, Резервный фонд на сегодня вырос более чем на 40% до 2,6 трлн руб. (1,85 трлн руб. на 1 февраля 2012 г.). Как мы и предполагали, перечисление средств совпало по срокам с датами прошлого года. Однако непонятно, почему ведомство столь существенно сократило запланированный трансферт. По официальным данным, разница объясняется 187 млрд руб. т.н. "ненефтегазовых доходов, использованных на замещение объемов госзаимствований РФ, а также поступлений от продажи акций в собственности РФ", но еще неделю назад их не было. Напомним, что, по нашим оценкам, ранее для перечисления 900 млрд руб., Минфину необходимо было вернуть почти все погашаемые в январе депозиты в банках (504 млрд руб.). Вместо этого, Казначейство в последние 2 недели стало активно их пролонгировать. Это еще больше удивляет, если учесть, что в начале года у Минфина практически нет возможностей размещать свободные средства: 1) основной приток бюджетных доходов поступает на его счета в последние числа месяца, 2) одновременные крупные расчеты с бюджетополучателями не создают условий для использования средств так рано. Но в итоге, неожиданно для нас, ведомство предоставило рынку 29 и 31 января в сумме 200 млрд руб. (на 7 дней), а неделей ранее - 160 млрд руб. (на 7 дней). С учетом дат аукционов, это предполагало дополнительное предложение средств от Казначейства как раз на 200 млрд руб. Мы полагаем, что именно размещение новых депозитов сроком погашения за пределами 1 февраля, когда осуществлялось пополнение Резервного фонда, могло и стать причиной сокращения самого трансферта. Учитывая стремление ЦБ сократить зависимость банков от РЕПО, Казначейство, судя по всему, изыскало средства для "инъекции" через размещение госсредств. Из 200 млрд руб. банки привлекли на прошлой неделе 70 млрд руб. на 7 дней. То, что завтра Казначейство предложит аналогичную сумму только на 7 дней и под мин. 5,8% (выше, чем мин. 5,7% на прошлом аукционе) подтверждает наши предположения, что возможности ведомства по размещению депозитов пока сильно ограничены.
- ▶ **Новое предложение от Башнефти (-/Ba2/BB) не исключает альтернатив.** Башнефть открывает книгу заявок по облигациям общим номиналом 30 млрд руб. с ориентирами YTM 8,68-8,94% по 5-летним и YTM 8,89-9,15% по 7-летним бумагам, что предполагает премию к кривой ОФЗ в 248-274 б.п. и 237-263 б.п., соответственно. Учитывая, что недавно разместившийся 5-летний выпуск ТрансКонтейнер-4 (-/Ba3/BB+), хоть и меньшей дюрации (3,84 года), котируется с YTM 8,52% (=ОФЗ + 240 б.п.), новые бумаги Башнефти могут быть интересны не ниже озвученных границ. Кроме того, ориентир по находящимся в маркетинге 5-летним бумагам РусГидро (BB+/Ba1/BB+) на уровне YTM 8,68-8,94%, (такие же, как у 5-летних облигаций Башнефти) выглядит интереснее, учитывая более сильный кредитный профиль.

Темы выпуска

- ▶ ВВП-2012: одного потребления мало
- ▶ Роснефть: средства для покупки ТНК-ВР найдены

ВВП-2012: одного потребления мало

Рост ВВП замедлился сильнее ожиданий

Согласно предварительным оценкам Росстата, рост ВВП в 2012 г. замедлился до 3,4% против 4,3% в 2011 г. Это даже несколько хуже скорректированной нами осенью в сторону снижения оценки в 3,5% (до этого мы ожидали 3,7%) и первоначальных официальных прогнозов властей (3,7%).

Основным драйвером роста экономики в 2012 г. оставалось потребление домохозяйств, при этом его решающая роль в динамике ВВП по сравнению с 2011 г. только увеличилась. Потребление, рост которого в 2012 г. даже ускорился до 6,6% (6,4% в 2011 г.), само по себе обеспечило все 3,4 п.п. роста ВВП в 2012 г., в то время как влияние оставшихся компонент нивелировало друг друга.

Вклад отдельных компонент в формирование ВВП, 2006-2013 гг.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Наибольший вклад в прирост ВВП обеспечило потребление...

...при том что, вклад инвестиций сильно сократился, и полностью нивелировался за счет отрицательного чистого экспорта

Отдельного внимания заслуживает сильное сокращение общего вклада инвестиционной компоненты в формирование добавленной стоимости - лишь 1,2 п.п., что вчетверо ниже, чем в 2011 г. Темпы роста вложений в основные средства замедлились до 6% против 10,2%. Кроме того, в процентах от ВВП, инвестиции в основной капитал остались на уровне 23% от номинального ВВП, что лишь немного выше, чем в 2010 и 2011 годах. Несмотря на это, именно инвестиции обеспечили весь прирост валового накопления, в то время как вклад изменения запасов, восстановление которых в 2011 г. сыграло важную роль в сохранении сравнительно высоких темпов роста ВВП (вклад 2,4 п.п.), в 2012 г. был незначителен. Снижение склонности к накоплению товарно-материальных запасов, на наш взгляд, обусловлено ухудшением ожиданий компаний на фоне растущей стоимости заимствований и неопределенности относительно перспектив спроса.

Позитивное воздействие инвестиций на ВВП было полностью "съедено" отрицательным эффектом чистого экспорта (-1,4 п.п.). Он остается в негативной зоне, как это было в 2010 и 2011 годах при недостаточно быстром реальном ускорении темпов роста экспорта (1,8% в годовом выражении). Тем не менее, на фоне существенного замедления реального роста импорта (до 8,7% в годовом выражении против 20,3% в 2011 г.), негативный вклад чистого экспорта в ВВП сократился.

Сектор торговли привнес больше добавленной стоимости, чем обрабатывающая отрасль, с/х снизило ВВП из-за засухи

В терминах производства добавленной стоимости, среди отраслей наиболее внушительный позитивный эффект на ВВП оказала оптовая и розничная торговля (1,2 п.п.) - лидирующий в структуре ВВП сектор (почти 20%). При этом вклад обрабатывающей отрасли, не менее весомой компоненты, оказался значительно хуже показателей торговли и гораздо меньше, чем в 2011 г. - только 0,5 п.п. За исключением финансовых услуг и операций с недвижимостью, вклад которых в прирост добавленной стоимости в 2012 г. оказался нетипично велик - суммарно 1,1 п.п., результаты остальных отраслей разочаровывают. Так, вопреки реализации крупных инфраструктурных гособъектов в 2012 г. при подготовке к саммиту АТЭС и олимпиаде Сочи-2014, положительный эффект на ВВП от строительства сократился до 0,1 п.п. Единственным сектором, снизившим рост ВВП стало с/х, падение которого на 3,8% в 2012 г. стало следствием засухи.

По новым данным, рост ВВП в 4 кв., как мы и опасались, замедлился до 2%, в 1 кв. 2013 г. может быть и ниже 2%

Новые данные заслуживают наибольшего интереса, поскольку указывают на то, что рост экономики в 4 кв. 2012 г., как мы и опасались, замедлился до 2,0% (после 2,9% в 3 кв. и 4,4% в 1П 2012 г.). Продолжение этой тенденции вкупе с эффектом высокой базы начала 2012 г., на наш взгляд, может привести к тому, что в 1 кв. 2013 г. рост ВВП едва ли превысит показатель предшествующего квартала. Более того, мы не исключаем, что рост экономики может оказаться и ниже 2%, что, как мы полагаем, не останется незамеченным ни в Правительстве, не в ЦБ, и ввиду продолжающегося всестороннего давления на Банк России может иметь следствием преждевременное, на наш взгляд, снижение ставок регулятором уже в феврале.

Драйвером ВВП останется потребление, которое будет определяться динамикой кредитования. В 2013 г. Ожидаем замедления роста ВВП до 3,0%

Несмотря на то, что на динамике ВВП продолжит сказываться сокращение внешнего спроса, основные риски замедления экономики в 2013 г. мы связываем с недостатком внутренних источников роста. Мы считаем, что платежеспособность спроса может сократиться вслед за замедлением роста зарплат (после обусловленного выборами всплеска социальных расходов в 2012 г.) и ужесточением регулирования потребительского кредитования, тогда как господдержка будет ограничена. Ускорить рост экономики в более отдаленной перспективе возможно лишь в случае реализации мер по улучшению институциональной среды, сокращению административных барьеров и повышению конкуренции, а также новых шагов к более прозрачной и скоординированной политике ЦБ и Минфина, но это вопрос не одного года. На этом фоне мы прогнозируем замедление роста ВВП в 2013 г. до 3,0% после 3,4% в 2012 г.

Роснефть: средства для покупки ТНК-ВР найдены

Нейтральная отчетность за 4 кв. 2012 г.

В пятницу Роснефть опубликовала финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Рентабельность по EBITDA ожидаемо сократилась до 18%, капитальные вложения выросли на 16% кв./кв., но остались в рамках первоначальных прогнозов менеджмента. Долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA осталась на прежнем уровне (1,1x). Какой-либо новой информации о предстоящей сделке по покупке ТНК-ВР представлено не было, было лишь озвучено, что она идет в рамках соглашений. Менеджмент обещал представить обновленную стратегию, как только это станет возможным.

Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	790	809	-2%	3 078	2 718	+13%
ЕБИТДА	144	198	-27%	609	586	+4%
Рентабельность по EBITDA	18%	24%	-6 п.п.	20%	22%	-2 п.п.
Чистая прибыль	57	188	-70%	341	316	+8%
Чистая рентабельность	7%	23%	-16 п.п.	11%	12%	-1 п.п.
Операционный поток	137	160	-14%	516	487	+6%
Капвложения	-122	-105	+16%	-466	-391	+19%
Свободный поток	15	55	-73%	50	96	-48%
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.			
Совокупный долг, в т.ч.	963	884	+9%			
Краткосрочный долг	126	115	+10%			
Долгосрочный долг	837	769	+9%			
Чистый долг	667	644	+4%			
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,1x	1,1x	-			

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Операционный рост продолжается, существенный прорыв ожидается не ранее 2015 года

В 4 кв. 2012 г. выручка Роснефти сократилась на 2,3% кв./кв. из-за падения продаж нефтепродуктов на 5,2% кв./кв. Снижение объемов их реализации связано с сезонным сокращением продаж на внутреннем рынке (-14,8% кв./кв.).

В целом же за год рост реализации жидких углеводородов составил 4,9% г./г. Роснефти удается наращивать как объемы добычи сырой нефти, так и ее переработку. Рост добычи сырой нефти обеспечивают новые лицензии и перспективные месторождения в Восточной Сибири, а программа модернизации перерабатывающих активов нацелена как на увеличение объемов переработки, так и на выпуск светлых высококачественных продуктов переработки. Тем не менее, существенного эффекта от этой программы стоит ждать не ранее 2015 г. (и уже у объединенной компании Роснефть-ТНК). Мы полагаем, что примерно в тот же период стоит ожидать и первых результатов синергии двух компаний. Напомним, что президент Роснефти Игорь Сечин оценил синергетический эффект от слияния двух компаний в 3-5 млрд долл., что может составить 9-15% прогнозного показателя EBITDA объединенной компании.

"Ножницы Кудрина" сократили рентабельность экспорта нефти

Несмотря на стабильные цены на нефть, EBITDA Роснефти упала на 27% кв./кв., а рентабельность сократилась до 18%. Главным фактором стали «ножницы Кудрина»: экспортные пошлины возросли на 11% кв./кв., а рентабельность экспорта упала до 53,5 долл./барр. Сезонно выросли и операционные расходы из-за статей, которые обычно признаются в конце года, в том числе дополнительных расходов на персонал, связанных с бонусными программами. В результате операционные расходы (без учета затрат на покупку углеводородов и экспортных пошлин) увеличились на 4,5% кв./кв.

Чистая прибыль сократилась из-за прочих расходов

На чистую прибыль, кроме факторов, оказавших давление на EBITDA, негативно повлияли прочие расходы (-23 млрд руб.), тогда как в 3 кв. 2012 г. Роснефть получила чистый доход по этим статьям в размере 75 млрд руб. Даже без учета неденежной прибыли (82 млрд руб.), полученной от сделки с Итерой в 3 кв. 2012 г., в 4 кв. 2012 г. чистые прочие расходы выросли на 16 млрд руб. кв./кв. В результате чистая прибыль сократилась на 66% кв./кв. Но по итогам всего 2012 г. она выросла более чем на 7% до 342 млрд руб. (в т.ч. за счет неденежных статей).

У Роснефти есть возможности по сокращению дивидендов, которыми она, наверно, не воспользуется

На фоне увеличения чистой прибыли по итогам 2012 г. акционеры, в том числе и Роснефтегаз, могут рассчитывать на рост дивидендов, если Роснефть не будет корректировать чистую прибыль на неденежные доходы, как это, например, делал Газпром. Мы считаем, что все же Роснефть распределит дивиденды в пользу акционеров в полном объеме без каких-либо корректировок. Компания может выплатить примерно 86 млрд руб., большую часть из которых получит Роснефтегаз. Возможно, предпочтительнее было бы оставить средства в компании, учитывая предстоящую сделку, но Правительство намерено перераспределять прибыль госкомпаний, в том числе и для финансирования бюджета. Стоит также учесть, что Роснефтегазу нужны средства для реализации своих планов в секторе электроэнергетики.

Долговая нагрузка стабильна в преддверии сделки по покупке ТНК-ВР

По итогам 2012 г. долговая нагрузка Роснефти практически не изменилась, общий долг вырос на 9% кв./кв., а чистый долг всего на 4% кв./кв. Напомним, что компании потребуется в общей сложности около 45 млрд долл. денежных средств для финансирования сделки по покупке ТНК-ВР. В ходе телеконференции менеджмент Роснефти заверил, что необходимая сумма уже найдена. Мы также считаем, что недавнее подписание долгосрочного контракта с Польшей связано в том числе и с привлечением дополнительных средств для финансирования этой сделки. Договор гарантирует закупки нефти у компании в объеме 18 млн тонн, что в текущих ценах составляет 15 млрд долл. Такой достаточно крупный контракт может вполне служить дополнительным обеспечением для кредиторов.

Бумаги без потенциала для ценового роста быстрее рынка

Размешенные в прошлом году облигации Роснефть-4,5 (YTP 7,87 @ октябрь 2017 г.) предполагают премию к кривой ОФЗ в размере 170 б.п. Мы ожидаем сокращения этой премии в рамках общего сужения кредитных спредов бумаг 1-го эшелона. На рынке еврооблигаций на текущих ценовых уровнях бумаги Роснефти котируются с дисконтом к кривой Газпрома и в связи с этим не представляют интереса для покупки. Кроме того, в среднесрочной перспективе от Роснефти стоит ожидать высокий объем предложения нового длинного долга (прежде всего, евробондов) для рефинансирования краткосрочных траншей кредитов (22,5 млрд долл.), что может транслироваться в премию к рынку (Газпрому).

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Замедление роста ВВП: "инъекция" от ЦБ неминуема?

Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

Инфляция

Инфляция: позитивные итоги года

Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ РФ в январе: не время для изменений

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промышленность в ноябре: анемичный рост

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

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
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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 инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.