

## Пульс рынка

- ▶ **Чаша весов вновь склонилась в пользу военных действий.** Намерения Б. Обама провести точечные авиаудары по Сирии (в течение 60-90 дней) вчера нашли поддержку среди ключевых представителей как демократов, так и республиканцев, что оказало негативное влияние на финансовые рынки (американские индексы растеряли почти весь ценовой рост на открытии, европейские индексы закрылись в минусе). Военное вмешательство США может привести к заметному росту цен на нефть. Выход очередной порции позитивной макростатистики по США (значение ISM оказалось лучше ожиданий) способствовал повышению доходностей 10-летних UST на 5 б.п. до YTM 2,88%.
- ▶ **Минфин вновь заходит с короткого конца.** В ответ на негативный внешний фон (который не позволил сформировать спрос на 10-летние бумаги в прошлую среду) Минфин вновь сместил предложение в пользу коротких бумаг, предложив на сегодняшнем аукционе ОФЗ 25082 в объеме 13,6 млрд руб. (весь остаток выпуска, запланированного к размещению в 3 кв.). Ориентир, озвученный в пределах YTM 6,45-6,50%, не предполагает заметной премии ко вторичному рынку: последние сделки в близких по дюрации бумагах 26203 проходили на уровне YTM 6,48%, на том же уровне находились и котировки ОФЗ 25082. За последнюю неделю цены на ОФЗ практически не изменились (в частности, длинные ОФЗ 26207 остались около YTM 8,0%), что, скорее всего, обусловлено снижением доходностей базовых активов. В условиях неопределенного внешнего фона нерезиденты не проявляют интерес к ОФЗ. Спрос на аукционе могут сформировать лишь внутренние участники, располагающие избытком рублевой ликвидности. Кстати говоря, об улучшении ситуации с ликвидностью после налоговых платежей свидетельствует снижение ставок междилерского о/п РЕПО на 25 б.п. до 6,0% годовых.
- ▶ **Снижение ставок на ближайшем заседании ЦБ под большим вопросом.** Вчера Э. Набиуллина сделала ряд важных заявлений: 1) "смягчение денежной политики ... облегчит боль на какое-то время, но практически никак не повлияет на долгосрочные темпы экономического роста"; 2) если рост тарифов выйдет за пределы недавно введенных более жестких ограничений (6% в 2014 г., 5% в 2015-2016 гг.) "ЦБ придется ужесточить политику ... либо повысить прогноз инфляции", при этом оптимальный уровень на 2014 г. теперь составляет 4,5%; 3) сокращение ставок будет происходить лишь по факту снижения инфляционных рисков. Эти высказывания, по нашему мнению, сокращают вероятность снижения ключевых ставок на ближайшем заседании ЦБ 13 сентября (в том числе потому, что текущая инфляция (6,4%) выше целевого уровня 6% на 2013 г.). Таким образом, спекулятивный интерес для покупки краткосрочных ОФЗ в настоящий момент отсутствует.
- ▶ **АТБ (-/B2/B+): высокая прибыльность на плохом рынке.** Финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г. произвели на нас позитивное впечатление. Темп кредитования немного ускорился: +11,9% против +7,2% в 1 кв. за счет корпоративного сегмента (+13,3%) и потребкредитов (+11,6%). Рост кредитного портфеля в 1П 2013 г. (+20%) согласуется с планами банка по увеличению активов в 2013 г. на 35%. Показатель NPL 90+ в сегменте потребительских кредитов (который имеет наибольшую концентрацию кредитного риска) вырос еще на 0,4 п.п. до 10,2%, при умеренном объеме списаний (около 0,5% сегмента во 2 кв.). Стоит отметить, что, судя по динамике NPL 1-90 дней (~5,6% сегмента), признаков дальнейшего ухудшения качества в этом сегменте не наблюдается. Качество остальных сегментов не претерпело изменений, при этом показатель NPL 90+ в целом по портфелю составил 6,7% (+0,3 п.п. кв./кв.), что выглядит все еще комфортно в сравнении с чистой процентной маржой - 9,6% (-0,6 п.п. кв./кв.). Давление на нее, по-видимому, оказало увеличение портфеля ценных бумаг (на 8,2 млрд руб. до 23,5 млрд руб. за счет ОФЗ и корпоративных облигаций с рейтингом не ниже BB-) с использованием РЕПО от ЦБ (+5 млрд руб.). Рентабельность капитала (ROAE) за 1П 2013 г. составила 27% (+6 п.п. кв./кв.), что сопоставимо с планируемым ростом кредитования. Достаточность капитала 1-го уровня по Базель 1 осталась на уровне 12,8%. Тем не менее, показатель Н1.2 по РСБУ во 2 кв., по нашим оценкам, просел на 1,38 п.п. до 8,72% (до 8,65% на 1 августа 2013 г.), что мы считаем комфортным для универсального банка. Мы полагаем, что выпуск АТБ БО1 (YTM 9,3% @ август 2014 г.) справедливо оценен.

## Темы выпуска

- ▶ **Газпром: сильные результаты на разовых эффектах**

## Газпром: сильные результаты на разовых эффектах

**Единоразовый рост рентабельности за счет непроизводственных статей**

Вчера Газпром (BBV/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по итогам 1 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Показатели существенно улучшились г./г. за счет неоперационных статей и ретроспективных корректировок. Мы полагаем, что рост рентабельности носит разовый характер. Общий долг Газпрома увеличился на 3% кв./кв., а долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) сократилась до 0,5х на фоне роста ЕБИТДА.

### Ключевые финансовые показатели Газпрома

| в млн руб., если не указано иное | 1 кв. 2013 | 1 кв. 2012 | изм.       | 1 кв. 2013   | 4 кв. 2012   | изм.      |
|----------------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|-----------|
| Выручка                          | 1 461 441  | 1 225 278  | +19%       | 1 461 441    | 1 415 929    | +3%       |
| Валовая прибыль                  | 515 981    | 298 967    | +73%       | 515 981      | 423 808      | +22%      |
| Валовая рентабельность           | 35,3%      | 24,4%      | +10,9 п.п. | 35,3%        | 29,9%        | +5,4 п.п. |
| ЕБИТДА                           | 621 262    | 387 718    | +60%       | 621 262      | 518 461      | +20%      |
| Рентабельность по ЕБИТДА         | 42,5%      | 31,6%      | 10,9 п.п.  | 42,5%        | 36,6%        | +5,9 п.п. |
| Чистая прибыль                   | 380 665    | 357 841    | +6%        | 380 665      | 368 904      | +3%       |
| Чистая рентабельность            | 26,0%      | 29,2%      | -3,2 п.п.  | 26,0%        | 26,1%        | -0,1 п.п. |
| Операционный поток               | 517 873    | 606 343    | -15%       | 517 873      | 462 226      | +12%      |
| Капвложения                      | -421 932   | -393 695   | +7%        | -421 932     | -383 349     | +10%      |
| Свободный денежный поток         | 95 941     | 212 648    | -55%       | 95 941       | 78 877       | +22%      |
| в млн руб., если не указано иное |            |            |            | 31 мар. 2013 | 31 дек. 2012 | изм.      |
| Совокупный долг, в т.ч.          |            |            |            | 1 545 320    | 1 500 592    | +3%       |
| Краткосрочный долг               |            |            |            | 296 130      | 322 633      | -8%       |
| Долгосрочный долг                |            |            |            | 1 249 190    | 1 177 959    | +6%       |
| Чистый долг                      |            |            |            | 954 835      | 1 057 910    | -10%      |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM*          |            |            |            | 0,52x        | 0,65x        | -         |

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Продажи газа в Европу восстанавливают за счет скидок от Газпрома**

В 1 кв. объемы продаж продолжили сокращаться г./г. Так, реализация газа упала на 5% г./г. до 153,9 млрд куб. м. Продажи в России снизились на 9% г./г. до 90,3 млрд куб. м. Поставки в СНГ также упали - на 9% г./г. до 18,2 млрд куб. м. При этом Газпрому удалось увеличить экспорт в страны дальнего зарубежья на 6% г./г. до 45,4 млрд куб. м. Снижение поставок газа на внутреннем рынке стало следствием возросшей конкуренции со стороны независимых производителей, которые расширяют свою производственную базу и наращивают прямые продажи конечным потребителям. Если в 1 кв. 2012 г. НОВАТЭК продавал около 25% процентов газа оптовым покупателям (очевидно, группе Газпром), то уже в 1 кв. 2013 г. эта доля упала до 11%. Мы считаем, что такая тенденция сохранится, и доля Газпрома на российском рынке продолжит сокращаться, в особенности после выхода Роснефти на газовый рынок.

Что касается экспорта российского газа в Европу, то здесь мы наблюдаем восстановление потребления газа Газпрома после существенного провала в предыдущие периоды. Рост продаж, по нашему мнению, связан со скидками, которые компания предоставила своим европейским потребителям. В результате, по стоимости российский газ сопоставим с ценами на спотовом рынке Европы. Так, в 1 кв. средняя цена реализации газа в дальнее зарубежье составила 390 долл. за 1 тыс. куб. м., тогда как на спотовом рынке он стоил примерно 380 долл. за 1 тыс. куб. м. Напомним, в июле Газпром увеличил прогноз по экспорту в дальнее зарубежье с 151,8 млрд куб. м до 160 млрд куб. м. Мы считаем, что компании будет достаточно трудно выполнить текущий план, и многое будет зависеть от температур в зимний период. Мы полагаем, что под давлением останутся и продажи в СНГ из-за конфликта с Украиной, которая сокращает покупки российского газа и в одностороннем порядке отказывается выполнять условие "take or pay".

**Чистую выручку поддержали ретроактивные корректировки**

Валовая выручка от продаж газа увеличилась на 3,4% до 965 млрд руб. в основном за счет роста цен на внутреннем рынке на 15% г./г. - до 3,1 тыс. руб. за 1 тыс. куб. м. При этом чистая выручка (за вычетов экспортных пошлин) от реализации газа возросла на 25% г./г. до 904 млрд руб. Существенный рост связан с положительным эффектом от ретроспективных

корректировок цены на газ (73,4 млрд руб.), при этом в 1 кв. 2012 г. ретроспективные убытки составили 78,5 млрд руб. Выручка от других видов деятельности возросла на 11% г./г. до 558 млрд руб., главным образом, за счет доходов Газпром нефти от продаж нефти и нефтепродуктов.

**ЕБИТДА вырос на 60% г./г...**

Показатель ЕБИТДА вырос на 60% г./г., а рентабельность по ЕБИТДА - с 32% до 42,5%, что также связано с вышеуказанными ретроспективным платежами и корректировками, которые существенно сократили чистую выручку в 1 кв. 2012 г. и увеличили показатель 1 кв. 2013 г. Дополнительное позитивное влияние оказало сокращение убытков от производных финансовых инструментов (-70% г./г., до 6,4 млрд руб.), снижение расходов на транспортировку теплоэнергии (-68% г./г., до 3,8 млрд руб.) и курсовая прибыль по операционным статьям (5,3 млрд руб. по сравнению с убытком в 33,7 млрд руб. в 1 кв. 2012 г.). В связи с этим мы считаем, что существенный рост рентабельности носит разовый характер.

**... но чистая прибыль возросла лишь на 5% г./г.**

Несмотря на значительный рост ЕБИТДА, чистая прибыль увеличилась лишь на 5% г./г. до 388 млрд руб. из-за дополнительных убытков по курсовым разницам в 22,6 млрд руб. по сравнению с прибылью в 119,4 млрд руб. в 1 кв. 2012 г.

**Свободный денежный поток в положительной зоне**

По итогам 1 кв. Газпрому удалось продемонстрировать положительный свободный денежный поток в размере 96 млрд руб. Чистый операционный денежный поток сократился на 15% г./г. из-за увеличения инвестиций в оборотный капитал (69 млрд руб. по сравнению с высвобождением средств на 248 млрд руб. в 1 кв. 2012 г.). Капитальные вложения возросли на 7% г./г. до 423 млрд руб.

**Капвложения возрастут, а контракт с Китаем откладывается**

На телеконференции менеджмент компании подтвердил планы по инвестициям в газовый сегмент в размере 705 млрд руб., включая капвложения – 655,2 млрд руб. По планам компании, озвученным в феврале 2013 г, общие капвложения группы Газпром должны составить 40 млрд долл. в 2013 г. Но компания уже рассматривает вопрос по их увеличению. Менеджмент отметил, что программа заимствований на 2013 г. еще не выполнена. Газпром имеет возможность при необходимости выйти на рынок евробондов, но решение пока не принято. Что касается ожидаемого подписания контракта с Китаем, который планировалось заключить до конца года, то какой-либо новой информации представлено не было. Газпром все еще находится в процессе переговоров, и мы считаем, что он может затянуться. Об этом косвенно свидетельствует перенос проекта строительства газопровода в Китай с 2013 г. на 2014 г.

Рублевые облигации Газпром-4,5,6 имеют низкую ликвидность и котируются с премией к суверенной кривой всего в 100 б.п., минимальной для бумаг 1-го эшелона (сужение спреда произошло по причине опережающего роста доходностей ОФЗ). По нашему мнению, потенциал для ценового роста облигаций Газпрома отсутствует. Несколько выбивается из кривой доходностей нефтегазовых евробондов 1-го эшелона выпуск GAZPRU 19, который котируется с чуть более высокой доходностью, чем бумаги GAZPRU 20.

## 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 | Brunswick Rail    |
| Трансаэро  | Globaltrans (НПК) |

### 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 Центр-инвест     |
| АИЖК                        | ВТБ                   |
| Альфа-Банк                  | ЕАБР                  |
| Азиатско-Тихоокеанский Банк | Газпромбанк           |
| Банк Русский Стандарт       | КБ Восточный Экспресс |
| Банк Санкт-Петербург        | КБ Ренессанс Капитал  |

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

|                      |             |
|----------------------|-------------|
| АЛРОСА               | Распадская  |
| Евраз                | РМК         |
| Кокс                 | Русал       |
| Металлоинвест        | Северсталь  |
| ММК                  | СУЭК        |
| Мечел                | ТМК         |
| НЛМК                 | Uranium One |
| Норильский<br>Никель |             |

### Телекоммуникации и медиа

|           |            |
|-----------|------------|
| ВымпелКом | ПрофМедиа  |
| МТС       | Ростелеком |
| Мегафон   | Теле2      |

### Химическая промышленность

|         |         |
|---------|---------|
| Акрон   | СИБУР   |
| ЕвроХим | ФосАгро |

### Электроэнергетика

|            |          |
|------------|----------|
| Энел ОГК-5 | МОЭСК    |
| Ленэнерго  | РусГидро |
| Мосэнерго  | ФСК      |

### Прочие

|             |
|-------------|
| АФК Система |
|-------------|

|            |          |
|------------|----------|
| ЛОКО-Банк  | Сбербанк |
| МКБ        | ТКС Банк |
| НОМОС Банк | ХКФ Банк |
| ОТП Банк   |          |

|               |
|---------------|
| Промсвязьбанк |
| РСХБ          |

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?  
Промышленность «обнулила счет»

### Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

### Валютный рынок

Рубль обновил минимум

### Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

### Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

### Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

### Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

### Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

### Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

### Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

## 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 |
| Антон Кенякин         |                     | (+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 |
| Михаил Шапедько    |                     | (+7 495) 221 9857 |
| 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.