

## Пульс рынка

- **Ситуация на Украине остается основным источником неопределенности.** Последние дни не принесли какого-либо спада напряженности на Украине, напротив, число жертв растет, попытки Киева взять ситуацию под контроль пока безуспешны. Между тем, США/ЕС вновь возложили вину на РФ, продолжая угрожать введением экономических санкций (в сфере энергетики, обороны, финансов). Несмотря на принятие FOMC ожидаемого решения о сокращении QE еще на 10 млрд долл., публикацию сильного отчета по американскому рынку труда в пятницу, "бегство в качество" усилилось: доходность 10-летних UST опустилась на 6 б.п. до YTM 2,58%.
- **Северсталь (BB+/Ba1/BB): ослабление рубля поддержало рентабельность.** Опубликованная на прошлой неделе перед длинными выходными в РФ отчетность компании по МСФО за 1 кв. 2014 г., как и за предшествующий квартал, произвела на нас позитивное впечатление. Несмотря на заметное снижение средних цен реализации стали российского дивизиона (на 7,6% до 619 долл./т), который образует 67% выручки и 49% EBITDA, Северстали удалось удержать рентабельность по EBITDA на относительно высоком уровне - 17,8% (-0,3 п.п. кв./кв.). Для сравнения у НЛМК этот показатель в 4 кв. 2013 г. составил всего 16,3%. Удешевление денежной себестоимости производства (на заводе в Череповце оно составило 13,5% кв./кв., до 326 долл. за тонну сляба) стало следствием снижения среднего курса рубля (на 8% кв./кв.), а также продолжающегося процесса оптимизации издержек. Помимо ценовой динамики, сокращение показателя EBITDA (на 12,6% кв./кв. до 534 млн долл.) было вызвано снижением объема реализации стали на 8% кв./кв. из-за восстановления запасов продукции до нормального уровня после их падения в 4 кв. (производство "Российской стали" выросло на 8% кв./кв.) и переноса части продаж на 2 кв. в ожидании более благоприятной ценовой конъюнктуры. По причине меньшего высвобождения средств из оборотного капитала кв./кв. (68 млн долл. в 1 кв. 2014 г. против 190 млн долл. в 4 кв.), что обусловлено, главным образом, сезонностью, операционный денежный поток сократился с 648 млн долл. до 488 млн долл. Как и в предшествующем квартале, этого с лихвой хватило для финансирования капитальных расходов (264 млн долл.), а избыток денежных средств был направлен на погашение долга (его объем сократился на 310 млн долл. до 4,4 млрд долл., были выкуплены бонды Columbus (@10,25%) в рамках исполнения call-опциона на 525 млн долл.). Остаток денежных средств на балансе уменьшился на 144 млн долл. (до 892 млн долл.). Долговая нагрузка опустилась с 1,8х до 1,6х в терминах Чистый долг/LTM EBITDA, что близко к целевому уровню 1,5х. Запас денежных средств покрывает весь краткосрочный долг с погашением до 2015 г. Среднесрочные евробонды CHMFRU 16-18 котируются практически без премии к бумагам НЛМК, что мы считаем оправданным с точки зрения кредитных метрик. Мы рекомендуем продавать выпуск VIP 23 и покупать CHMFRU 22, поскольку считаем спред между ними в 24 б.п. слишком узким (разница в рейтингах и более высокая долговая нагрузка ВымпелКома предполагают > 50 б.п.).
- **АЛРОСА (BB-/Ba3/BB): удалось найти средства для рефинансирования краткосрочного долга.** В конце апреля компания привлекла два 3-летних кредита на сумму 1,09 млрд долл., которые были направлены на досрочное погашения краткосрочной части задолженности (с погашением в июне и декабре этого года) перед банками в объеме 820 млн долл. До конца года остается погасить лишь выпуск евробондов в размере 500 млн долл. (в ноябре). Напомним, что изначально погашение долга АЛРОСА планировала осуществить за счет средств от продажи газовых активов (ЗАО "Геотрансгаз" и ООО "Уренгойская газовая компания") Роснефти за 1,38 млрд долл. Однако, по данным СМИ, сделка сорвалась (соответствующее соглашение истекло в апреле) по причине разногласия сторон по цене. Теперь Роснефть и АЛРОСА фактически вновь вернулись на стадию due dilligence с осуществлением совместной деятельности на газовых активах (бурения дополнительных скважин для определения уровня запасов). Таким образом, срыв сделки по продаже газовых активов не создал существенных проблем для АЛРОСА, из-за риска которых прогноз по рейтингу от S&P в середине февраля был изменен на негативный. В сравнении с ALROSA 20 (YTM 7,1%) более интересны близкие по дюрации PGILLN 20 (YTM 7,0%), которые предлагают большую доходность при лучших кредитных рейтингах.

## Темы выпуска

- Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора
- Роснефть: накапливает авансы по долгосрочным контрактам

## Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

В обзоре денежного рынка за 1 кв. 2014 г. ЦБ прогнозирует, что в ближайшие месяцы рост дефицита ликвидности продолжится, и коэффициент утилизации обеспечения по РЕПО с ЦБ может повыситься с 60% до 75%. Исчерпание залога будет сопровождаться активизацией валютных свопов с ЦБ и, соответственно, повышением краткосрочных ставок. В целом мы разделяем обеспокоенность регулятора. По оценке ЦБ, объем обеспечения по РЕПО на 1 марта составил 4,9 трлн руб. В марте-апреле активность на первичном рынке облигаций была крайне низкой, и объем залога у банков, скорее всего, не увеличился. А с учетом того, что РЕПО с ЦБ на начало мая достигло 3,2 трлн руб., сейчас коэффициент утилизации уже должен был превысить 65%. В текущих условиях его уровень в 75%, по нашим оценкам, соответствует объему РЕПО около 3,7 трлн руб. Но, по нашему мнению, рост РЕПО до таких значений достаточно затруднителен из-за неравномерного распределения обеспечения между банками и фрагментированности рынка МБК. Например, мы отмечаем, что в марте-апреле рост РЕПО с ЦБ выше 3 трлн руб. неизменно сопровождался резкой активизацией валютных свопов с ЦБ. Так как данный инструмент является более дорогим (на 1 п.п. выше ставки по РЕПО), то это, скорее всего, свидетельствует о значительном исчерпании возможностей РЕПО. Так, в конце апреля, когда РЕПО достигло 3,3 трлн руб., объем свопов вырос до 340-450 млрд руб., а RUONIA превысила 8,5%, верхнюю границу процентного коридора ЦБ (=ставка по валютным свопам ЦБ). Поэтому возможна ситуация, при которой коэффициент утилизации и не достигнет 75%, хотя напряженность на денежном рынке и будет нарастать. Основным фактором риска для денежного рынка по-прежнему остается ситуация на валютном рынке. Интервенции ЦБ, хотя и меньшими темпами, чем в марте, продолжают изымать ликвидность из банковской системы (100 млрд руб. за апрель по сравнению с 960 млрд руб. в марте). Переход экономики Крыма на рубли также может привести к дополнительной потребности в ликвидности. Вместе с тем, необходимо отметить, что пока серьезных проблем для денежного рынка удастся избежать во многом за счет расширения относительно дешевых кредитов ЦБ под нерыночные активы (312-П): с 1 января они выросли с 1,3 до 1,7 трлн руб. Их потенциал по-прежнему не до конца ясен. До последнего времени банки выбирали весь предлагаемый на аукционах ЦБ объем, но в основном спрос был со стороны 3 крупнейших банков. 12 мая пройдет очередной аукцион (лимит - 500 млрд руб. на 3М при погашении примерно 200 млрд руб.). Если вновь банки выберут весь объем и при этом не сократят задолженность по кредитам 312-П по фиксированным ставкам, то усиления напряженности на денежном рынке в мае в некоторой степени удастся избежать.

## Роснефть: накапливает авансы по долгосрочным контрактам

**Авансы сократили долговую нагрузку**

На прошлой неделе Роснефть (BBB-/Baa1/-) опубликовала финансовые результаты по итогам 1 кв. 2014 г. по МСФО, которые мы оцениваем позитивно. Газовый сегмент помог улучшить производственные показатели, а ослабление рубля поддержало выручку и рентабельность. Долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA сократилась до 1,5х. Мы ожидаем, что она продолжит снижаться за счет новых поступлений по предоплате. На конец 1 кв. 2014 г. на балансе компании скопилось 717 млрд руб. денежных средств и их эквивалентов (более 30% общего долга), что полностью покрывает план финансовых вложений на 2014 г.

**Увеличение добычи газа стало основным драйвером роста производственных показателей**

В очередной раз Роснефть продемонстрировала сильные операционные результаты: в 1 кв. суточная добыча углеводородов увеличилась на 1,2% кв./кв., превысив 5 млн барр. н.э. в сутки. Основным драйвером роста вновь был газовый сегмент: суточная добыча газа увеличилась на 11,7% кв./кв. до 862 барр. н.э. Напомним, что в начале года Роснефть полностью консолидировала Сибнефтегаз (ранее владела 50%), который производит более 10 млрд куб. м в год. Суточная добыча жидких углеводородов компании сократилась на 0,7% кв./кв. из-за небольшого снижения производства на зрелых месторождениях. Объем производства нефтепродуктов увеличился на 1,1% до 20,8 млн тонн.

## Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	1 кв. 2014	1 кв. 2013	изм.
Выручка	1 375	1 350	2%	1 375	812	69%
ЕБИТДА	289	273	6%	289	142	104%
Рентабельность по ЕБИТДА	21,0%	20,2%	0,8 п.п.	21,0%	17,5%	3,5 п.п.
Чистая прибыль	88	134	-34%	88	248	-65%
Чистая рентабельность	6,4%	9,9%	-3,5 п.п.	6,4%	30,5%	-24,1 п.п.
Операционный поток	658	377	75%	658	362	82%
Капвложения	-106	-186	-43%	-106	-100	6%
Свободный поток	552	191	189%	552	262	111%

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 303	2 360	-2%
Краткосрочный долг	864	684	26%
Долгосрочный долг	1 439	1 676	-14%
Чистый долг	1 586	1 853	-14%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,5x	1,8x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Газ Роснефти может попасть в экспортные маршруты Газпрома

Мы придерживаемся мнения, что газ станет ключевым фактором роста добычи компании на ближайшие несколько лет. По прогнозам Роснефти, среднесрочное увеличение добычи углеводородов должен составить около 4% в год. При этом рост добычи нефти составит примерно 1% в год. К 2020 г. компания намерена довести уровень добычи газа до 100 млрд куб. м в год (38,7 млрд куб. в 2013 г.). Он будет поставляться как на внутренний рынок, так и на экспорт в сжиженном виде и, возможно, по трубам Газпрома. Независимые производители газа пытаются получить возможность экспортировать по ним газ в Китай. Газпром уже заявил, что рассматривает такую возможность для всех независимых производителей в азиатском направлении.

### Ослабление рубля поддержало выручку...

В 1 кв. 2014 г. поддержку показателям компании оказало резкое ослабление рубля. В результате выручка компании увеличилась на 2% кв./кв. при снижении цен на нефть на 1% кв./кв. Доходы от продажи нефти выросли на 2,5% кв./кв., а выручка от реализации нефтепродуктов - на 1,7% кв./кв. При этом объемы реализации немного сократились: на 3,5% кв./кв. по нефти и на 2,1% кв./кв. по нефтепродуктам. Выручка от продаж газа все еще незначительна для Роснефти (41 млрд руб., или 3% от выручки).

### ... и рентабельность

Рост выручки на фоне ослабления рубля позитивно отразился на рентабельности компании по ЕБИТДА (увеличились с 20,1% до 21%), в абсолютном выражении прибыль выросла на 6% кв./кв. до 289 млрд руб. Суммарные операционные расходы сократились на 1% кв./кв. до 1 191 млрд руб. Однако в целом в 2014 г., скорее, стоит ожидать небольшого снижения рентабельности из-за роста налоговой нагрузки на нефтегазовые компании.

### Операционный поток растет на авансах

В 1 кв. 2014 г. существенно увеличился операционный денежный поток (до 658 млрд руб., +75% кв./кв.) из-за авансов по долгосрочным контрактам на 431 млрд руб. Без учета этих платежей прирост составил лишь 6% кв./кв. (до 227 млрд руб.). Свободный денежный поток (без учета авансовых платежей по долгосрочным контрактам) увеличился в 2,5 раза до 121 млрд руб., т.к. в 1 кв. 2014 г. капитальные вложения сократились на 43% кв./кв. (+6% г./г.) до 106 млрд руб. В ходе телеконференции менеджмент подтвердил планы по увеличению капитальных вложений в 2014 г. на 20% г./г. до 700 млрд руб.

**Роснефть сократит  
нагрузку до 1,3х  
Чистый Долг/ЕВITDA**

В результате получения значительных авансовых платежей долговая нагрузка компании существенно уменьшилась - до 1,5х (Чистый Долг/ЕВITDA). Напомним, ранее И. Сечин заявлял, что в среднесрочной перспективе соотношение Чистый Долг/ЕВITDA сократится до 1,3х. Мы отмечаем, что достигнуть этого уровня Роснефти будет довольно просто только за счет авансов, которые будут получены в 2014 г. Ранее компания не планировала использоваться авансы на погашение задолженности. Полученные средства должны были направляться на стратегические проекты. Но санкции против И. Сечина могут повлиять на планы компании. В этом году компании потребуются средства для осуществления капитальных вложений (700 млрд руб.), выплаты дивидендов (136 млрд руб.) и погашения задолженности (470 млрд руб.). Собственного операционного денежного потока на это недостаточно. Ранее Роснефть намеревалась использовать долговые рынки (в том числе евробондовый) для оптимизации долгового портфеля и рефинансирования задолженности. Но в текущих условиях, когда рынки капитала закрыты, по нашему мнению, рефинансирование вряд ли возможно без поддержки госбанков или государства. Мы полагаем, что Роснефти все же придется частично использовать для этих целей авансовые поступления, которые могут в общей сумме составить 70-80 млрд долл. Согласно графику погашений, Роснефти необходимо погасить задолженность в размере 470 млрд руб. в 2014 г. (2-4 кв.), 649 млрд руб. – в 2015 г., 301 млрд руб. - в 2016 г., 294 млрд руб. - в 2017 г., и 891 млрд руб. - позже 2017 г.

**Бонды  
Роснефти/Газпрома  
несут существенную  
"украинскую" премию**

Из-за угрозы введения жестких санкций США/ЕС против РФ, которые могут затронуть Роснефть и Газпром, спреды бондов эмитентов остаются расширенными, в результате премия бондов Уралкалия, ФосАгро и НЛМК к кривой Роснефти практически отсутствует (хотя до мартовских распродаж превышала 25 б.п.). Мы рекомендуем к покупке TMENRU 15, также считаем недооцененными NVTKRM 16 (спред к Роснефти составляет 75 б.п., хотя еще в начале года был около нуля).

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

### Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

### Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

### Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

### Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

### Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

### Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

### Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

### Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

## 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ 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

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

---

### 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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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.