

Пульс рынка

- **Рост доходностей UST предполагает сворачивание QE.** Несмотря на опубликованные накануне данные по американскому рынку труда, которые не позволяют сделать однозначный вывод об улучшении ситуации с занятостью (увеличение числа рабочих мест сопровождается снижением зарплат), доходности на рынке UST продолжили рост. Так, 10-летние UST поднялись на 4 б.п. до YTM 2,21%, что является максимумом с апреля 2012 г. Рынки акций ушли в боковой тренд. Таким образом, чаша весов рыночных настроений вновь склонилась в пользу сворачивания QE, при этом четкие сигналы, указывающие на скорое ужесточение денежно-кредитной политики, как ожидается, прозвучат уже на ближайшем заседании FOMC (18-19 июня). Также медвежьим настроениям способствовали новости из Азии. ЦБ Японии оставил курс денежно-кредитной политики без изменения, в то время как участники рынка ожидали расширения экономических стимулов. Повышение доходностей базовых активов усилило давление продавцов на суверенные бонды EM: длинные выпуски Russia 42 и Brazil 41 подешевели на 1,5 п.п., при этом их G-спреды расширились до 179 б.п. и 185 б.п., соответственно. Из новостей второго плана стоит отметить улучшение прогноза S&P по рейтингу США с негативного на стабильный, сославшись на сильную денежно-кредитную политику страны и сохранение статуса доллара как ключевой резервной валюты мира.
- **Курс еврозоны: спасение утопающих - дело рук самих утопающих.** Затишье в вялотекущем кризисе еврозоны позволило лидерам еврозоны переосмыслить эффективность предпринятых мер. Сегодня начнутся 2-дневные слушания конституционного суда Германии по оценке правомерности программы OMT (выкупа гособлигаций), а также ESM. Кроме того, подвергается сомнению сам тезис "too big to fail", который использовался при спасении системообразующих банков периферийных стран еврозоны (государство или налогоплательщики не должны нести ответственность за слишком рисковую политику банков). Таким образом, в случае обострения кризиса (катализатором может стать отток средств из рискованных активов на ожиданиях сворачивания QE) еврозона окажется в затруднительной ситуации.
- **Снижение ставок от ЦБ: "и волки сыты, и овцы целы".** Вчера, как мы и предполагали, ЦБ пошел на "половинчатые" решения, снизив ставки лишь по второстепенным инструментам (кредиты под залог золота и нерыночных активов на 6 мес.-1 год, ломбардные кредиты на 12 мес.), к тому же только на длинные операции, а они либо практически не пользуются спросом, либо приостановлены. Тональность отчета ЦБ ожидаемо акцентирует внимание на возросших инфляционных рисках, что мы считаем основным препятствием для снижения ключевой для рынка о/п ставки РЕПО (снижение ставки РЕПО на 12 мес. мы не берем в расчет в силу невостребованности). Отметим, что ее снижение уже заложено в ожиданиях рынка, однако пока ЦБ совершал частичное смягчение условий рефинансирования, концентрируясь на оптимизации длинных инструментов (т.е. на перспективу), а в краткосрочном периоде такие меры окажут ограниченный позитивный эффект. Между тем, риторика пресс-релиза продолжает смягчаться, регулятор в явной форме признает усиление рисков замедления роста экономики и указывает на ухудшение динамики основных макропоказателей, что мы расцениваем как первый шаг на пути к более действенным решениям по ставкам. По нашим оценкам, ввиду практически отсутствия возможностей для реанимирования экономики за счет фискальных стимулов (дефицит бюджета не должен превысить 1% ВВП), государственные меры сейчас, скорее всего, будут сводиться к монетарным стимулам. Несмотря на возобновление инфляционного давления в июле (индексация регулируемых тарифов), первое снижение ставки РЕПО позже июля видится нам запоздалым решением, поскольку: 1) результаты действий ЦБ воздействуют на экономику с существенной задержкой, 2) летом мы ожидаем обострения напряженности на денежном рынке. Тем более, что в июне может наблюдаться локальное снижение инфляции, а ЦБ на следующем заседании будет руководствоваться именно этими данными, и в целом по году наши оценки и оценки регулятора сводятся к последующему замедлению инфляции (до чуть >6% в 2013 г., наш прогноз). Второй раунд снижения ставки РЕПО мы ожидаем в сентябре, но летом параллельно могут быть снижены еще и ставки по альтернативным инструментам (прежде всего, кредитам под нерыночные активы).

Темы выпуска

- **Башнефть: сезонность под контролем**

Башнефть: сезонность под контролем

Результаты 1 кв.
оцениваем
нейтрально

Башнефть (-/Ba2/BB) представила финансовые результаты за 1 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Снижение выручки на 10% кв./кв. было обусловлено главным образом сезонным сокращением объемов реализации нефтепродуктов и продуктов нефтехимии (-9% кв./кв.), что привело к снижению показателя EBITDA (скорректированного на разовые факторы) теми же темпами, что и выручка. В итоге рентабельность по скоррект. EBITDA в 1 кв. осталась на уровне предыдущего 4 кв.

Долговая нагрузка по-
прежнему на низком
уровне 1,0x

Рост совокупного долга (на 15 млрд руб., +14%) в 1 кв. 2013 г. произошел в результате размещения 4 выпусков рублевых облигаций общим номиналом 30 млрд руб. При этом часть средств была направлена на рефинансирование имеющейся задолженности. Около 10 млрд руб. из привлеченных средств по итогам квартала оставалось на счетах компании, поэтому Чистый долг вырос незначительно, а его отношение к LTM EBITDA по-прежнему остается на низком уровне 1,0x (по нашим оценкам). В то же время, риски рефинансирования для компании незначительны, поскольку краткосрочный долг более чем на 90% покрывается накопленными денежными средствами. Для оптимизации структуры долгового портфеля после отчетной даты компания привлекла предэкспортное финансирование в объеме 600 млн долл.

Риски
рефинансирования
незначительны

Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.
Выручка	125,6	139,8	-10%
EBITDA	21,2	19,4	+9%
Рентабельность по EBITDA	16,9%	13,9%	+3 п.п.
Скорректированный показатель EBITDA*	21,2	23,6	-10%
Рентабельность по скоррект. EBITDA	16,9%	16,9%	0 п.п.
Чистая прибыль	12,0	10,6	+13%
Операционный поток	2,9	14,7	-5,1x
Капвложения	-5,8	-11,2	-48%
Свободный денежный поток	-2,9	3,5	-
в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	125,2	110,2	+14%
Краткосрочный долг	33,1	32,0	+3%
Долгосрочный долг	92,1	78,2	+18%
Чистый долг	94,9	90,1	+5%
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,0x	0,9x	-

* Не учитывает влияние разовых операций по созданию резерва под обесценение основных средств и восстановлению резервов по судебным разбирательствам

** EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки в
связи с сезонным
сокращением
объемов продаж
нефтепродуктов

В 1 кв. 2013 г. выручка снизилась на 10% кв./кв. до 125,6 млрд руб. При этом выручка от реализации продуктов нефтепереработки и нефтехимии (с долей 76% в общей выручке) упала на 12% кв./кв. преимущественно за счет сезонного сокращения объемов продаж по всем направлениям: на экспорт в дальнее зарубежье (-3% кв./кв.), на экспорт в СНГ (-42%), на внутреннем рынке (-10%) снижались как оптовые, так и розничные продажи. Выручка от реализации нефти сократилась на 5% кв./кв., что связано с переориентацией продаж с дальнего зарубежья на рынок СНГ. Дополнительное давление на выручку также оказало укрепление рубля относительно доллара США.

Стабильные
производственные
показатели

При этом производственные показатели Башнефти остаются стабильными. Среднесуточная добыча нефти повысилась на 0,5% кв./кв. до 311,8 тыс. барр./сутки, объемы переработки остались практически на тех же уровнях, что и кварталом ранее (-0,8%, если учесть календарный эффект). Глубина переработки на НПЗ повысилась на 0,5 п.п. до 84,5% с выходом светлых нефтепродуктов - 60,2% (+0,7 п.п.).

В результате сокращения объемов продаж основные расходы также снижались - в частности,

В 2013 г. Башнефть продолжит модернизацию НПЗ и начнет добычу нефти на месторождениях им. Требса и им. Титова

расходы на экспортные пошлины (-11% кв./кв.), производственные и операционные расходы (-16% кв./кв.). Затраты на приобретение нефти, газа и нефтепродуктов сокращались (-14% кв./кв.) в связи с меньшими объемами закупок нефти вследствие увеличения остатков нефтепродуктов и продуктов нефтехимии.

Операционный денежный поток упал в 1 кв. более чем в 5 раз относительно предыдущего кв. до 2,9 млрд руб. из-за традиционно высоких инвестиций в оборотный капитал в начале года (13,8 млрд руб.). Капитальные вложения в 1 кв. сократились на 48% кв./кв. до 5,8 млрд руб. на фоне высокой базы 4 кв. (приобреталось офисное здание за 3,4 млрд руб.).

Напомним, что в 2013 г. компания планирует сохранить уровень капзатрат на уровне 2012 г. (около 30-31 млрд руб., без учета инвестиций в добычу на месторождениях им. Требса и им. Титова), на этот проект может быть направлено дополнительно порядка 15 млрд руб. В 2013 г. компания намерена начать добычу на этих месторождениях (около 300 тыс. тонн.). Ранее Башнефть предусматривала выход на добычу в 4,8 млн тонн (или 31% от текущих объемов добычи) в 2015 г., теперь же компания делает более осторожные прогнозы, предусматривая, что пик добычи (не указывая объемы) будет достигнут в 2018 г. Также в 2013 г. дополнительные инвестиции могут быть сделаны в ребрендинг АЗС. В результате суммарные капвложения Башнефти могут превысить 45-50 млрд руб.

Мы полагаем, что основная часть инвестиций может быть осуществлена за счет собственных средств. Кроме того, мы позитивно оцениваем решение компании о снижении размера дивидендов по итогам 2012 г.

Бумаги Башнефти выглядят дорого

Рублевые выпуски Башнефти не отличаются высокой ликвидностью и котируются на уровне YTP 9,02% @ февраль 2020 г. (Башнефть-7,9) и YTP 8,7% @ февраль 2018 г. (Башнефть-6,8), что соответствует премии к суверенной кривой в размере 190-210 б.п. Как мы и ожидали, премия корпоративных облигаций к суверенной кривой сократилась (в частности, для Башнефти спред к ОФЗ сузился на 50 б.п.), однако произошло это главным образом за счет роста доходностей ОФЗ. Мы считаем текущие доходности бумаг Башнефти низкими для столь высокой дюрации в сегменте ВВ.

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 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

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Банковский сектор

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

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
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.