

14 мая 2012 г.

Пульс рынка

- **Греческий вопрос вновь в центре внимания.** Еще одна попытка сформировать коалиционное правительство в Греции провалилась: сегодня президент предпримет последнюю попытку сформировать кабинет. Основной причиной политической неопределенности является отказ второй крупнейшей партии СИРИЗА от реализации программы мер по снижению бюджетного дефицита. В свою очередь, Европейская комиссия дает понять, что не готова смягчать условия, на которых Греции будет выделяться помощь. Кстати говоря, без получения следующего платежа в рамках одобренной помощи Греция останется без денег уже к началу июля. Рынки негативно отреагировали на ситуацию в Греции: евро провалился ниже отметки 1,29 долл., безрисковые активы обновили локальные минимумы. Поводов для смены медвежьих настроений по-прежнему нет, однако некоторый отскок может произойти в рамках фиксации прибыли по коротким позициям. Российский суверенный сегмент сохраняет иммунитет к внешнему негативу (котируясь Russia 30 удерживаются на уровне 120% от номинала), что обусловлено стабилизацией (возможно, временной) цен на нефть (Brent на уровне 111 долл./барр.).
- **Китайская угроза.** Судя по основным индикаторам (розничные продажи, инвестиции, промышленное производство), китайская экономика в апреле испытала заметный спад. Аналитики негативно, но очень осторожно сделали выводы относительно этих данных, т. к. статистика в этой стране далека от идеала, и ее тяжело интерпретировать. Тем не менее, настораживает тот факт, что ухудшение показателей наблюдается уже в течение длительного периода, и новые данные уже не выглядят как очевидный статистический выброс. В ответ на слабые макроданные ЦБ Китая принял решение с 18 мая снизить норму резервирования на 50 б.п. Однако запустить снова масштабные инвестиционные проекты, аналогичные 2009 г., будет значительно сложнее - закон убывающей отдачи от инвестиций должен работать и в Китае. Нужны более тонкие механизмы поддержки экономики, и найдет ли их Китай - большой вопрос. Для мировой экономики (учитывая рецессию в еврозоне) и еще в большей степени для сырьевых рынков стагнация китайской экономики будет очень серьезным ударом. Рост китайской экономики прямо или косвенно формировал большую часть прироста спроса на многие ресурсы (экстенсивный экономический рост в отличие от интенсивного роста в США, где потребление сырья из года в год снижается). Все прогнозы дефицита нефти, угля, цветных металлов в будущем основывались на высоких темпах роста азиатского региона, и, как только инвесторы начнут пересматривать эти предпосылки, неминуемо произойдет падение сырьевых цен.
- **Приближение налогов и меньший приток госсредств вернут напряженность на денежный рынок.** После недолгой паузы, связанной с типичным для начала месяца поступлением бюджетных средств в банковскую систему и ослаблением давления на ставки денежного рынка, отток ликвидности с сегодняшнего дня может возобновиться, учитывая начало нового налогового периода 15 мая с уплатой страховых взносов во внебюджетные фонды (около 300 млрд руб.). Связанное с этим чистое изъятие ликвидности мы оцениваем в ~100 млрд руб., что в условиях дефицита ликвидности (обязательства банков по-прежнему существенно превышают их запас свободной ликвидности) способно на этой неделе транслироваться в сопоставимый дополнительный спрос на о/п РЕПО и привести к росту ставок денежного рынка на 20-40 б.п.

Темы выпуска

- **НОВАТЭК: сильные результаты в преддверии роста НДПИ**

НОВАТЭК: сильные результаты в преддверии роста НДС

Долговая нагрузка сократилась за счет рекордного свободного денежного потока

НОВАТЭК (BBB-/Baa3/BBB-) представил сильную отчетность по итогам 1 кв. 2012 г., которая превзошла ожидания рынка по выручке, EBITDA и чистой прибыли. Главной причиной сильных результатов г./г. стало изменение структуры продаж газа в сторону увеличения поставок конечным потребителям (до 76%), что привело к резкому росту средней цены реализации.

Кроме того, компания продемонстрировала рекордный свободный денежный поток в размере 18 млрд руб., что позволило сократить чистый долг на 33% кв./кв. до 68,4 млрд руб. Долговая нагрузка в терминах отношения Чистый Долг/EBITDA снизилась до 0,53х.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭК

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.	4 кв. 2011	изм.
Выручка	54 373	44 894	+21%	50 647	+7%
Валовая выручка	22 547	21 463	+5%	21 823	+3%
Валовая рентабельность	41,5%	47,8%	-6,3 п.п.	43,1%	-1,6 п.п.
EBITDA	25 161	23 524	+7%	24 862	+1%
Рентабельность по EBITDA	46,3%	52,4%	-6,1 п.п.	49,1%	-2,8 п.п.
Чистая прибыль	21 245	18 769	+13%	15 027*	+41%
Чистая рентабельность	39,1%	41,8%	-2,7 п.п.	29,7%	+9,4 п.п.
Операционный поток	23 949	19 205	+25%	25 024	-4%
Капвложения (органические)	5 955	4 608	+29%	8 183	-27%
Свободный денежный поток	17 994	14 597	+23%	16 841	+7%
в млн руб., если не указано иное	31 мар. 2012			31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	75 715			95 478	-21%
Краткосрочный долг	7 327			20 298	-64%
Долгосрочный долг	68 388			75 180	-9%
Чистый долг	48 045			71 647	-33%
Чистый долг/EBITDA LTM**	0,53х			0,81х	-

*без учета одноразового дохода от продажи 20% доли в Ямал СПГ

**EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Лег в экспортных пошлинах и более низкий НДС на СНГ помогли увеличить показатель EBITDA

С другой стороны, увеличение продаж конечным потребителям привело к росту транспортных расходов (+37,5% г./г.), в итоге приведенная средняя цена реализации природного газа выросла лишь на 2,3% г./г. до 1 444 руб. за тыс. куб. м.

Несмотря на существенный рост транспортных расходов, увеличение НДС при стабильном уровне цен на природный газ и падение продаж жидких углеводородов на 5,5% г./г., показатель EBITDA вырос на 7% г./г. Этому способствовал рост рентабельности экспортных поставок стабильного газового конденсата за счет лага в экспортных пошлинах.

Еще одним позитивным фактором стало изменение расчета НДС на газовый конденсат с 1 января 2012 г. Ранее НДС на газовый конденсат определялся как 17,5% от НДС на нефть и менялся вместе с динамикой нефтяных цен. С 1 января 2012 г. правительство установило фиксированную ставку НДС на газовый конденсат в размере 556 руб./т. По нашим оценкам, это позволило сэкономить около 360 млн руб. (364 руб./т), или 1,4% EBITDA.

Курсовые разницы поддержали чистую прибыль

Чистая прибыль компании увеличилась на 13,3% г./г., опережая рост показателя EBITDA, что связано с "неденежной" прибылью по курсовым разницам в 5,9 млрд руб.

Менеджмент проведет телеконференцию во вторник

15 мая НОВАТЭК проведет телеконференцию, главным вопросом на которой станет рост налоговой нагрузки на газовую отрасль (повышение НДС на природный газ с 2013 г.). Мы полагаем, что менеджмент не будет менять свои инвестиционные планы, рассчитывая на получения доступа к экспортным рынкам, чтобы компенсировать рост НДС на природный газ за счет экспортных поставок.

Лучшей альтернативой являются бумаги Лукойла

Рублевый выпуск эмитента БО-1 (YTM 7,6% @ июнь 2013 г.) выглядит дорого в сравнении с кривой ОФЗ (спред 100 б.п.) и ставками РЕПО (спред 160 б.п.). Евробонды компании котируются с премией в размере 25-30 б.п. к кривой Газпрома, что выглядит справедливо, учитывая разницу в наборах кредитных рейтингов (одна ступень по шкале S&P). Стоит отметить, что, согласно ранее озвученным планам, НОВАТЭК не собирается выходить на рынок еврооблигаций в 2012 г., поскольку имеет достаточно накопленных денежных средств, которые могут быть использованы, среди прочего, для финансирования программы капвложений. Лучшей альтернативой длинным бумагам NOVATEK 21, по нашему мнению, является выпуск LUKOIL 20 при нулевом спреде между их доходностями.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта: повод насторожиться

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaiкова@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.