

Пульс рынка

- **Спокойный внешний фон.** Очередная порция макроданных по США оказалась позитивной (судя по отчету ISM, заказы на промышленные товары в марте продолжили расти, в том числе и на экспорт), однако, не настолько, чтобы вызывать еще одну волну притока средств на американские рынки акций. Индексы S&P и Dow Jones немного снизились со своих исторических максимумов, доходности 10-летних UST опустились на 2 б.п. до YTM 1,82%. В еврозоне после кипрской бури наблюдается затишье (скорее всего, временное): доходности 10-летних бондов Италии подросли на 20 б.п. до YTM 4,76%. Не успев получить помощь в размере 10 млрд евро, Кипр планирует договориться с "тройкой" об отсрочке мер бюджетной экономии (=выход бюджета на профицит не в 2017 г., а в 2018 г.). Сегодня мы ожидаем умеренно негативную динамику рынка.
- **Высокорентабельное предложение от РЖД (BBB/Vaa1/BBB).** РЖД вышли в маркетинг с 7-летним выпуском РЖД-28 номиналом 20 млрд руб., озвучив ориентир в диапазоне YTP 8,42-8,68%, который соответствует премии к кривой ОФЗ в 178-204 б.п. Недавно размещенные 5-летние облигации Роснефть-7,8 котируются на форвардах на уровне 100,05-100,10% от номинала (YTP 8,14-8,15% = ОФЗ+198 б.п.). Облигации Газпром-4 торгуются с YTM 7,74% @ февраль 2018 г. (= ОФЗ + 160 б.п.). Хотя РЖД имеет значительный объем бумаг в обращении, в целом компания имеет меньшую потребность в рефинансировании в сравнении с Роснефтью. На текущих уровнях доходностей (спредах к суверенной кривой) корпоративные выпуски 1-го эшелона имеют более высокий возврат на активы, взвешенные по риску. Так, для 7-летних бумаг РЖД показатель RWA составляет 67% и возврат (RoRWA) - 347-386 б.п. (что заметно превышает средний уровень рентабельности активов по банкам РФ - 250 б.п.). В то же время большинство участников ориентируется не на RoRWA, а на абсолютную прибыль, предпочитая выпуски 2-3-го эшелонов с доходностью ближе к 10%. Как следствие, бумаги РЖД могут "разойтись" среди узкого круга крупных инвесторов.
- **Евраз покупает долю в Тимире.** EVRAZ plc. (B+/Ba3/BB-) подписал соглашение о покупке доли в железорудном месторождении Тимир (СП с АЛРОСА) за 160 млн долл., после завершения сделки доля Евраза составит 51%. В настоящий момент Евраз почти полностью обеспечен ЖРС, покупка данного актива осуществляется для замены истощенных месторождений (Евразруда). Затраты на разработку первой фазы Тимира оцениваются в 1,8 млрд долл. в течение следующих 5 лет: в год расходы Евраза, по нашим оценкам, составят ~184 млн долл., что является небольшой суммой в сравнении с общим объемом капвложений (1,2 млрд долл.).
- **Еще одно предложение от РЕСО выглядит дорого.** РЕСО-Гарантия (S&P: BB+) начала маркетинг 3-летнего выпуска номиналом 3 млрд руб. с ориентиром YTP 9,52%-9,73%, который предполагает премию к суверенной кривой в размере 347-368 б.п. Объявленный ориентир соответствует диапазону доходностей облигаций банков категории BB. Выпуск БО-2 (с купоном 9,8% годовых) Абсолют Банка (-/Ba3/BB+), по которому недавно состоялась оферта (в ходе которой к выкупу не было предъявлено ни одной бумаги), сейчас торгуется с YTP 9,4-9,6% @ март 2014 г. (= ОФЗ + 370-390 б.п.). Среди бумаг финансовых эмитентов мы считаем короткие облигации Абсолют Банка более интересной альтернативой (прежде всего, для реализации carry-trade) новым бумагам РЕСО-Гарантия. Кроме того, стоит отметить довольно частое появление РЕСО-Гарантия на "первичке", что больше соответствует политике, скорее, инвестиционной, а не страховой компании.

Темы выпуска

- РусГидро: новый выход на рынок облигаций не за горами

РусГидро: новый выход на рынок облигаций не за горами

Результаты – в рамках ожиданий

РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовую отчетность за 2012 г. по МСФО. В текущем году компании предстоит рефинансировать значительную часть своего долга, однако, мы полагаем, что это не вызовет существенных проблем, с учетом доступных ликвидных средств и возможности выхода на рынок облигаций. В долгосрочной перспективе ключевым риском, на наш взгляд, остается неопределенность в отношении дальнейшей стратегии развития компании, в том числе в отношении потенциального получения 40% доли в Иркутскэнерго, которая сейчас находится на балансе ИнтерРАО.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	305,8	371,7	-18%
Сопоставимая выручка*	305,8	263,4	+16%
Операционные расходы	268,7	313,6	-14%
Сопоставимые операционные расходы	268,7	226,4	+19%
EBITDA	63,0	77,0	-18%
Рентабельность по EBITDA	20,6%	20,7%	-0,1 п.п.
Сопоставимая EBITDA*	63,0	57,2	+10%
Рентабельность по сопоставимой EBITDA*	20,6%	21,7%	-1,1 п.п.
Чистая прибыль (скорр.)	31,8	45,9	-31%
Чистая рентабельность	10,4%	12,3%	-1,9 п.п.
Операционный поток	59,7	64,7	-8%
Капвложения	-22,5	-17,5	+29%
Свободный денежный поток	82,2	81,9	+0%
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	141,0	124,0	+14%
Краткосрочный долг	73,8	21,4	+244%
Долгосрочный долг**	67,3	102,6	-34%
Чистый долг	101,2	76,7	+32%
Долг/EBITDA	2,2x	1,6x	
Чистый долг/EBITDA	1,6x	1,0x	

* без учета деятельности проданных сбытовых компаний и с исключением ЦИС

** без учета гарантий по БЭМО

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рекордная водность в 4 кв. 2012 г. положительно отразилась на результатах

Сильные производственные результаты в 4 кв. 2012 г. были обусловлены рекордным притоком в водохранилища Волжско-Камского каскада. В результате последний квартал года оказался благоприятным для компании и с точки зрения финансового результата, обеспечив порядка 37% EBITDA за весь 2012 г. Мы отмечаем, что высокая водность в Центральном регионе сохранялась и в 1 квартале 2013 г.

Сопоставимая рентабельность – на уровне предыдущего года

За счет благоприятной ситуации с водностью EBITDA сегмента генерации (ГЭС) снизилась лишь на ~8,5 млрд руб., при этом эффект от отмены целевых инвестиционных средств (ЦИС) в тарифах составил ~12,5 млрд руб. Без учета ЦИС сопоставимая EBITDA генерации увеличилась на 4 млрд руб. (+9% г./г.). Хорошие результаты этого сегмента позволили компенсировать существенное ухудшение в сбытовом бизнесе, вызванное изменением регулирования, ограничившим доходы энергосбытовых компаний. Сопоставимая рентабельность сбытового сегмента составила в 2012 г. 1,6% против 3,5% в 2011 г.

Негативные разовые статьи расходов существенно отразились на чистой прибыли

По итогам 2012 г. компания получила чистый убыток ~25,5 млрд руб., однако он в основном был обусловлен наличием целого ряда неденежных статей, таких как переоценка основных средств на 19,3 млрд руб., переоценка финансовых вложений на 8 млрд руб. (в основном вложения в акции ИнтерРАО), а также списанием ~9,4 млрд руб. по векселям ООО «Энерго-Финанс» и обесценением гудвила ЭСК Башкортостана на ~2 млрд руб.

Долг незначительно вырос

По итогам 2012 г. совокупный долг РусГидро вырос на 14% до 141 млрд руб. (без учета гарантий по проекту БЭМО в размере ~21 млрд руб.). Свободный денежный поток компании по-прежнему был отрицательным, и мы ожидаем, что эта ситуация сохраниться, как минимум, до 2014 г.

В текущем году РусГидро предстоит рефинансировать ~83 млрд руб.

По данным компании, в 2013 г. ей предстоит рефинансировать или погасить ~83 млрд руб. Мы не видим существенных рисков с учетом наличия ~40 млрд руб. денежных средств на балансе и размещенного в феврале 2013 г. выпуска рублевых облигаций на 20 млрд руб. Также зарегистрированы 2 выпуска рублевых облигаций общим номиналом 20 млрд руб., которые компания намерена разместить в этом году. В своих расчетах доступных ликвидных средств мы не учитываем 50 млрд руб., полученных РусГидро в результате допэмиссии в пользу государства, так как эти средства имеют целевой характер и могут быть направлены только на реализацию инвестпрограммы на Дальнем Востоке.

Рублевые облигации РусГидро-1,2 не отличаются торговой ликвидностью, последние сделки в РусГидро, 2 проходили на уровне YTP8,06% @ апрель 2016 г. (= ОФЗ + 210 б.п.), что соответствует скорее бумагам 1-го эшелона. Рублевый евробонд RusHydro15 котируется на уровне YTM 7,95% (=ОФЗ + 200 б.п.). Недавно размещенные выпуски РусГидро-7,8 торгуются с YTP 8,50% @ февраль 2018 г. (= ОФЗ + 233 б.п.).

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	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

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 перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

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.