

## Пульс рынка

- **Май пока радует рынки позитивными новостями.** Итог заседания FOMC оказался в рамках ожиданий. Проводимая мягкая монетарная политика была признана соответствующей текущему состоянию экономики, ключевые ставки останутся в диапазоне 0-0,25%, по крайней мере, пока уровень безработицы не снизится ниже 6,5% (опубликованный в пятницу показатель за апрель составил 7,5%), при этом инфляционные риски были оценены как низкие. Негативные макроданные (значение индекса ISM Non-Mfg за апрель оказалось ниже консенсус-прогноза, объем промышленных заказов в марте упал на 4%) были проигнорированы на фоне вышедших сильных данных по числу рабочих мест (payrolls), в основном благодаря сфере услуг. Также в позитивном ключе развивались события в еврозоне: в ходе заседания ЕЦБ снизил ключевую ставку на 25 б.п. до 0,5%, что соответствовало ожиданиям инвесторов. Кроме того, программа 3-месячных LTRO будет сохранена в полном объеме, по крайней мере, до 2 кв. 2014 г. В то же время это снижение не окажет почти никакого эффекта на экономику Испании и Италии, в которых средние ставки по кредитам МСБ в 1 кв. 2013 г. превысили 7% годовых, что на 100 б.п. выше кв./кв. Причиной дороговизны кредитов для реального сектора экономики (МСБ) является высокий уровень дефолтов по ним (показатель NPL составляет 10%, что на 4 п.п. выше, чем в прошлом году) в условиях повышенной безработицы (>27%), при этом в течение следующих 3-х лет заметных улучшений не ожидается. Кроме того, наблюдается заметный спад кредитования по причине низкого спроса на кредиты, что является еще одним индикатором сохранения негативных тенденций в экономике. По мнению экспертов, для преодоления экономического спада в еврозоне (на что, в частности, указывает значение индекса менеджеров по закупкам в апреле) ЕЦБ придется задействовать и нетрадиционные меры, в том числе снизить ставку по своим депозитам ниже нуля. Стоит отметить, что в еврозоне постепенно наступает понимание ошибочности использования мер бюджетной экономии как единственного инструмента для борьбы с кризисом (в частности, такое заявление было сделано П. Московиси, вице-президентом европейского парламента). В результате, индексы акций (S&P, Dow Jones) обновили свои исторические максимумы, бонды Russia 42 подорожали на 3 п.п. до 121% от номинала (спред к кривой UST сузился до 145 б.п.).
- **Денежный рынок получил "передышку".** Апрель, как мы и предполагали, оказался довольно напряженным с точки зрения оттока ликвидности из банковского сектора. Короткие ставки к концу месяца все же превысили отметку 6,5% - верхняя условная граница целевого процентного подкоридора ЦБ (стоимость фикс. РЕПО, валютных свопов). Задолженность по РЕПО с ЦБ, как мы и опасались, стала приближаться к оцениваемому нами "критическому" уровню в 2,2-2,3 трлн руб. (когда начинает проявляться проблема исчерпания залога), перейдя рубеж 2 трлн руб. Причем произошло это вопреки тому, что изъятие средств бюджетом (которое должно было оказать наибольший негативный эффект) в реальности оказалось на сотни миллиардов меньше, чем мы закладывали в нашем первоначальном прогнозе. Таким образом, столь заметный скачок ставок в большей степени объяснялся иными факторами. Дополнительный спрос на ликвидность был связан с крупным погашением кредитов под нерыночные активы (~260 млрд руб.), гораздо более интенсивным (чем в нашем прогнозе) приростом наличности (почти 300 млрд руб. против нашей оценки в 190 млрд руб.) и более динамичным размещением госбумаг. Кроме того, за 2 недели банки нарастили задолженность по валютным свопам с ЦБ практически с нуля до 383 млрд руб., что отчасти могло объясняться фондированием возросших длинных валютных позиций. Однако, как только на прошлой неделе в систему поступил внушительный приток из бюджета, банки смогли профинансировать не только уплату крупного налога на прибыль, но и сократить РЕПО с ЦБ до 1,85 трлн руб. В целом, май должен принести временное облегчение ситуации с ликвидностью, что может быть связано, прежде всего, с более мягкими бюджетными условиями. Мы ожидаем, что в ближайшие дни госсредства продолжат поступать в систему, благодаря чему короткие ставки опустятся ниже 6,5%.

## Темы выпуска

- Газпром: низкий спрос угрожает планам продаж
- Роснефть: 11 дней с ТНК-ВР в 1 кв. 2013 г.

## Газпром: низкий спрос угрожает планам продаж

Во вторник, 30 апреля, Газпром (BBB/Ваа1/BBB) опубликовал финансовые результаты за 2012 г. по МСФО, которые в целом соответствуют предварительным показателям, представленным на Дне инвестора в феврале.

### Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млрд руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	4 767,2	4 639,9	+3%
Валовая выручка	1 289,2	1 656,8	-22%
Валовая рентабельность	27,0%	35,7%	-8,7 п.п.
ЕБИТДА	1 620,1	1 972,9	-18%
Рентабельность по ЕБИТДА	34,0%	42,5%	-8,5 п.п.
Чистая прибыль	1 182,6	1 307,0	-10%
Чистая рентабельность	24,8%	28,2%	-3,4 п.п.
Операционный поток	1 445,6	1 637,4	-12%
Капвложения	-1 339,9	-1 553,1	-14%
Свободный денежный поток	105,7	84,3	+25%
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 504,7	1 632,9	-8%
Краткосрочный долг	326,8	385,5	-15%
Долгосрочный долг	1 177,9	1 247,4	-6%
Чистый долг	1 068,2	1 140,6	-6%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,7x	0,7x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

#### Продажи газа упали на всех рынках

Объемы продаж остались в рамках предварительных результатов и составили 482 млрд куб. м, что на 7,1% ниже уровня 2011 года. В 2012 г. поставки российского газа в страны дальнего зарубежья сократились на 7,5% г./г. до 138,8 млрд куб. м. Одним из факторов падения экспорта стало снижение на 13,1 млрд куб. м (-2,4% г./г.) потребления газа в Европе. Падение выручки от продаж газа (-5,6% г./г.) было компенсировано прочими доходами, главным образом, доходами от продажи продуктов нефтегазопереработки, которые выросли на 24% г./г. В результате суммарная чистая выручка Газпрома даже увеличилась на 2,7% г./г.

#### Газпром, скорее всего, не выполнит план на 2013 г.

Мы сомневаемся, что Газпрому удастся выполнить план на 2013 г. по экспорту газа в дальнее зарубежье на уровне 151,8 млрд куб. м (+9% г./г.), так как мы не видим значительных изменений на европейском рынке, а одна Турция, которая запрашивала возможность увеличить экспорт газа из РФ на 3 млрд куб. м. в год, не сможет обеспечить существенный рост закупок российского газа, чтобы покрыть потери от европейского рынка.

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 условия "take or pay". Очевидно, что и на российском рынке Газпрому придется столкнуться с ростом конкуренции со стороны независимых производителей, что, вероятно, сократит его долю на внутреннем рынке.

#### Рентабельность по ЕБИТДА оказалась ниже предварительных оценок

Показатель ЕБИТДА компании сократился на 18% г./г., а рентабельность снизилась до 34%, что даже ниже предварительного значения - 36%. Сокращение рентабельности вызвано как дополнительными налоговыми платежами в связи с ростом налога на добычу полезных ископаемых, так и консолидацией газораспределительных сетей, что отразилось в росте операционных расходов. Рентабельность Газпрома может продолжить сокращаться, если цены на зарубежных рынках не вырастут. На российском рынке компания может столкнуться с дополнительным давлением со стороны регуляторов, которые обсуждают возможность ограничения роста тарифов на газ уровнем в 5%, что существенно ниже текущих 15%.

#### Укрепление рубля оказывает поддержку чистой прибыли

Чистая прибыль сократилась лишь на 10% г./г., так как Газпром получил дополнительные неденежные доходы по курсовым разницам. В результате укрепления рубля "доходы от финансирования" составили 60,7 млрд руб. по сравнению с убытком в 77,3 млрд руб. в 2011 г.

Газпром удержал свободный поток в положительной зоне

По итогам 2012 г. компании удалось удержать свободный денежный поток в положительной зоне за счет сокращения капитальных вложений на 14% до 1,37 трлн руб. В 2013 г. компания предполагает, что ее капитальные затраты сократятся до 40 млрд долл. (~1,25 трлн руб.). Мы не исключаем, что в течение года инвестиционная программа может быть пересмотрена в сторону повышения, однако, по нашим оценкам, долговая нагрузка компании останется на комфортном уровне.

Мы считаем, что значительных изменений стоит ждать после подписания контракта с Китаем

Стратегия Газпрома по-прежнему опирается на предположение существенного роста потребления газа в Европе за счет снижения добычи газа в этом регионе. Мы более консервативны в ожиданиях роста продаж газа Газпрома, как на зарубежных, так и на российском рынках. Мы по-прежнему считаем, что значительное изменение положения Газпрома стоит ждать лишь после выхода на азиатские рынки, но пока компания так и не договорилась с китайской стороной о цене российского газа. В долгосрочной перспективе строительство заводов по сжижению газа и экспорт СПГ смогут снизить зависимость Газпрома от Европы как основного потребителя, и, вероятно, будут способствовать существенному наращиванию продаж. Однако это - перспектива не ближайших трех лет.

Облигации Газпрома - неплохая альтернатива суверенной кривой

Рублевые бумаги Газпрома, также как и длинные евробонды либо имеют низкую торговую ликвидность, либо находятся на средних значениях своих спредов к суверенной кривой (165 б.п. для рублевых облигаций и 130 б.п. для долларовых евробондов). Выпуски Газпром-4,5,6 компенсировали просадку после размещения и сейчас котируются на уровне номинала. Рублевые облигации Газпрома мы считаем неплохой альтернативой суверенным бондам, по крайней мере, в краткосрочной перспективе, пока рынки сохраняют позитивный настрой. На рынке евробондов Газпром предлагает премию к Роснефти, что неоправданно, учитывая потенциально высокое предложение от Роснефти.

Консолидация ТНК-ВР увеличила долговую нагрузку до 2,9х

## Роснефть: 11 дней с ТНК-ВР в 1 кв. 2013 г.

Роснефть опубликовала финансовые результаты по итогам 1 кв. 2013 г. по МСФО, которые включают показатели ТНК-ВР за 11 дней, с даты приобретения по конец отчетного периода. Учитывая, что Роснефть 22 апреля провела День инвестора, на котором представила оценку консолидируемых результатов компании и озвучила планы по интеграции активов, мы считаем представленные результаты за 1 кв. 2013 г. по МСФО нейтральными для кредитного профиля Роснефти. По данным отчетности, долговая нагрузка компании (Чистый Долг/ЕБИТДА) выросла до 2,9х, что связано, в том числе, с правилами консолидации по МСФО. Роснефть уже озвучивала оценку долговой нагрузки полностью консолидированной объединенной компании на уровне 2,0х.

### Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	812	792	+3%	759	+7%
ЕБИТДА	156	145	+8%	176	-11%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,2%	18,3%	+0,9 п.п.	23,2%	-4,0 п.п.
Чистая прибыль	102	62	+65%	117	-13%
Чистая рентабельность	12,6%	7,8%	+4,7 п.п.	15,4%	-2,9 п.п.
Капвложения	95	123	-23%	120	-21%
Свободный денежный поток	33	13	+2,5х	-45	-

в млрд руб., если не указано иное	31 мар. 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 182	980	+2,2х
Краткосрочный долг	468	143	+3,3х
Долгосрочный долг	1 714	837	+2,0х
Чистый долг	1 781	591	+3,0х
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,9х	1,0х	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Без учета ТНК-ВР  
результаты не удивили**

Рост финансовых и производственных показателей связан в основном с консолидацией ТНК-ВР, что делает результаты предыдущих периодов трудно сопоставимыми. Компания также представила ключевые показатели без учета эффекта от приобретения ТНК-ВР, которые мы оцениваем нейтрально.

**Неплохой рост  
суточной добычи на  
0,4%**

Без учета приобретения ТНК-ВР, суточная добыча нефти в 1 кв. 2013 г. увеличилась на 0,4% кв./кв. до 2,49 млн барр., а добыча газа возросла на 3,5% кв./кв. до 356 тыс. барр. н.э./сутки. Напомним, ранее Роснефть планировала демонстрировать рост добычи нефти на уровне не менее 1% в год. На Дне инвестора компания подтвердила свои планы по росту добычи в 1% уже с учетом приобретения ТНК-ВР.

**Чистый долг (без  
учета ТНК-ВР)  
сократился на 5,7%  
кв./кв.**

EBITDA Роснефти (без учета ТНК-ВР) увеличилась на 1,4% до 147 млрд руб., а рентабельность по этому показателю выросла до 19,2%. Чистый долг (без учета кредитов, привлеченных под приобретение ТНК-ВР) снизился на 5,7% кв./кв. до 557 млрд руб. Напомним, что на Дне инвестора Роснефть оценивала Чистый долг объединенной компании в 66,8 млрд долл. (~2,1 трлн руб.), а общий - в 76,6 млрд долл. (~2,4 трлн руб.). Мы ожидаем, что Роснефть будет привлекать дополнительные средства, в том числе и через рынок еврооблигаций, для рефинансирования текущей задолженности.

**Капитальные затраты  
сократились на 25%  
кв./кв.**

Стоит отметить сокращение капитальных затрат Роснефти (без учета ТНК-ВР) на 25% кв./кв. до 92 млрд руб. Напомним, что за счет приобретения ТНК-ВР Роснефть намерена получить суммарный синергетический эффект по капитальным вложениям в размере до 3,4 млрд долл. Общий же синергетический эффект от интеграции ожидается на уровне 10 млрд долл. Однако большая часть этого эффекта будет получена после 2017 г. за счет разработки новых месторождений. В 2013-2015 гг. Роснефть ожидает синергетический эффект в размере 2,4 млрд долл.

**Небольшой синергии  
стоит ожидать уже в  
2013 г.**

Вероятно, уже по результатам 2013 г. можно будет оценить небольшой синергетический эффект от консолидации ТНК-ВР за счет экономии на административных и общехозяйственных расходах, который может составить несколько сотен миллионов долларов.

**Ждем появления  
Роснефти на  
"первичке"**

В сравнении с выпусками Газпрома рублевые облигации Роснефти предполагают более высокую премию к кривой ОФЗ (в размере 170-185 б.п.), что оправдано потенциально более высоким объемом новых бумаг. На рынке еврооблигаций на текущих ценовых уровнях бумаги Роснефти котируются с дисконтом к кривой Газпрома и в связи с этим не представляют интереса для покупки. Кроме того, в среднесрочной перспективе от Роснефти стоит ожидать высокого объема предложения нового длинного долга (прежде всего, евробондов) для рефинансирования краткосрочных траншей кредитов (22,5 млрд долл.), что может транслироваться в заметную премию к рынку (Газпрому).

## 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	

### 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

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.