

23 октября 2012 г.

Пульс рынка

- **Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.** Напомним, что на первом этапе обсуждения сделки мы не исключали, что подготовка к ней может обернуться снижением курса рубля на ~3%. Сейчас для оплаты приобретения Роснефти потребуется, по нашим оценкам, ~40 млрд долл. Если верить новой официальной информации, преобладающую часть финансирования могут предоставить иностранные, а не российские банки, как мы считали ранее. Предполагая, что фондирование будет преимущественно валютным, а не рублевым (т.е. необходимость конвертации минимизируется), снижение курса рубля должно быть существенно меньшим, чем при нашем прежнем прогнозе (на ~3% к бивалютной корзине). Более того, сделку планируется завершить не в 2012 г., как обсуждалось ранее, а до конца 1П 2013 г.: время, отведенное на организацию финансирования, увеличивается до полугода. В результате ослабление рубля в ходе конвертации рублевой части займов вряд ли произойдет одновременно и, возможно, будет растянуто на полгода (т.е. менее выражено). Мы не исключаем сценарий, когда часть средств (по нашим оценкам, 10 млрд долл.) может предоставить Роснефтегаз. Однако, если он и реализуется, рублевое фондирование из этого источника едва ли поступит раньше 2 кв. 2013 г., а значит, риски ослабления рубля (в связи с их конвертацией) смещаются к концу весны-лету 2013 г. См. подробнее комментарий в сегодняшней теме выпуска. О краткосрочной реакции курса на новостной фон, как мы считаем, судить преждевременно, т.к. наблюдаемое сейчас его падение (на 0,8% до 35,35 руб. к корзине) может быть больше отражением снижения цен на нефть и аппетита к риску.
- **Роснефть (BBB-/Ba1/BBB) сегодня закрывает книгу заявок по 5-летним бумагам на 20 млрд руб.** Текущий ориентир доходности 8,99-9,31% предполагает спред к ОФЗ в районе 199-231 б.п., что, на наш взгляд, выглядит избыточным для выпусков 1-го эшелона, даже с учетом длинной дюрации. Скорее всего, изначальный диапазон будет пересмотрен ближе к закрытию книги.
- **Новое предложение от МОЭСК (BB-/Ba2/-).** Открыта книга заявок по 3-летнему выпуску БО-2 на 5 млрд руб. с ориентиром по доходности 8,99%-9,20% год., с премией к размещенному месяц назад БО-1 ~38 б.п. по верхней границе. Компания является основным оператором сетей среднего и низкого напряжения в Москве и области. "Столичный" статус, стратегическое значение для обеспечения надежности поставок электроэнергии в Москве, а также квазигосударственный риск являются, на наш взгляд, ключевыми фактами кредитного профиля компании. На текущий момент долговая нагрузка МОЭСК выглядит достаточно консервативно (Чистый Долг/ЕБИТДА -1,0x). В 1П 2012 г. операционного потока было достаточно для финансирования капзатрат. В 2012-2014 гг. принятые тарифные решения предполагают, по нашим оценкам, привлечения дополнительно ~15 млрд руб. для финансирования инвестиций. В частности, у эмитента есть возможность разместить еще один выпуск биржевых облигаций на 5 млрд руб.
- **ПСБ (-/Ba2/BB-) начинает road-show "суборда".** Как мы и ожидали, после отмены IPO в условиях низкой достаточности капитала (Н1 - 10,61% на 1 октября 2012 г.) размещение субординированных бондов будет являться основной формой внешнего пополнения капитала банка (возможно и непубличное размещение акций). Навес предложения может привести к увеличению премии за субординацию.
- **ХКФБ (-/Ba3/BB-) проводит вторичное размещение "плавающего" выпуска** объемом до 3 млрд руб. с погашением в апреле 2014 г. Размер купона определяется как Mosprime 3M+2% год. Диапазон цены установлен в пределах 100,0-100,5% от номинала. Предложение соответствует фиксированной доходности 9,37%-9,72% и, на наш взгляд, не исключает альтернатив как на вторичном, так и на первичном рынке. В частности, вчера начался премаркетинг 2-летнего выпуска Русфинанс Банка (-/Ba1/BBB+) на 4 млрд руб. с ориентиром по доходности 9,73 – 10,25% год. Сегодня закрывается книга заявок по 1,5-годовому выпуску Банка Интеза (Moody's: Ba1) на 3 млрд руб. с аналогичным индикативным диапазоном доходности. На вторичном рынке на сопоставимом сроке мы обращаем внимание на бумаги ОТП Банка (-/Ba2/BB) и Кредит Европа Банка (-/Ba3/BB-), которые предлагают двузначную доходность.

Темы выпуска

- **Роснефть: как изменится долговая нагрузка объединенной компании**
- **РусГидро: в ожидании допэмиссии в пользу государства**

Роснефть: как изменится долговая нагрузка объединенной компании

Роснефть купит долю ВР за 28 млрд долл.

Вчера Роснефть объявила, что достигла соглашения с ВР о покупке 50% доли в ТНК-ВР за 28 млрд долл. В обмен ВР получит 17,1 млрд долл. денежными средствами и 12,84% акций Роснефти (они находятся на балансе самой компании в виде казначейских бумаг). В рамках сделки ВР выставила оферту (будет действительна до 3 декабря 2012 г.) на покупку 5,66% акций Роснефти у государственного Роснефтегаза по цене 8 долл. за акцию (примерно 4,8 млрд долл. за весь пакет). В результате доля ВР, с учетом уже имеющихся 1,25% акций, в объединенной компании составит 19,75%, что позволит получить два места в Совете директоров Роснефти. Ожидается, что сделка будет закрыта в 1П 2013 г.

AAR также продаст свою половину за 28 млрд долл.

Также Роснефть подтвердила, что намерена приобрести 50% долю AAR в ТНК-ВР за 28 млрд долл., и в настоящий момент ведет переговоры с российскими акционерами о структуре сделки. По заявлению Игоря Сечина, эта сделка, скорее всего, будет оплачена только денежными средствами, которые могут быть предоставлены, в том числе, западными банками. Мы полагаем, что она будет завершена примерно в те же сроки, что и покупка доли ВР.

Роснефтегаз может профинансировать Роснефть...

По нашим оценкам, для финансирования сделки Роснефти необходимо около 40 млрд долл. (за вычетом денежных средств на балансе на 30 июня 2012 г. - 4,5 млрд долл.), которые могут быть привлечены на долговом рынке. Компания уже ведет переговоры с 14 банками о предоставлении кредита на 15 млрд долл. для финансирования сделки с ВР. Мы не исключаем, что еще 10 млрд долл. может предоставить Роснефтегаз. По нашим оценкам, к концу 1П 2013 г. он может аккумулировать необходимые средства за счет дивидендных выплат госкомпаний (в том числе и Роснефти), а также за счет продажи 5,66% акций Роснефти ВР. Также возможен выпуск новых облигаций (сегодня закрывается книга заявок по двум выпускам рублевых облигаций на 20 млрд руб.).

По нашим прогнозам, Чистый Долг/ЕБИТДА составит 2,2x

В результате Роснефти потребуется привлечь дополнительно до 15 млрд долл. Однако мы не исключаем, что компания может сократить капитальные вложения в 2013 г. для увеличения свободного денежного потока. Дополнительным источником средств может стать продажа непрофильных активов (пока нет понимания о масштабе поступлений от их реализации).

По нашим оценкам, после завершения консолидации ТНК-ВР долговая нагрузка Роснефти в отношении Чистый Долг/ЕБИТДА увеличится до 2,2x (на 30 июня 2012 г. - 1,1x), а чистый долг объединенной компании превысит 70 млрд долл. Такой уровень долговой нагрузки может привести в среднесрочной перспективе к снижению кредитных рейтингов Роснефти, при условии если компания не обеспечит его сокращение к концу 2014 г. Мы считаем, что это вполне достижимо за счет ограничения капитальных вложений и использования свободного денежного потока от активов ТНК-ВР для погашения задолженности. При этом мы не ждем рейтинговых действий до закрытия двух сделок (середина 2013 г.).

Оценка потенциальной долговой нагрузки объединенной Роснефти

в млрд долл., если не указано иное

Чистый долг Роснефти*	19,90
Чистый долг ТНК-ВР*	5,57
Финансирование сделки с ВР	17,10
Финансирование сделки с AAR	28,00
Чистый долг объединенной Роснефти	70,57
2012П ЕБИТДА Роснефти	19,04
2012П ЕБИТДА ТНК-ВР**	13,07
2012П ЕБИТДА объединенной Роснефти	32,11
Чистый Долг/2012П ЕБИТДА	2,20x

* на 30 июня 2012 г.

** консенсус Bloomberg

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

После сделки Роснефть станет крупнейшей нефтяной компанией в мире с доказанными запасами более 27,5 млрд барр. н.э. по стандартам SEC (или 37 млрд барр. н.э. по стандартам PRMS), что на 10% больше уровня текущего лидера – ExxonMobil с запасами в 24,9 млрд барр. н.э. Суммарная добыча углеводородов превысит 4,57 млн барр. н.э./сутки (ExxonMobil – 4,5 млн барр. н.э./сутки), а объемы переработки достигнут 1,9 млн барр./сутки. Выручка объединенной компании может превысить 150 млрд долл. в год. Роснефть будет производить около 37% российской нефти, сеть АЗС в РФ будет насчитывать более 2,8 тыс. заправок, что на 20% больше чем у нынешнего лидера – ЛУКОЙЛа, который имеет сеть АЗС в РФ (более 2,3 тыс. заправок).

Результаты Роснефти и ТНК-ВР Int. в 2011 г.

в млрд долл., если не указано иное	Роснефть	ТНК-ВР	Роснефть + ТНК-ВР
Доказанные запасы (PRMS), млрд барр. н.э.	23,35	13,80	37,15
Производство углеводородов, тыс. барр. н.э./сутки	2 586	1 987	4 573
Объем переработки, тыс. барр./сутки	1 158	747	1 905
Выручка, млрд долл.	91,98	60,20	152,18
ЕБИТДА, млрд долл.	22,02	14,09	36,11
Чистая прибыль, млрд долл.	12,45	9,73	22,18

Источник: отчетности компаний, оценки Райффайзенбанка

РусГидро: в ожидании допэмиссии в пользу государства

Результаты – в рамках ожиданий

РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала отчетность за 2 кв. 2012 г. по МСФО, которая не преподнесла особенных сюрпризов. Однако мы отмечаем существенный рост издержек РАО ЭС Востока. Вопрос докапитализации РусГидро уже решен: порядка 50 млрд руб. будут внесены в рамках допэмиссии со стороны государства за счет дивидендов Роснефтегаза.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.
Выручка	66,0	60,8	8%
Сопоставимая выручка*	66,0	60,7	9%
Операционные расходы	61,3	47,9	28%
Сопоставимые операционные расходы	61,3	47,8	28%
ЕБИТДА	11,8	18,4	-36%
Рентабельность по ЕБИТДА	18%	30%	-12 п.п.
Сопоставимая ЕБИТДА**	11,8	17,1	-31%
Рентабельность по сопоставимой ЕБИТДА**	18%	28%	-10 п.п.
Чистая прибыль	-11,1	6,5	-
Операционный поток	10,7	22,4	-52%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-4,3	-4,1	5%
Капвложения	-23,8	-18,1	32%
Свободный денежный поток	6,3	18,2	-65%
в млрд руб., если не указано иное	31 июля 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	147,0	124,0	19%
Краткосрочный долг	41,5	21,4	94%
Долгосрочный долг	105,5	102,6	3%
Чистый долг	87,2	76,7	14%
Долг/ЕБИТДА***	2,2x	1,6x	-
Чистый долг/ЕБИТДА***	1,3x	1,0x	-

* без учета деятельности проданных сбытовых компаний

** без учета деятельности проданных сбытовых компаний и с исключением ЦИС

*** отчетная ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Существенный рост операционных расходов...	РусГидро продемонстрировала существенный рост расходов по сравнению со 2 кварталом прошедшего года. Во многом это связано с консолидацией Башкирской энергосбытовой компании, а также увеличением расходов на топливо РАО ЭС Востока, вызванным необходимостью закупать более дорогой уголь и мазут в условиях ограничения поставок газа на станции компании.
...опережает рост выручки и негативно отражается на рентабельности	На фоне негативной динамики цен на свободном рынке электроэнергии в Европейской ценовой зоне во 2 кв. 2012 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, низкой водности в Сибири и исключения ЦИС из тарифов компании, рост выручки РусГидро оказался ниже роста расходов, существенным образом отразившись на рентабельности (с 28% до 18% по EBITDA).
Дефицит финансирования инвестпрограммы будет покрыт за счет средств допэмиссии	Ключевой для РусГидро вопрос – финансирование ее инвестпрограммы, похоже, уже решен. Правительство планирует внести 50,2 млрд руб., которые бюджет получит за счет выплаты дивидендов Роснефтегаза за 9М 2012 г., в оплату допэмиссии РусГидро. Средства пойдут, в первую очередь, на финансирование проектов компании на Дальнем Востоке.
Риски рефинансирования невысоки	Показатели долговой нагрузки компании далеки от критических уровней. Так, Чистый долг/EBITDA находится на уровне 1,4х. Хотя пик погашений и приходится на 2013 г., когда компании предстоит выплатить ~43,8 млрд руб., в основном приходящихся на кредит Сбербанка, мы не видим существенных рисков рефинансирования для компании.
Бумаги РусГидро выглядят дорого	Рублевые облигации РусГидро-1,2 не отличаются торговой ликвидностью, последние сделки в РусГидро, 2 проходили на уровне YTP8,46% @ апрель 2016 г. Рублевый евробонд RusHydro15 котируется на уровне YTM8,3-8,5%. Эти котировки выглядят несколько заниженным в сравнении с набором кредитных рейтингов эмитента.

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

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

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 августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: на пути к 7%

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

В октябре ЦБ оставил все ставки без изменений

Банковский сектор

Фондирование от ЦБ РФ становится нормой

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

РЕПО в корзине

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

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	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

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 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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

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.