

Пульс рынка

- **М. Драги не стал "рыцарем на белом коне".** Вопреки ожиданиям рынка, итоги заседания ЕЦБ не добавили определенности в разрешение европейского кризиса: вместо конкретных мер М. Драги озвучил лишь готовность проводить интервенции на рынке облигаций стран еврозоны, правда, лишь после их обращения за помощью в антикризисные фонды (EFSF и ESM), при соблюдении жестких условий (бюджетной экономии). Кроме того, даже если интервенции и будут проводиться, то они, скорее всего, не распространятся за пределы краткосрочных бумаг, не говоря уже о том, что объема фондов EFSF и ESM может оказаться недостаточно для спасения всей периферии. Таким образом, как мы и ожидали, глава ЕЦБ не стал действовать наперекор Бундесбанку, ограничившись лишь стандартным перечнем "увещеваний". Негативная реакция рынка не заставила себя долго ждать: индексы акций просели на 1%, доходности 10-летних UST снизилась на 5 б.п. до YTM 1,47%, что оправдывает данную нами вчера рекомендацию покупать UST (и/или продавать риск). Евро упал ниже 1,22 долл., а доходность 10-летних облигаций Испании вновь ушла выше отметки YTM 7,0%. Учитывая также отсутствие дополнительных стимулов со стороны ФРС и ЦБ Китая, которые пока предпочитают занимать выжидательную позицию, мы считаем, что финансовые рынки сохраняют негативную динамику под давлением как повышенной вероятности неуправляемого распада еврозоны, так и замедления глобальной экономики. В этой связи сегодня интерес представляют значение индекса активности в обрабатывающих отраслях (PMI) и объема розничных продаж в еврозоне, а также порция данных по американскому рынку труда (в том числе уровень безработицы). Также не следует забывать о фискальном "обрыве" (fiscal cliff, прекращение действия льгот по некоторым налогам при одновременном сокращении госрасходов), грозящем США в конце этого года, что может сильно затормозить экономику.
- **Банки сокращают задолженность перед ЦБ.** Так, в последнее время наблюдается заметное сокращение объемов о/п РЕПО с ЦБ (с начала недели на 202,4 млрд руб. до 1,56 трлн руб. на утро сегодняшнего дня). Мы полагаем, что такое развитие событий стало возможным благодаря резкому встречному притоку госсредств в банковский сектор по окончании июльского налогового периода, общая сумма которого с 30 июля исчисляется нами в 300 млрд руб. Интенсификация бюджетных расходов характерна для начала месяца и могла стать компенсацией недостатка бюджетных средств во второй половине июля. Приток госсредств не может не радовать, учитывая, что очередной период усреднения начнется 10 августа, что вызовет дополнительный спрос на рублевое фондирование. На этом фоне короткие ставки опустились почти на 30 б.п., составив по итогам вчерашнего дня 5,76%.
- **На локальном рынке вновь появилось окно для размещения?** Несмотря на негативные новости из Европы, котировки нефти Brent держатся в пределах 104-105 долл./барр., при этом корзина осталась на уровне около 35,8 руб. Относительно стабильный курс рубля, а также некоторый спад напряженности на денежном рынке позволяют надеяться на сохранение спроса, по крайней мере, на краткосрочные облигации. Так, вчера вновь была открыта книга заявок на покупку РенКап (В/В2/В) БО-2 номиналом 4 млрд руб. с ориентиром YTP 12,89-13,42% к годовой оферте, который, однако, заметно проигрывает выпуску ТКС Банк (-/В2/В) БО-6, котирующемуся на уровне YTP 14,3% @ июль 2013 г. Кроме того, в текущих условиях должна быть премия при первичном размещении ко вторичному рынку. Индикатором спроса на 3-летние бумаги первого эшелона станут итоги размещения выпуска ВЭБ-Лизинг-7 (срок приема заявок был продлен на 2 дня, закрытие книги сегодня). Новое предложение от первого эшелона не за горами: ВЭБ планирует до конца года привлечь на рынке 10-30 млрд руб. за счет выпуска или рублевых еврооблигаций, или локальных облигаций.

Темы выпуска

- **РусГидро: ключевой вопрос по инвестпрограмме пока не решен**

РусГидро: ключевой вопрос по инвестпрограмме пока не решен

Смешанные результаты

РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовую отчетность за 1 кв. 2012 г. по МСФО, которая произвела на нас смешанное впечатление. Отметим, что ключевым вопросом для компании остаются не ее текущие финансовые результаты, а вопрос реализации инвестпрограммы и источников ее финансирования в связи с исключением из тарифа целевых инвестиционных средств (ЦИС).

Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	85,2	169,9	-50%
Сопоставимая выручка*	85,2	74,2	+15%
Операционные расходы	71,3	140,7	-49%
Сопоставимые операционные расходы	71,3	53,6	+33%
ЕБИТДА	19,3	30,9	-37%
Рентабельность по ЕБИТДА	22,7%	18,2%	+4,5 п.п.
Сопоставимая ЕБИТДА**	19,3	17,6	+10%
Рентабельность по сопоставимой ЕБИТДА**	22,7%	23,7%	-1 п.п.
Чистая прибыль	10,6	25,9	-59%
Операционный поток	13,8	21,0	-34%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-26,0	-24,8	+5%
Капвложения	-13,5	-9,4	+44%
Свободный денежный поток	-12,2	-3,8	-3,2x

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	141,3	124,0	+14%
Краткосрочный долг	25,7	21,4	+20%
Долгосрочный долг	115,6	102,6	+13%
Чистый долг	90,9	76,7	+18%
Долг/ЕБИТДА***	2,2x	1,6x	-
Чистый долг/ЕБИТДА***	1,4x	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

Сопоставимая выручка не изменилась г./г.

По нашим оценкам, сопоставимая выручка, несмотря на увеличение выработки электроэнергии (+4% без РАО ЭС Востока, за счет восстановления работы Саяно-Шушенской ГЭС, улучшения гидрологических условий и оптимизации водопользования на ГЭС Волжско-Камского каскада), осталась на том же уровне, что и годом ранее, из-за снижения цен на РСВ (рынок на сутки вперед) в 1-й ценовой зоне (Европа и Урал) на 11% г./г. (в Сибири, напротив, рост цен составил 19% г./г.) и исключения из тарифа ЦИС. При этом некоторую поддержку выручке оказало увеличение объемов выработки э/э и отпуска тепловой энергии активами РАО ЭС Востока.

Результаты 2 кв. ожидаем на уровне 1 кв.

Во 2 кв. 2012 г. цены на РСВ в обеих ценовых зонах оставались преимущественно на тех же уровнях, что и в 1 кв., что, наряду с увеличением совокупной генерации на 6% кв./кв., позволяет предполагать, что результаты 2 кв. будут в целом схожи с данными за 1 кв. 2012 г.

Снижение рентабельности из-за изменения структуры и исключения ЦИС из тарифа

Опережающие темпы роста сопоставимых расходов обусловлены, прежде всего, изменением структуры компании - выбытием сбытовых компаний и консолидацией генерирующих активов РАО ЭС Востока. Давление на ЕБИТДА также оказало исключение из тарифа ЦИС (которая в выручке 1 кв. 2011 г. составила 4,4 млрд руб. из 74 млрд руб.). По нашим оценкам, с исключением ЦИС, рентабельность по ЕБИТДА в 1 кв. 2012 г. снизилась до 20,8% с 25,2% г./г.

Для финансирования капвложений в 1 кв. компании было достаточно операционного денежного потока, однако существенное сокращение свободного денежного потока было обусловлено инвестициями в краткосрочные векселя и депозиты. Как мы понимаем, данные инвестиции не имеют отношения к вексельному финансированию проекта БЭМО.

Пик погашений в 2013 г., риски рефинансирования невысоки

Совокупный долг за 1 кв. увеличился на 14% до 141,3 млрд руб., доля краткосрочной задолженности составила 18%. Тем не менее, на 2013 г. приходится пик погашений - 43,8 млрд руб. (в основном, кредит Сбербанка). При этом риски рефинансирования для компании, на наш взгляд, невысоки, принимая во внимание запас ликвидности на балансе, а также фактор господдержки. Тем не менее, мы не исключаем, что для рефинансирования краткосрочного долга компания может выйти на публичный долговой рынок. Зарегистрировано 4 выпуска рублевых облигаций на сумму 40 млрд руб. (срок действия проспектов истекает в октябре 2012 г.).

Ключевым остается вопрос по инвестпрограмме

Долговая нагрузка компании (Чистый долг/ЕБИТДА) пока остается на комфортном уровне 1,4х, однако ее динамика во многом будет зависеть от объема инвестпрограммы РусГидро и источников ее финансирования. Напомним, что после отмены ЦИС (12,9 млрд руб. в 2011 г.) либо капвложения компании должны быть скорректированы, либо должны быть найдены альтернативные источники финансирования. На данный момент этот вопрос пока не решен.

Бумаги РусГидро выглядят дорого

Рублевые бумаги RusHydro 15 и РусГидро-1,2 котируются на одном уровне YTM 8,8%, который выглядит несколько заниженным в сравнении с набором кредитных рейтингов эмитента. Лучшей альтернативой бумагам РусГидро в сегменте корпоративных эмитентов категории ВВ, по нашему мнению, являются облигации Вымпелком-1,2,4, предлагающие YTP 10,0% @ март 2015 г.

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
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	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

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 макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: наши виды на урожай

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ: что кроется за новой формулировкой?

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
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.