

## Пульс рынка

- **М. Драги обнадежил инвесторов.** Вчера торговые площадки США были закрыты из-за празднования Дня Независимости, внимание инвесторов было приковано к новостям из Европы. После заседания ЕЦБ, где было принято ожидаемое решение оставить ставки без изменений, М. Драги заявил, что низкие ставки будут сохранены в течение длительного времени. Кроме того, он намекнул, что ЕЦБ не считает нынешний уровень в 0,5% нижним порогом для процентной ставки. На этом фоне европейские индексы выросли на ~3%, евро умеренно укрепился с 1,301 до 1,291 к доллару. На товарных рынках цены незначительно сократились: котировки нефти Brent составили 105,54 долл./барр., золота – 1250 долл./унция. Сегодня Минфин Германии обнародует данные об объеме заказов промышленных предприятий в мае, а Минтруда США – данные о безработице в июне. Она, как ожидается, сократится до 7,5%.
- **Инфляция "притаилась".** Согласно данным Росстата, в июне инфляция сократилась почти вдвое - до 0,4% м./м. после 0,7% в мае. Как следствие, ее замедление в годовом выражении оказалось довольно выраженным: 6,9% против локального всплеска в мае (7,4%), что полностью согласуется с нашими прогнозами. Основной причиной такого улучшения стало двукратное сокращение продовольственной инфляции до 0,5% против 1% в мае, и произошло в основном за счет снижения темпов роста цен на фрукты и овощи. На втором месте по степени воздействия - более медленное удорожание услуг (0,6% против 0,8% в мае). Однако это ненадолго, поскольку июльское повышение регулируемых тарифов, как мы считаем, окажет эффект и на другие категории услуг. Замыкает цепочку - снижение темпов роста цен на непродовольственные товары (0,2% против 0,3% в мае). Здесь мы отмечаем улучшение, однако, оно может быть отчасти отражением ослабления потребительского спроса. В любом случае, июльская инфляция, с тех пор как повышение регулируемых тарифов осуществляется с 1 июля (с 2012 г. 2 раза в год: следующее с 1 сентября), должна быть значительно выше среднемесячных показателей 1П 2013 г., и, судя по заявленному уровню индексации на этот год, может быть сопоставима с показателем прошлого июля (1,2%). Если так, то понижательный тренд будет наблюдаться до конца года, и в июле инфляция в годовом выражении может вновь быть <7%. Это формально позволяет ЦБ снизить ставки РЕПО, однако, исходя из риторики Э. Набиуллиной, у нас есть опасения, что регулятор вновь пойдет только на половинчатые меры.
- **Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда.** Вчера Правительство рассмотрело бюджетный план на 2014-2016 гг. (утверждены общие параметры и предельные объемы расходов). Дальнейшая масштабная "настройка" продлится до августа, когда бюджетный закон на 2014-2016 гг. примет более четкие очертания. А пока это набор инициатив по стимулированию экономики и компромиссов для их реализации. Между тем, увеличивать расходы сверх плана уже невозможно, выход - в их оптимизации, а она, как мы опасаемся, имеет очень ограниченный потенциал. Так, майские указы Президента обойдутся бюджету в 2 трлн руб. в ближайшие 3 года, и насколько это учтено в текущем варианте бюджета (предполагает дефицит только в 0,4-0,6% ВВП), пока неочевидно. Кроме того, теперь Минфин ставит под сомнение исполнение и этого плана из-за рисков недополучения доходов по НДС и налогу на прибыль. На них мы указывали и прежде, и озвученный А. Силуановым возможный объем "потерь" в 2013 г. в 1 трлн руб. не стал сюрпризом. Важно, включены ли в эту оценку выпадающие доходы от приватизации (370 млрд руб., их планировалось покрыть за счет нефтегазовых средств). Если да, то налоговые недопоступления должны составить в 2013 г. ~600 млрд руб., что сопоставимо с нашими более ранними оценками. Разница лишь в том, что ранее выпадающие доходы планировалось частично покрывать за счет дополнительных нефтегазовых доходов. Но с учетом ухудшения собираемости налогов и рисков снижения цен на нефть, вероятно, распечатывать Резервный фонд на покрытие дефицита придется уже в этом году (ранее ожидалось его пополнение на 150 млрд руб.). Однако в 2013 г. едва ли это создаст сильное давление на ОФЗ. В отношении таких рисков на 2014-2016 гг. при отсутствии окончательных цифр, до августа, как мы считаем, делать какие-либо выводы рано. Но очевидно, с высокой долей вероятности, дефицит в 0,4-0,6% ВВП недооценен. С учетом рисков неисполнения планов по приватизации и инициатив по фискальным стимулам, это может привести к существенным тратам из Резервного фонда в ближайшие годы, а возможно, - и к нарушению условий бюджетного правила.

## Темы выпуска

- РусГидро: выше вода – выше прибыль

## РусГидро: выше вода – выше прибыль

### Сильный квартал

РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовую отчетность за 1 кв. 2013 г. по МСФО. Результаты оказались ожидаемо сильными на фоне рекордной водности и роста свободных цен на электроэнергию.

### Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2013	1 кв. 2012	изм.
Выручка	88,4	85,2	+4%
Операционные расходы	70,3	71,3	-1%
EBITDA	23,1	19,3	+20%
Рентабельность по EBITDA	26%	23%	+3 п.п.
Чистая прибыль (скорр.)	14,6	11,0	+32%
Чистая рентабельность (скорр.)	17%	13%	+4 п.п.
Операционный поток	17,6	13,8	+27%
Капвложения	8,3	13,5	-38%
Свободный денежный поток	9,2	0,3	-

  

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	160,1	141,0	+14%
Краткосрочный долг	69,6	73,8	-6%
Долгосрочный долг**	90,5	67,3	+34%
Чистый долг	92,4	101,2	+15%
Долг/EBITDA LTM**	2,4x	2,2x	-
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,4x	1,6x	-

\*без учета гарантий по БЭМО

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Рекордная водность сохранилась в 1-2 кв.

Существенный приток воды в водохранилища крупнейших ГЭС, поддержавший показатели 4 кв. 2012 г., продолжался и в 1 кв. 2013 г. Выработка ГЭС выросла на 27% г./г. По оценкам менеджмента, во 2 кв. ситуация также оставалась благоприятной.

### Гидроэнергетики частично вытеснили тепловую генерацию на Дальнем Востоке

Выработка электроэнергии на станциях РАО ЭС Востока снизилась на 5% во многом из-за того, что частично она была «каннибализирована» ростом выработки ГЭС в регионе на 26%. Для РусГидро, однако, данный фактор носил, скорее, позитивный характер, так как меньшая нагрузка ТЭС позволила снизить расходы на топливо и повысить эффективность.

### Расходы – под контролем

Операционные расходы уменьшились на 1,4% г./г. как за счет сокращения топливных затрат, так и благодаря снижению расходов на приобретение э/э и мощности и распределение э/э. Таким образом, запущенная компанией программа оптимизации издержек, очевидно, приносит положительный результат.

### Сбытовой бизнес – под давлением

Сбытовой сегмент РусГидро сработал в 1 кв. 2013 г. «в ноль» по показателю EBITDA. Существенное «закручивание гаек» в регулировании сбытовой надбавки, по подсчетам компании, привело к снижению маржинальности данного бизнеса. Поэтому в нем компания фокусируется на управлении расходами. Так, принятая программа оптимизации расходов «сбытов», по прогнозам менеджмента, может привести к экономии в 800 млн руб. по итогам 2013 г. и позволить получить по итогам года 300 млн руб. EBITDA в данном сегменте.

### Рентабельность EBITDA выросла на 3,5 п.п.

Цены на электроэнергию в 1 кв. 2013 г. выросли г./г. на 6% в Европейской и на 18% в Сибирской ценовой зоне. На фоне высокой выработки, а также снижения расходов EBITDA РусГидро выросла на 20%, а рентабельность EBITDA – на 3,5 п.п.

### Долг вырос из-за размещения бондов в 1 кв.

В 1 кв. совокупный долг компании увеличился на 14%, в первую очередь, за счет размещения в феврале двух выпусков рублевых облигаций на 20 млрд руб. Менеджмент РусГидро отмечает, что данные средства, скорее всего, будут направлены на рефинансирование кредита Сбербанка на ~40 млрд руб., причем оставшиеся 20 млрд руб. могут быть также привлечены на долговом

**Пик погашений в 2013 г. не несет существенных рисков**

рынке.

Несмотря на то, что на 2013 г. приходится пик погашений долга РусГидро (~66,5 млрд руб.), мы не видим существенных рисков рефинансирования: остаток денежных средств на балансе компании составляет 67,7 млрд руб. (с учетом средств от недавно размещенных выпусков облигаций, но без учета средств от доэмиссии на 50 млрд руб. для финансирования инвестпроектов на Дальнем Востоке). Этот факт, помимо прочего, позволил агентству S&P пересмотреть прогноз по рейтингу РусГидро (BB+) с "негативного" на "стабильный".

Рублевые облигации РусГидро-1,2 не отличаются торговой ликвидностью. Недавно размещенные выпуски РусГидро-7,8 торгуются с УТР 8,40% @ февраль 2018 г. (= ОФЗ + 160 б.п.), что, соответствует доходности бумаг 1-го эшелона. Рублевый евробонд RusHydro15 котируется на уровне УТМ 8,45% (=ОФЗ + 200 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	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	ФосАгро

### 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

Экономика "пошла на попятную"

ВВП не в лучшей форме

Платежный баланс

Рубль "оторвался от земли"

Инфляция

ЦБ возьмет инфляцию "под уздцы"?

Монетарные стимулы уперлись в инфляцию

Инфляция поторопилась

Валютный рынок

Обесценение рубля: случайность или закономерность?

Подвижный рубль

Монетарная политика ЦБ

Снижение ставок от ЦБ: "и волки сыты, и овцы целы"

От перемены мест «слагаемых» экономика не меняется?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Промышленность

Промышленность "дала слабину"

Внешняя торговля

Слабый импорт едва ли поддержит рубль

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Новая схема конвертации трансферта в госфонды не за горами

Бюджет

"Тонкая настройка" бюджета

Не все бюджету «масленица»

Приватизация — не панацея

Досрочное «распечатывание» ФНБ

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

## 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.