

Пульс рынка

- **ЕЦБ не смог заполнить политический вакуум.** Европейский регулятор разочаровал участников рынка своей неспособностью предпринять активные действия (выкуп суверенных облигаций и/или еще один раунд программы LTRO для предоставления длинной ликвидности) в связи с политическими разногласиями внутри еврозоны. Отсутствие каких-либо дополнительных мер (кроме предоставления краткосрочной ликвидности в неограниченном объеме) контрастирует с наличием рисков замедления экономики, на которые указал М. Драги. Как мы и предполагали, до итогов парламентских выборов в Греции 17 июня лидеры еврозоны, скорее всего, займут выжидательную позицию. В случае если греки предпочтут остаться внутри еврозоны (из страха неопределенности в случае выхода), на финансовых рынках произойдет, по крайней мере, краткосрочное восстановление аппетита на рискованные активы. Учитывая, что индексы акций продолжили подъем (+2,0-2,5%), несмотря на итоги заседания ЕЦБ, большинство участников рынка ставит на то, что Греция останется внутри еврозоны.
- **Финансовые рынки зацепились за слухи.** Наблюдающееся восстановление рынков выглядит не более чем очередная спекулятивная попытка "угадать" дно. Поводом для игры на повышение стали появившиеся вчера слухи о том, что в настоящий момент прорабатывается план спасения Испании (докапитализации ее банковской системы), который будет содержать очень мягкие требования в дополнение к уже согласованным. Таким образом, ожидается, что помощь Испании будет предоставлена на исключительно комфортных условиях, а значит, греческий сценарий не повторится. Поскольку эти слухи довольно сильно расходятся с позицией Германии (которая выступает против субсидирования периферийных стран без соблюдения ими жестких мер экономии), текущее ралли может оказаться краткосрочным. Сегодня основным событием является выступление Б. Бернанке перед Конгрессом о состоянии экономики США, в котором могут содержаться ожидаемые рынками намеки на QE3. Соответственно, их отсутствие может возобновить игру на понижение. Также интерес представляют итоги размещения облигаций Испании в объеме 2 млрд евро.
- **Неоднозначные итоги аукциона ОФЗ.** Спрос на 3-летние ОФЗ 25079 номиналом 10 млрд руб. превысил предложение, составив 18,8 млрд руб., при этом в рамках ориентира Минфина было размещено лишь 8,7 млрд руб. На вторичном рынке сделки совершались (на уровне 98,9% от номинала) не намного выше средневзвешенной цены размещения (98,72% от номинала). Отсутствие ценового роста бумаг свидетельствует, по нашему мнению, о том, что основной спрос был сформирован управляющими пенсионными средствами. Укрепление рубля (стоимость бивалютной корзины снизилась на 50 копеек до 36,15 руб.) в условиях стабилизации ставок на денежном рынке (МБК в районе 5,6% годовых) привело к снижению доходностей в длинном конце кривой ОФЗ на 10-20 б.п. (в частности, доходность ОФЗ 26205 опустилась до YTM 8,47%). Принимая во внимание продолжающийся рост котировок нефти (Brent превысила отметку 100 долл./барр.) и позитивный внешний фон (евробонды РФ подорожали на 1,5-2,5 п.п.), сегодня можно рассчитывать на ценовой рост облигаций и дальнейшее укрепление рубля (на открытии торгов корзина опустилась ниже 36 руб.). Позитивным моментом для рынка ОФЗ является заявление Минфина о полноценном допуске Clearstream и Euroclear уже в этом году после регистрации центрального депозитария. В связи с этим мы ожидаем сокращения спреда ОФЗ 26204 - Russia 18 до 50 б.п. с текущего уровня 100 б.п. и рекомендуем продавать Russia 18 (YTM 7,28%).
- **Купоны по евробондам освободили от налогов на 2 года.** По информации Ведомостей, Госдума проголосовала за изменение законопроекта по налогообложению купонных выплат с евробондов, согласно которому евробонды, выпущенные до 2014 г., исключаются из общего порядка налогообложения дохода иностранных организаций в РФ. Таким образом, российским компаниям, разместившим евробонд через SPV (в стране, у которой с РФ есть соглашение об избежании двойного налогообложения) на бирже, признаваемой ФСФР и Минфином, не придется выполнять обязанности налогового агента и удерживать налог на прибыль с купонного дохода.

Темы выпуска

- **Башнефть: деньги хранит на депозитах**

Башнефть: деньги хранит на депозитах

Башнефть (-/Ba2/BB) после публикации основных финансовых показателей недель ранее теперь представила полные финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО. Актуальной стала информация по денежным потокам, а также балансовым показателям компании. В целом опубликованные данные нейтральны для обращающихся облигаций Башнефти, к тому же бумаги не отличаются высокой торговой ликвидностью.

Ключевые финансовые показатели Башнефти

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	3 923	4 083	-4%	3 923	3 486	+12%
ЕБИТДА	824	824	0%	824	706	+17%
Рентабельность по ЕБИТДА	21,0%	20,2%	+0,8 п.п.	21,0%	20,2	+0,8 п.п.
Операционная прибыль	678	671	+1%	678	549	+23%
Операционная рентабельность	17,3%	16,4%	+0,9 п.п.	17,3%	15,7%	+1,6 п.п.
Чистая прибыль	444	387	+15%	444	370	+20%
Операционный поток	186	681	-3,7x	186	181	+3%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 400	-247	+5,7x	-1 400	-333	+4,2x
Капвложения	162	256	-37%	162	174	-7%
Финансовый поток	732	46	+15,9x	732	-83	-

в млн долл., если не указано иное	31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 444	3 385	+31%
Краткосрочный долг	575	420	+37%
Долгосрочный долг	3 869	2 965	+30%
Чистый долг*	3 978	2 504	+59%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,2x	0,8x	-

* Только с учетом денежных средств и их эквивалентов

** ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки кв./кв. из-за сокращения продаж нефтепродуктов

Напомним, что выручка кв./кв. снизилась на 4% из-за сокращения продаж нефтепродуктов в основном на внутреннем рынке, что было лишь частично компенсировано наращиванием экспортных продаж сырой нефти.

При снижении выручки сохранение ЕБИТДА на том же уровне, что и кварталом ранее, стало возможным благодаря сокращению прочих операционных расходов, которые, скорее всего, и включают упоминаемое ранее компанией разовое уменьшение резерва по судебным искам (+75 млн долл.). Без учета этого разового фактора рентабельность по ЕБИТДА снизилась бы на 1,1 п.п. кв./кв. (вместо +0,8 п.п.).

Поддержку ЕБИТДА оказало снижение расходов на покупку э/э, а также сокращение ремонтных работ

Важно отметить, что заметную поддержку ЕБИТДА оказало сокращение производственных расходов. Так, затраты на 1 барр. добытой нефти снизились на 3% кв./кв. с 6,5 до 6,3 долл. за счет сокращения расходов на электроэнергию вследствие перехода на прямые закупки на оптовом рынке (создание собственной энергосбытовой компании). Удельные затраты в нефтепереработке снизились еще больше - на 27% кв./кв. с 6,2 до 4,5 долл./барр., что, помимо экономии на закупках э/э, было преимущественно обусловлено сезонным сокращением объемов ремонтных работ кв./кв.

Операционного денежного потока было достаточно для финансирования оборотного капитала и капзатрат

Чистый операционный денежный поток компании в 1 кв. сократился почти вчетверо по сравнению с предыдущим кварталом до 186 млн долл., на что кроме снижения выручки повлияли инвестиции в оборотный капитал (сокращение полученных авансов, увеличение дебиторской задолженности по экспортным поставкам нефти, увеличение запасов нефтепродуктов) в размере 389 млн долл. Капвложения, составившие 162 млн долл., были полностью профинансированы из операционного денежного потока.

Новый долг и часть накопленных средств были использованы для покупки финансовых активов

В 1 кв. в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры компания привлекла новый долг в размере 737 млн долл. (в том числе в феврале были размещены рублевые облигации Башнефть, 04 номиналом 10 млрд руб. с офертой через 3 года). Полученные денежные средства, а также часть накопленной ликвидности (всего - 1,25 млрд долл.) были направлены на увеличение финансовых активов (по словам менеджмента компании, долгосрочные депозиты). Аккумулированные средства компания предполагает направить на реорганизацию и переход на единую акцию (возможен выкуп долей миноритариев), которые планируется завершить до конца 2012 г. Также компания не исключает возможность сделок M&A.

Долговая нагрузка остается на приемлемом уровне

Без учета указанных долгосрочных депозитов, чистый долг компании за 1 кв. вырос на 59% до 4 млрд долл., его отношение к LTM EBITDA, тем не менее, остается на комфортном уровне 1,2x (0,8x на начало года).

Возможна коррекция бюджета капзатрат

Ранее капвложения Башнефти на 2012 г. оценивались нами на уровне 1,2 млрд долл., из них 400-450 млн долл. компания планировала направить на разработку основного проекта - месторождений им. Требса и Титова. Однако теперь в связи с отменой Роснедрами передачи лицензии к ООО "Башнефть-Полус" (созданного для разработки месторождений совместно с ЛУКойлом), компания, на наш взгляд, может снизить темпы инвестиций в проект, по крайней мере, до разрешения сложившейся ситуации. Тем не менее, в ходе телеконференции, менеджментом было озвучено, что наиболее оптимальной структурой компания по-прежнему считает сотрудничество с ЛУКойлом, а также, что добычу нефти на месторождении им. Требса планируется начать с 2013 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 апреля: в чем подвох?

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

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
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.