

Пульс рынка

- **Экономика США готова к сворачиванию QE.** Об этом, в частности, свидетельствуют вчерашние данные по торговому балансу: его дефицит в июне составил 34,2 млрд долл., что ниже как консенсус-прогноза (43 млрд долл.), так и майского значения (44,1 млрд долл.). Сокращение дефицита до 4-летнего минимума стало следствием снижения импорта потребительских товаров, а также повышения экспорта, прежде всего, авиационной продукции. В результате рост ВВП США во 2 кв., скорее всего, превысил 1,7% (предварительная оценка). Председатель ФРБ Чикаго Ч. Эванс, голосующий член FOMC, ожидает ускорения экономики до 2,5% во 2П 2013 г., а в 2014 г. - до 3%. Исходя из этого, по его мнению, сворачивание QE начнется на одном из трех ближайших заседаний (не исключено, что в сентябре). Доходности 10-летних UST почти не изменились, составив YTM 2,63%, индексы акций ушли в минус.
- **Ориентиры по ОФЗ предполагают премию.** Сегодня Минфин предложит 10-летние ОФЗ 26211 и 3-летние ОФЗ 25082 (по 10 млрд руб. каждый) с ориентирами YTM 7,35-7,40% и YTM 6,25-6,30%, соответственно. Длинные ОФЗ до объявления параметров котировались на "вторичке" по YTM 7,33-7,35%, но затем доходность по цене на покупку поднялась до YTM 7,38%. Отметим, что с прошлой среды произошло небольшое снижение доходностей длинных ОФЗ 26207 - на 15 б.п. до YTM 7,7%. Наличие некоторой премии при относительно стабильном внешнем фоне, скорее всего, позволит сформировать спрос для размещения ОФЗ 26211 в полном объеме. Ориентир по ОФЗ 25082 также предполагает небольшую премию к близким по дюрации ОФЗ 26203 и 25077 (они вчера котировались с YTM 6,25-6,27%), но спекулятивный интерес к ним ограничивается низкой ликвидностью (в обращении - 10 млрд руб.).
- **Не ожидаем снижения ключевых ставок ЦБ 9 августа.** С одной стороны, текущее состояние основных макропоказателей создает условия для снижения ставок: 1) рост ВВП сильно замедлился: во 2 кв., по нашим оценкам, он едва ли существенно превысил 1,6%, зафиксированные в 1 кв. (статистика выйдет 9-12 августа); 2) инфляция начала демонстрировать тенденцию к замедлению (и может опуститься до целевых для ЦБ 6% по итогам 2013 г.). С другой стороны, снижение всех ставок (включая РЕПО) воздействует на кредитование в целом, в то время как из риторики Э. Набиуллиной следует, что ЦБ в ближайшее время будет нацелен на решения, стимулирующие только корпоративное кредитование, особенно МСБ (секьюритизация кредитов МСБ, которые банки могут использовать как залог в ЦБ; направление на кредитование МСБ части средств ФНБ; инициативы по снижению издержек для банков). Но такие меры требуют времени, а экономика "буксует" уже сейчас. В любом случае в условиях растущего дефицита ликвидности действия ЦБ по изменению параметров рефинансирования имеют ограниченный эффект на экономику, т.к. средства регулятора, по нашему мнению, не могут заместить основной источник фондирования для банков (депозиты), а лишь компенсируют прогнозируемый в ближайшие месяцы отток ликвидности. В связи с этим более реалистичным в ближайший месяц нам видится проведение ЦБ еще одного аукциона по кредитам под нерыночные активы на 1 год, т.к. он направлен на сокращение рисков (замещение залога РЕПО, а не снижение ставок). По этой же причине, снижение ставки РЕПО, если и состоится в эту пятницу, как мы считаем, будет играть роль заблаговременной меры по удешевлению аукционных кредитов по 312-П (ставка по ним сокращается вслед за ставкой недельного РЕПО), нежели стимула для кредитования.
- **РусАл сокращает нерентабельное производство.** Из-за слабой конъюнктуры на рынке алюминия РусАл в 2013 г. может приостановить электролизное производство на 5 заводах (Волгоградском, Уральском, Надвоицком и Волховском) до тех пор, пока цены на металл не превысят 2 400 долл./т (с июня котировки на LME остаются ниже 1 950 долл./т), чего не ожидается в течение следующих 4 лет. Будет отложена и модернизация литейных производств Уральского и Богословского заводов (для чего был привлечен кредит ВЭБа), исходя из прогнозной цены на алюминий 2 100-2 200 долл./т. Возобновление работы заводов зависит также и от их соответствия новым экологическим стандартам, которые вступят в силу в 2018 г. По итогам 2013 г. общий объем производства снизится на 300 тыс. т (при мощности 4,5 млн т). Сокращение убыточного производства позволит несколько компенсировать падение цен на алюминий, но мы не ожидаем кардинального улучшения финансового состояния РусАла: за 1 кв. его долговая нагрузка выросла до 11,9x Чистый долг/LTM EBITDA. По нашему мнению, облигации РУСАЛ Братск-7,8 (YTP 15-16% к оферте через 1-2 года) не имеют потенциала для ценового роста.

Темы выпуска

- **Газпром нефть: обошлась без ТНК-ВР**

Газпром нефть: обошлась без ТНК-ВР

Нейтральные финансовые результаты

Газпром нефть (BBB-/Baa3/-) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Мы положительно оцениваем итоги операционной деятельности: компании удалось частично компенсировать негативный эффект внешних факторов во 2 кв. (снижение цен на нефть и нефтепродукты, падение рентабельности экспорта) и избежать сокращения объемов переработки из-за прекращения поставок сырой нефти ТНК-ВР на Омский завод Газпром нефти. Компания сохранила финансовые показатели за счет увеличения объемов переработки и высвобождения части запасов. Уровень долговой нагрузки (Чистый Долг/ЕБИТДА) сократился до 0,47х.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	359 080	355 954	+1%	715 034	725 143	-1%
Операционная прибыль	49 090	51 308	-4%	100 398	102 833	-2%
Операционная рентабельность	13,7%	14,4%	-0,7 п.п.	14,0%	14,2%	-0,2 п.п.
ЕБИТДА	68 224	69 301	-2%	137 525	136 413	+1%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,0%	19,5%	-0,5 п.п.	19,2%	18,8%	+0,4 п.п.
Чистая прибыль	38 054	39 567	-4%	77 621	78 726	-1%
Чистая рентабельность	10,6%	11,1%	-0,5 п.п.	10,9%	10,9%	0 п.п.
Операционный поток	81 957	43 928	+87%	125 885	126 423	0%
Инвестиционный поток	-63 763	-36 788	+73%	-100 551	-79 690	+26%
Финансовый поток	6 658	-16 264	-	-9 606	-6 099	+58%

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	245 660	230 124	+7%
Краткосрочный долг	37 006	63 477	-42%
Долгосрочный долг	208 654	166 647	+25%
Чистый долг	133 785	155 141	-14%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,47x	0,59x	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Добыча стабилизировалась после падения в 1 кв.

Во 2 кв. Газпром нефть стабилизировала добычу нефти по сравнению с предыдущим кварталом в результате увеличения эксплуатационного бурения на 26% кв./кв. Так, среднесуточная добыча нефти консолидируемых предприятий повысилась на 0,3% до 835 тыс. барр./сутки в основном за счет стабилизации добычи на зрелых месторождениях и ее увеличения на Приобском месторождении и оренбургских активах. Добыча газа осталась на уровне предыдущего квартала.

Газпром нефть компенсировала выпавшие поставки сырья ТНК-ВР...

В сегменте downstream объемы переработки на дочерних НПЗ Газпром нефти выросли на 8,5% кв./кв., несмотря на сокращение закупок сырья, связанного с прекращением контракта на поставку нефти от ТНК-ВР. Напомним, что, по данным СМИ, компания прекратила поставлять сырую нефть на Омский завод Газпром нефти по инициативе Роснефти. Недостающие объемы были компенсированы поставками собственной нефти (за счет сокращения ее экспорта). По итогам 2 кв. объем переработки на Омском НПЗ вырос на 3,1%. Увеличились объемы переработки и на Московском НПЗ - на 12,3%, который увеличивает загрузку после завершения ремонтных работ в 4 кв. 2012 г.

... за счет снижения экспорта сырой нефти

В результате перенаправления потоков нефти на собственные НПЗ Газпром нефть сократила экспорт сырой нефти на 11% кв./кв. до 2,95 млн т, а продажи на внутреннем рынке упали на 6,5% кв./кв. Снижение реализации нефти было компенсировано ростом объемов продаж нефтепродуктов на 8,3% кв./кв. В результате чистая выручка от продаж нефти уменьшилась на 20% кв./кв. до 35,5 млрд руб., а нефтепродуктов - выросла на 6,6% до 249 млрд руб.

Рентабельность сократилась, но осталась на высоком уровне	Снижение мировых цен на нефть во 2 кв. привело к сокращению рентабельности кв./кв., но Газпром нефти удалось удержать высокий уровень рентабельность по EBITDA в 19% за счет переработки. Частично поддержку оказало ослабление рубля к доллару. Средняя цена реализации сырой нефти на экспорт сократилась на 5,3% в рублевом выражении, тогда как нефтяные цены на мировых рынках снизились на 8%. Но в долларовом выражении рентабельность по показателю EBITDA на барр. все же сократилась на 8,3% кв./кв. до 25,4 долл./барр. На рост затрат повлияло увеличение общехозяйственных и административных расходов на 19% кв./кв. до 17 млрд руб., что связано с ростом продаж нефтепродуктов в высокий сезон.
Снижение рабочего капитала обеспечило рост денежного потока	Несмотря на снижение показателя EBITDA, Газпром нефть продемонстрировала существенный рост (+87% кв./кв.) чистого операционного денежного потока за счет сокращения инвестиций в оборотный капитал на 19 млрд руб. Этому способствовало как уменьшение дебиторской задолженности на 9,9 млрд руб., так и высвобождение запасов (-9,1 млрд руб.). В результате компания полностью покрыла возросшие (+46% кв./кв. до 53,6 млрд руб.) капитальные вложения за счет собственного операционного денежного потока.
Планы остаются неизменными	На телеконференции менеджмент в очередной раз подтвердил запланированный на 2013 г. уровень капитальных вложений в размере 7,4-7,5 млрд долл. Мы считаем, что Газпром нефть сможет полностью их профинансировать собственными средствами. Менеджмент также отметил, что не планирует выход на долговые рынки для привлечения финансирования во 2П 2013 г.
Бумаги эмитента не интересны для покупки	Рублевые облигации Газпром нефти имеют невысокую ликвидность и котируются со спредом к суверенной кривой в размере 150-170 б.п., что соответствует уровню доходностей квазисуверенных бумаг 1-го эшелона. Лучшей альтернативой, на наш взгляд, являются краткосрочные облигации государственных финансовых организаций (например, недавно размещались 2-летние бумаги ВЭБа, ЕАБР, РСХБ с премией к ОФЗ в размере 170-185 б.п.). Еврооблигации SIBNEFT 22 не интересны для покупки: сейчас котируются на кривой Газпрома (справедливая, по нашему мнению, премия должна быть не менее 25 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться [здесь](#).