

7 октября 2011 г.

Пульс рынка

- По результатам заседания ЕЦБ ключевая ставка, как и ожидалось, была сохранена на уровне 1,5%, при этом регулятор объявил о новой программе выкупа обеспеченных бондов на вторичном и первичном рынках в объеме 40 млрд евро, которая начнется в ноябре и продолжится до октября 2012 г. Кроме того, было решено провести 26 октября и 21 декабря аукционы по предоставлению долгосрочных кредитов банковской системе на срок 371 и 406 дней, соответственно. При этом максимальный объем кредитов установлен не был. Напомним, что в прошлый раз в рамках аналогичной программы (11 августа, сроком на 203 дня) европейские банки привлекли 49,7 млрд евро. ЕЦБ подтвердил готовность предоставлять ликвидность в неограниченных объемах по крайней мере до июля 2012 г. (текущая задолженность банков составляет 199 млрд евро). На позитивных новостях евро укрепился до отметки 1,34 долл., а индексы акций прибавили порядка 3%. Мы не исключаем, что само по себе поступление длинных средств от ЕЦБ в банковскую систему будет способствовать появлению еще одной волны ослабления евро к доллару, при этом катализатором может стать обострение проблем еврозоны.
- Лидеры стран еврозоны продолжили рассмотрение возможных способов докапитализации банковской системы, которые в целом аналогичны тем, которые использовались в США после дефолта Lehman Brothers: в частности, выпуск в пользу регулятора привилегированных акций и/или конвертируемых бондов с условием конвертации в капитал первого уровня при нарушении ковенант по достаточности капитала. По-видимому, докапитализация банков периферийных стран еврозоны будет происходить, в том числе, за счет средств, привлеченных EFSF на публичном долговом рынке, при этом Германия и Франция, скорее всего, будут самостоятельно проводить докапитализацию своих банков, поскольку имеют возможность более дешевого финансирования на долговых рынках. Кредитные рынки стран еврозоны продемонстрировали сужение спредов, в частности 5Y CDS на Грецию снизился до минимального уровня за последние три недели в 50 п.п.
- Позитивная динамика рынков акций способствовала восстановлению цен на сырьевые товары, в частности, нефть Brent подорожала на 3,5% до 106 долл./барр. Сегодня мы ожидаем укрепления рубля к бивалютной корзине до 37,10 руб., при этом наблюдавшаяся вчера позитивная ценовая динамика выпусков ОФЗ (рост составил 0,5-1 п.п., а длинные ОФЗ 26204 и 26205 опустились ниже YTM8,7%), скорее всего, продолжится.
- Несмотря на некоторую положительную коррекцию курса, цена бивалютной корзины пока еще ближе к верхней, нежели к нижней границе плавающего диапазона 32,6-37,6 руб., что говорит о продолжении продаж валюты ЦБ в ближайшей перспективе. Сохранение негативной динамики резервов предполагает, что профицит текущего счета (в 3 кв. 2011 г. 17,3 млрд долл.) перекрывается оттоком капитала (-18,7 млрд долл.), что позволяет усомниться в реалистичности позитивного прогноза ЦБ по оттоку капитала на 2011 г. Ожидаемые ЦБ 50 млрд долл. за год при 49,3 млрд долл. оттока капитала за 9 месяцев, предполагают почти нулевое сальдо счета капитала в 4 кв. 2011 г. Очевидно, что в октябре отток капитала будет сопоставим с цифрами сентября (13 млрд долл.), а значит, ЦБ рассчитывает на значительный приток капитала в ноябре-декабре 2011 г. Ожидания такого резкого разворота по счету капитала видятся нам слишком оптимистичными.

Темы выпуска

- Курс рубля: инфляционное таргетирование откладывается
 - Татнефть: перспективы нефтепереработки все еще не ясны
-

Курс рубля: инфляционное таргетирование откладывается

Наибольший вклад в снижение международных резервов внесли продажи иностранной валюты

По данным ЦБ, с 23 по 30 сентября 2011 г. международные резервы упали на 9,2 млрд долл. до 516,8 млрд долл. Львиную долю их сокращения обеспечило падение стоимости золота (-3,8 млрд долл.), дополненное отрицательной переоценкой ценных бумаг (преимущественно, облигаций еврозоны) и позиции в СДР (в совокупности -3,0 млрд долл.), что лишь отчасти компенсировалось ростом стоимости недолларовых активов на 1,4 млрд долл. (+1,0 млрд долл. от роста курса евро и +0,4 млрд долл. от роста курса фунта, иены и канадского доллара). Между тем, наибольший вклад в снижение резервов внесли продажи иностранной валюты Центробанком, составившие, по нашим оценкам, около 4 млрд долл. Это абсолютный максимум недельных продаж валюты с января 2009 г., и половина интервенций за весь сентябрь.

ЦБ более жестко регулирует курс рубля

Если верить ЦБ, вчера границы плавающего коридора находились на уровне 32,6-37,6 руб., что соответствует 9 смещениям границ с начала сентября. Исходя из нашей оценки общего объема интервенций с 12 сентября по 6 октября в 9,5 млрд долл., интервенции в пересчете на 1 сдвиг границ плавающего коридора составляют около 1 млрд долл., из которых 400 млн долл. не относится к "накопленным". Такой высокий объем данных интервенций предполагает, что величина ежедневных целевых продаж выше, чем мы предполагали (100-150 млн долл.), а это означает, что ЦБ более жестко регулирует курс рубля.

Таким образом, вопреки среднесрочной цели по переходу к таргетированию инфляции, ЦБ не готов отпускать рубль, существенно наращивая продажи валюты, чтобы сдерживать ослабления курса в наиболее сложные дни, по сути, возвращаясь к ужесточению курсовой политики.

Тем не менее, такое развитие событий полностью согласуется с нашими более ранними предположениями (см. обзор от 21 сентября) о том, что ЦБ будет усиливать продажи валюты до тех пор, пока это не создаст угрозу истощения золотовалютных резервов, с последующей необходимостью расширения плавающего коридора, а возможность его расширения, со слов А. Улюкаева ЦБ уже не исключает.

Татнефть: перспективы нефтепереработки все еще не ясны

Татнефть (-/Ba2/BB), одна из крупнейших нефтяных компаний РФ по показателям добычи и объемам доказанных запасов, опубликовала финансовую отчетность по US GAAP за 1П 2011 г., которую мы оцениваем, в целом, позитивно.

Увеличение основных финансовых показателей компании связано преимущественно с ростом цен на нефть и нефтепродукты в отчетном периоде. При этом мы отмечаем, что свыше 80% выручки в 1П 2011 г. формируется за счет продаж сырой нефти, большая часть которой была экспортирована в дальнее зарубежье, и лишь около 9% выручки было получено от реализации нефтепродуктов, главным образом, - на внутреннем рынке. Долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) снизилась с 1,56х на начало года до 0,88х на конец отчетного периода как за счет роста ЕБИТДА, так и снижения долга в результате погашений и валютной переоценки.

Ключевые финансовые показатели Татнефти

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	293 990	214 611	+37%
ЕБИТДА	58 525	29 758	+97%
Рентабельность ЕБИТДА	19,9%	13,9%	+7 п.п.
Скорректир. ЕБИТДА	54 148	33 297	+63%
Скорректир. рентабельность ЕБИТДА	18,4%	15,5%	+2,9 п.п.
Чистая прибыль	39 467	15 860	+2,5x
Чистая рентабельность	13,4%	7,4%	+6 п.п.
Операционный поток	43 745	28 379	+1,5x
Инвестиционный поток	-24 551	-34 291	-28%
Капвложения	-28 651	-39 363	-27%
Финансовый поток	-12 916	16 747	-

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	104 154	123 242	-15%
Краткосрочный долг	37 474	34 333	+9%
Долгосрочный долг и финансовый лизинг	66 680	88 909	-25%
Чистый долг	89 796	115 162	-22%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,88x	1,56x	-
Чистый долг/скорректир. ЕБИТДА LTM*	0,93x	1,52x	-

* ЕБИТДА LTM за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

При объемах добычи на том же уровне, увеличение выручки было обеспечено общим ростом цен реализации

Объемы добычи нефти в 1П 2011 г. остались практически на том же уровне, что и годом ранее (13 млн т), также как и объемы реализации, при незначительном (-3%) общем снижении реализации нефтепродуктов. При этом увеличение выручки компании в 1П 2011 г. составило 37% г./г., что было обусловлено более чем 40% ростом цен на нефть марки Urals, в среднем до 108 долл./барр.

Согласно расчетам компании, рентабельность ЕБИТДА - 19,9%, по нашим оценкам - 18,4%

Согласно данным компании, показатель ЕБИТДА почти удвоился, составив 58,5 млрд руб., рентабельность по этому показателю повысилась на 7 п.п. до отметки 19,9%. Однако мы отмечаем, что в расчет ЕБИТДА компания включает курсовые разницы. Без учета этих переоценок, по нашим расчетам, повышение рентабельности по ЕБИТДА составило не 7 п. п., а всего 3 п. п. (до 18,4% с 15,5%), а сам скорректированный показатель ЕБИТДА увеличился на 63% до 54,1 млрд руб.

Более половины операционных затрат компании составляют пошлины и НДС

Более половины операционных затрат Татнефти составляют экспортные пошлины (97 млрд руб. в 1П 2011 г.) и НДС (46 млрд руб.). С учетом привязки к цене на нефть, их рост по сравнению с 1П 2010 г. составил в среднем 45%.

Компания получает льготы по НДС на истощенных месторождениях и на добычу битумов

Ставка НДС в отчетном периоде составила 419 руб./т. На 2012 г. и 2013 г. установлены базовые ставки в размере 446 и 470 руб./т. При этом к ним применим дисконт в виде льготы в 3,5% за каждый процент выработанности месторождений, превышающий 80%. Поскольку основное месторождение компании - Ромашкинское - истощено более чем на 80%, компания получила льготу по НДС в размере 8 млрд руб. в 1П 2011 г. (4,9 млрд руб. в 1П 2010 г.). Помимо этого, в отношении сверхвязкой нефти (битумов) применяется нулевая ставка НДС. Налоговые льготы Татнефти на добычу битумов составили в отчетном периоде 300 млн руб. (34 млн руб. годом ранее).

В 1П 2011 г. произошло снижение расходов на проект Танеко

Операционный денежный поток компании увеличился в 1,5 раза в сравнении с 1П 2010 г. до 43,7 млрд руб. Капвложения при этом составили всего 28,6 млрд руб., значительно снизившись по сравнению с 1П 2010 г., что было, главным образом, связано с плановым сокращением расходов на строительство нефтеперерабатывающего и нефтехимического комплекса Танеко. Компания в настоящее время завершает реализацию 1 этапа проекта мощностью переработки до 7 млн т нефти в год.

Во 2П 2011 г. планируется начать коммерческую эксплуатацию НПЗ (сейчас работает в тестовом режиме), однако, на начальном этапе будут производиться в основном темные нефтепродукты (топочный мазут, вакуумный газойль и т.д.). С введением системы 60/66, существенно повышающей пошлины именно на темные нефтепродукты, выпадающие доходы Татнефти до 2016 г. включительно могут составить, по оценкам самой компании, 34 млрд руб. В настоящее время ведутся переговоры по предоставлению Татнефти компенсирующих налоговых вычетов.

Большая часть долга - кредиты на строительство НПЗ Танеко, их сумма снизилась на 25% за счет валютной переоценки и

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/ЕБИТДА снизилась за отчетный период с 1,56x до 0,88x (исходя из нашего расчета ЕБИТДА - с 1,52x до 0,93x). Большая часть долга привлечена компанией для строительства нефтеперерабатывающего комплекса и представлена двумя синдицированными кредитами (остаточная стоимость ~2,9 млрд долл.), обеспеченными выручкой по экспортным контрактам (на 30 июня 2011 г. совокупный долг по ним составил свыше 80 млрд руб.). За отчетный период компания добилась снижения процентных ставок и

погашений

уменьшения обеспечения по этим кредитам.

Сумма долгосрочного долга с учетом текущей части сократилась на 16% с начала года, преимущественно, в результате переоценки валютных кредитов и за счет их частичного погашения по графику.

После отчетной даты компанией был привлечен кредит на пополнение оборотного капитала в размере 550 млн долл. (~15,4 млрд руб.) с единовременным погашением через 3 года.

Свыше 69% задолженности имеет срок погашения в ближайшие 2 года (35,6 млрд руб. до июня 2012 г. и 25,4 млрд руб. с июля 2012 по июнь 2013 г.). По нашим оценкам, даже при негативном сценарии снижения цен на нефть на 20-30% с текущих уровней (105 долл./барр.) генерируемые денежные потоки Татнефти будут достаточны для обслуживания долга. Однако, по нашим оценкам, среднегодовая цена на нефть в 2012 г. все же не опустится ниже 98 долл./барр.

Основной вопрос связан с продолжением реализации проекта Танеко

Основной вопрос связан с продолжением реализации проекта Танеко, для полного завершения первого этапа, связанного с повышением выхода светлых нефтепродуктов с 38% до 60%, по оценкам менеджмента, необходимо до 100 млрд руб. На наш взгляд, его эффективность, прежде всего, будет связана с тем, сумеет ли компания достичь договоренностей с государством о компенсации выбывающих доходов в связи с новым режимом экспортной пошлины. Также очевидно, что в текущих нестабильных условиях на рынках возможности для привлечения значительного объема долгосрочного финансирования достаточно ограничены, что может повлиять на сроки реализации проекта.

В настоящий момент на рынке облигаций Татнефть присутствует с одним выпуском Татнефть, БО-01 на сумму 5 млрд руб. с погашением в сентябре 2013 г. который в настоящее время не очень ликвиден. Доходность по последним сделкам составляла 8,5% годовых (дюрация - 1,85 лет). Стоит отметить, что бумага входит в список РЕПО с ЦБ (дисконт - 15%). В случае улучшения условий на финансовых рынках компания имеет возможность выйти на рынок облигаций с новыми выпусками (еще зарегистрировано 9 выпусков биржевых облигаций на сумму 45 млрд руб.).

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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.