

Пульс рынка

- **Новый dead-line для Греции - 15 февраля.** Предложенные Грецией сокращения бюджетных расходов на 3,3 млрд евро не удовлетворили европейских лидеров, дополнительно потребовавших 1) сократить расходы еще на 325 млн евро, 2) одобрить в парламенте пакет реформ и 3) предоставить гарантии того, что договоренности останутся в силе после выборов в апреле. Учитывая трудности, с которыми сталкивается еврозона при введении ограничений в Греции, возникает естественный вопрос о реалистичности идеи фискального союза, не говоря о том, что восстановление экономического роста посредством фискальных ужесточений не бесспорно.
- **Расширение баланса ЕЦБ встретило критику Германии.** Европейский регулятор сохранил ключевую ставку (1%), при этом отсутствие слова "значительный" при оценке им риска спада экономики уменьшает вероятность дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Расширение баланса ЕЦБ в конце 2011 г. (главным образом, за счет операций залогового рефинансирования банков) встретило критику со стороны Бундесбанка, опасаящегося риска инфляции в долгосрочной перспективе и появления дисбалансов внутри европейской банковской системы. Вчера ЕЦБ разрешил 7 национальным центральным банкам расширить перечень активов, под которые может предоставляться рефинансирование (предположительно, рейтинговые критерии будут ослаблены с BBB до BB), что позволит банкам привлечь дополнительно 200 млрд евро. Мы считаем, что своими действиями ЕЦБ смог предотвратить кредитный кризис среди европейских банков, а также остановить рост доходностей на рынке суверенных бондов еврозоны.
- **Ситуация с ликвидностью стабилизировалась, ставки снизились, отражая приток бюджетных средств.** Определяющую роль в улучшении ситуации с ликвидностью (корсчета и депозиты в ЦБ держатся на уровне 1,3 трлн руб.) сыграли не столько покупки ЦБ (~25 млрд руб. с 1 февраля), сколько бюджетные поступления (~430 млрд руб.), активизация которых может быть обусловлена индексацией денежного довольствия военнослужащих и пенсий. На этом фоне, как мы и ожидали, ставки денежного рынка о/п сохраняются вблизи 4,5%, однако лишь до первых налогов (с 15 февраля).
- **Международные резервы за неделю выросли, интенсивность интервенций ЦБ сохранилась.** Резервы увеличились на 3,3 млрд долл. до 507,3 млрд долл. +0,6-0,7 млрд долл. из общего прироста резервов объясняются покупками валюты ЦБ, средняя ежедневная величина которых, по нашим оценкам, составляет ~120 млн долл. в диапазоне бивалютной корзины 33,9-34,7 руб. Всего с начала февраля, по нашим оценкам, ЦБ приобрел не менее 840 млн долл. В случае падения корзины ниже 33,9 руб. мы оцениваем объем ежедневных покупок валюты в размере ~130-250 млн долл. Однако, как мы и опасались, продолжающееся с середины января стремительное укрепление рубля с появлением первых негативных новостей, сегодня прервалось - рубль с утра пятницы торгуется на уровне 34,2-34,3 руб. Негативная коррекция едва ли продлится долго - не за горами благоприятствующий стабильности курса налоговый период. На прошлой неделе практически все активы были переоценены положительно: валютная компонента добавила +1,65 млрд долл. (евро, фунт, иена и канадский доллар), в то время как золото дало +0,9 млрд долл. Негативным, но незначительным оказалось только сальдо переоценки ценных бумаг и позиции в СДР.
- **ПСБ БО-2 интересен по верхней границе ориентира.** Промсвязьбанк (-/Ba2/BB-) открыл книгу заявок на БО-2 (5 млрд руб.), ориентир YTP 9,20-9,73% к годовой оферте. Исходя из доходности КредитЕвропа Банк БО-2 (-/Ba3/BB-) на уровне YTP 10,25% к 2-летней оферте и премии за разницу в дюреции ~50 б.п., мы оцениваем справедливое положение бумаг ПСБ с YTP 9,75%, по верхней границе озвученного ориентира. Подробный анализ кредитного качества эмитента см. в наших обзорах от 12 декабря 2011 г. и 24 января 2012 г. Начавшаяся вчера фиксация прибыли на рынке ОФЗ в условиях неопределенности внешнего рынка сегодня может продолжиться, чему способствует рост стоимости бивалютной корзины.

Темы выпуска

- **Газпром нефть: слабый 4 квартал не испортил годовые показатели**
-

Газпром нефть: слабый 4 квартал не испортил годовые показатели

Ухудшение в 4 кв. существенно не повлияло на годовые результаты

Газпром нефть (BBB-/Baa3/-) вчера опубликовала отдельные неаудированные данные за 2011 г., отражающие рост по всем основным показателям г./г. Тем не менее, данные за 4 кв. оказались в целом хуже предыдущих трех кварталов.

Ключевые показатели Газпром нефти

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	11 281	11 567	-2%	44 189	32 912	+34%
Скорр. EBITDA*	2 417	2 759	-12%	10 121	7 212	+40%
Рентабельность по EBITDA	21,4%	23,8%	-2,4 п.п.	22,9%	21,9%	+1 п.п.
Чистая прибыль, относящаяся к ОАО "Газпром нефть"	1 472	1 271	+16%	5 347	3 134	+71%
Капитальные вложения	1 413	1 111	+27%	4 029	3 301	+22%
				31дек.2011	31дек.2010	
Чистый долг/EBITDA				0,57x	0,75x	-

*с учетом зависимых компаний

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 4 кв. произошло незначительное снижение выручки на 2% кв./кв. до 11,3 млрд долл., по году в целом выручка продемонстрировала положительную динамику (+34% г./г.), достигнув 44,2 млрд долл. Показатель EBITDA в последнем квартале относительно 3 кв. снизился на 12%, а за 2011 г. увеличился на 40% г./г.

Возможными причинами снижения рентабельности могут быть высокие цены на нефть и снижение объемов переработки на Омском НПЗ

Причинами сокращения EBITDA компании в 4 кв., помимо определенной сезонности, на наш взгляд, также могут быть:

- рост цен на нефть, и как следствие - более быстрое увеличение акцизов и экспортных пошлин (рассчитываются по формуле с привязкой к цене нефти), а также повышение расходов на покупку нефти у сторонних производителей;
- снижение объемов нефтепереработки на Омском НПЗ (в среднем на 20% кв./кв., в основном касается производства автомобильного бензина), возможно, из-за плановых ремонтов.

Рост чистой прибыли может быть связан с продажей активов и переоценкой

Мы полагаем, что высокие показатели чистой прибыли (+16% кв./кв. в 4 кв., +71% г./г. в 2011 г.) были обеспечены продажей нефтесервисных активов компании в конце 2011 г., а также положительными курсовыми разницеми.

Капзатраты составили 4 млрд долл. при планируемых 5,1 млрд долл.

Капитальные вложения Газпром нефти в 2011 г. увеличились на 22% до 4 млрд долл., при этом в последнем квартале они были максимальными - 1,4 млрд долл. Напомним, что в 2011 г. компания планировала потратить до 3,8 млрд долл., однако с учетом приобретения активов (консолидация Sibir Energy, активы в Оренбургской области и пр.) пересмотрела программу до 5,1 млрд долл. В 2012 г., по данным Интерфакса, предварительный бюджет (без учета средств на новые приобретения) может составить около 4 млрд долл.

Чистый долг/EBITDA за 2011 г. составил 0,57x.

В опубликованных данных также раскрывается показатель Чистый долг/EBITDA на конец года, который составил 0,57x (на начало года - 0,75x). В настоящее время обращении находятся 8 рублевых выпусков номиналом 78 млрд руб. (~2,6 млрд долл.) с ближайшими погашениями в июле 2012 г. (8 млрд руб.) и апреле 2013 г. (20 млрд руб.), остальные выпуски имеют сроки погашения через 3 и более лет. В конце 2011 г. компания зарегистрировала 6 выпусков бондов номиналом 60 млрд руб., из которых в начале 2012 г. уже разместила выпуск Газпром нефть-11 на 10 млрд руб.

В обращении находятся 8 выпусков рублевых облигаций.

В бумагах Газпром нефть -11 присутствует некоторый потенциал для сужения спреда

Почти все обращающиеся выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность, за исключением длинных бумаг Газпром нефть-10 (YTP 8,76% @ январь 2018 г.) и коротких Газпром нефть-3 (YTP 7% @ июль 2012 г.), которые имеют спред к кривой РФЗ на уровне 115 б.п. и 125 б.п., соответственно. Недавно размещенные бумаги Газпром нефть -11 (YTP 8,42% @ февраль 2015 г.) выглядят предпочтительнее облигаций Газпром нефть -10, предлагая более широкий спред к кривой РФЗ.

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
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
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.