

## Пульс рынка

- ▶ **Неплохие данные по торговому балансу США.** Его дефицит за декабрь заметно сократился до 38,5 млрд долл. Это значение оказалось ниже, чем в предыдущем месяце (на 10 млрд долл.), а также ожиданий рынка. Столь существенное падение дефицита было обусловлено как увеличением экспорта (на 2,1% м./м.), так и снижением импорта (на 2,7% м./м.). Волатильность показателя импорта м./м. была вызвана динамикой закупок смартфонов iPhone, импорт которых в ноябре продемонстрировал всплеск (напомним, что эти телефоны собирают в Китае). Заметный вклад в падение импорта также внесли сырая нефть и автомашины. Эти данные свидетельствуют о том, что темп роста ВВП США за 4 кв., скорее всего, остался в области положительных значений (согласно предварительным данным, ВВП снизился на 0,1%, скорректированные данные будут опубликованы 28 февраля). Индексы акций в конце недели продемонстрировали небольшой рост, оставшись в рамках бокового тренда. На рынке UST продолжилась коррекция: доходность 10-летних бумаг опустилась ниже УТМ 1,95%. На этом фоне суверенные бонды РФ завершили неделю в плюсе.
- ▶ **В ближайшей перспективе ожидаем небольшого укрепления рубля.** Как мы и прогнозировали, в течение прошлой недели стоимость бивалютной корзины была стабильной и продолжала находиться в узком диапазоне 34,7-34,85 руб., где ЦБ не осуществляет интервенций. При этом внешний фон для рубля был в целом позитивным: продолжала выходить хорошая макростатистика по США, а цены на нефть подросли сразу на 4 долл./барр. Кроме того, в пятницу европейские лидеры наконец-то договорились по поводу отчислений в бюджет ЕС на следующие семь лет. Мы по-прежнему ожидаем, что хорошая внешняя конъюнктура в конце концов приведет к умеренному укреплению рубля, тем более что во второй половине месяца краткосрочному улучшению динамики курса будет способствовать активность на валютном рынке экспортеров. Благодаря укреплению курса рубля и некоторому улучшению ситуации с ликвидностью, длинные ОФЗ (26207 и 26212) подорожали в конце недели в среднем на 50 б.п. Тем не менее, активного притока средств нерезидентов на рынок ОФЗ пока не наблюдается. Несмотря на высокий объем предложения (20 млрд руб.), 5-летние облигации РусГидро (BB+/Ba1/BB+) разместились по нижней границе первоначального ориентира (УТР 8,68%), что соответствует спреду к кривой ОФЗ в 240 б.п. В сравнении с обращающимися выпусками эмитента (RusHydro15 и РусГидро-1,2, которые котируются на уровне ОФЗ + 190-200 б.п.) премия ко вторичному рынку составила 25 б.п.
- ▶ **Ожидаем умеренного роста дефицита ликвидности и коротких ставок.** На этой неделе пройдут выплаты страховых взносов во внебюджетные фонды, к тому же начинается новый период усреднения, что будет сопровождаться некоторым оттоком ликвидности. Однако в связи с чрезвычайно низким уровнем задолженности по РЕПО с ЦБ (834 млрд руб.) это не должно привести к существенному ухудшению условий на денежном рынке при условии, что регулятор будет обеспечивать достаточные лимиты: краткосрочные ставки будут колебаться на уровне 5,5%.
- ▶ **ЦБ, по нашему мнению, снизит ставки не раньше марта.** В том, что на предстоящем заседании ЦБ завтра решение о снижении ставок уже маловероятно, нас убеждает текущая динамика инфляции, которая не оставляет надежды на годовую инфляцию ниже 7% в феврале. Это на 1 п.п. выше верхней границы целевого ориентира ЦБ (5-6%). Тем не менее, несмотря на то, что инфляционный фон в 1 кв. останется повышенным (в том числе из-за набирающего обороты роста внутренних цен на зерно), наблюдаемое замедление экономического роста, как мы полагаем, создает почву для дальнейшей дискуссии о необходимости снижения ставок. При продолжении всестороннего давления на ЦБ в дальнейшем, мы считаем возможным снижение ставок уже в марте.

## Темы выпуска

- ▶ Газпром: планы под давлением рыночных рисков
- ▶ Газпром нефть: ожидаемое снижение рентабельности

## Газпром: планы под давлением рыночных рисков

**Стратегия Газпрома осталась прежней**

В пятницу Газпром (BBB/Vaa1/BBB) провел День инвестора, на котором были представлены предварительные оценки ключевых показателей за 2012 г. и ожидания компании на 2013 г. В целом стратегия Газпрома остается прежней, предполагая существенный рост потребления газа в Европе за счет снижения собственной добычи в регионе. Однако наши ожидания по росту продаж газа компании (как на зарубежных, так и на российском рынках) более консервативны.

**Продажи газа в 2012 г. сократились на всех рынках**

По итогам 2012 г. поставки российского газа в страны дальнего зарубежья сократились на 7,5% г./г. до 138,8 млрд куб. м. По данным Газпрома, его доля на европейском рынке снизилась с 27% в 2011 г. до 26% в 2012 г. Сокращение экспорта Газпром связывает с многочисленными факторами, включая погодные условия, рост собственного производства газа в Европе (+1,1% г./г., до 291,5 млрд куб. м), а также увеличение потребления дешевого угля из США. Как мы полагаем, немаловажную роль сыграла и ценовая политика компании.

В 2012 г. Газпрому не удалось увеличить продажи газа ни на рынках СНГ, ни на внутреннем рынке. Экспорт газа в СНГ сократился почти на 10% г./г. до 64,4 млрд куб. м, а объемы реализации в РФ снились на 5% г./г. до 266 млрд куб. м. Падение продаж в СНГ, в первую очередь, связано с сокращением импорта газа со стороны Украины, которая намерена и дальше снижать потребление российского газа из-за высоких цен. Ценовая политика Газпрома ограничивает его возможности и в конкуренции с независимыми производителями газа на внутреннем рынке, которые готовы предоставлять скидки и более мягкие контрактные условия своим потребителям. Очевидно, однако, что здесь не все зависит от Газпрома, так как его цены определяет ФСТ, и компания не может устанавливать цены на свой газ ни выше, ни ниже уровня, определенного Правительством.

**Финансовые показатели ожидаемо ухудшились**

По предварительным данным, в 2012 г. в результате снижения объемов продаж выручка Газпрома сократилась на 5% г./г., до 150 млрд долл., а EBITDA "провалилась" почти на 20% г./г. до 53 млрд долл. Рентабельность по EBITDA сократилась с 42% до 36%. Падение чистой прибыли составило 15% г./г. (до 38 млрд долл.). Свободный денежный поток упал в три раза до 1 млрд долл. Но долговая нагрузка изменилась незначительно и составила 0,9x в терминах Чистый Долг/EBITDA.

Капитальные вложения существенно превзошли первоначальные оценки менеджмента и составили 44 млрд долл. В 2013 г. Газпром предполагает, что его капитальные затраты сократятся до 40 млрд долл., но мы не исключаем, что в течение года инвестиционная программа может быть пересмотрена в сторону повышения.

**Мы видим значительные риски для плана Газпрома по росту продаж в 2013 г.**

Сомнения у нас вызывают и планы на этот год по наращиванию экспорта в дальнее зарубежье на 9% г./г., до 151,8 млрд куб. м., так как мы не видим значительных изменений на европейском рынке, а одна Турция не сможет обеспечить такой рост. Также мы полагаем, что под давлением останутся и продажи в СНГ из-за конфликта с Украиной, которая сокращает покупки российского газа и в одностороннем порядке отказывается выполнять условия "take or pay". При этом Газпром ожидает, что его продажи в СНГ вырастут на 16% г./г. до 74,8 млрд куб. м. Очевидно, что и на российском рынке компания столкнется с ростом конкуренции со стороны независимых производителей, что, вероятно, приведет к снижению ее доли.

**Азия должна стать новым драйвером для Газпрома, но это, скорее, долгосрочная перспектива**

Мы по-прежнему считаем, что значимых изменений стоит ждать лишь после выхода Газпрома на азиатские рынки, но пока компания так и не договорилась с китайской стороной о цене российского газа. В долгосрочной перспективе строительство заводов по сжижению газа и экспорт СПГ смогут снизить зависимость Газпрома от Европы как основного потребителя, и, вероятно, оказать существенное влияние на объемы продаж. Однако это перспектива не ближайших трех лет.

**Наличие премии к бумагам Роснефти неоправданно**

Рублевые бумаги Газпрома, также как и длинные евробонды либо имеют низкую торговую ликвидность, либо находятся на средних значениях своих спредов к суверенной кривой. На рынке евробондов Газпром пострадал сильнее Роснефти в ходе недавней коррекции и сейчас предлагает премию к нему (в частности, спред Gazprom 22 - Rosneft 22 составляет 10 б.п.). Наличие этой премии, по нашему мнению, неоправданно, учитывая потенциально высокое предложение от Роснефти.

## Газпром нефть: ожидаемое снижение рентабельности

### Нейтральные результаты

Газпром нефть (BBB-/Ваа3/-) опубликовала ключевые неаудированные финансовые показатели за 4 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем в целом нейтрально для кредитного профиля компании. В связи с плановыми ремонтами на НПЗ объемы нефтепереработки снизились на 6% кв./кв., что в купе с повышением экспортных пошлин в 4 кв. привело к падению EBITDA, по нашим оценкам, на 13% кв./кв. Показатель EBITDA на тонну н.э. (нефтяного эквивалента) добычи (консолидируемых компаний) снизился на 18% кв./кв. Тем не менее, соотношение Чистый Долг/EBITDA уменьшилось с 0,61х до 0,48х на фоне сокращения Чистого долга на 5% (благодаря росту операционного денежного потока и увеличению накопленных денежных средств на балансе).

### Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	393	400	-2%	1 517	1 292	+17%
EBITDA	65	75	-13%	263	264	-1%
Рентабельность по EBITDA	16,6%	18,8%	-2,2 п.п.	17,3%	20,5%	-3,2 п.п.
Чистая прибыль	44	57	-23%	185	168	+10%
Операционный поток	65	50	+30%	231	181	+28%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-55	-41	+36%	-167	-142	+17%
Капвложения	-52	-44	+19%	-158	-131	+21%
Финансовый поток	-7	-3	+2,0x	-16	-45	-65%
в млрд руб., если не указано иное				31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				238	240	-1%
Краткосрочный долг				67	75	-11%
Долгосрочный долг				171	165	+4%
Чистый долг				154	162	-5%
Чистый долг/EBITDA*				0,48x	0,61x	-

\*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

### Добыча нефти снизилась из-за результатов зависимых компаний

Производственные результаты в 4 кв. оказались не столь впечатляющими, как кварталом ранее. Так, в upstream сегменте средняя суточная добыча нефти, с учетом долей в зависимых компаниях, немного снизилась (-0,2% кв./кв. до 1,025 млн барр.) в основном из-за негативной динамики производства зависимых компаний (Славнефти, Томскнефти и Salym Petroleum Development, -2% кв./кв.). Поддержку оказывают новые проекты, включая месторождения оренбургской группы и Приобское месторождение. В 4 кв. заметно возросли объемы добычи газа (+30% кв./кв.), что было обусловлено сезонным ростом спроса. Отметим, что план по добыче углеводородов на 2012 г. в 59,6 млн тонн н.э. был компанией выполнен. В downstream сегменте мы отмечаем снижение объемов переработки на 6% кв./кв. в связи с плановыми ремонтами на Московском и Омском НПЗ.

### Сокращение объемов переработки в связи с плановыми ремонтами на НПЗ...

### ... негативно повлияло на чистую выручку...

В результате именно downstream сегмент оказал негативный эффект на чистую выручку (за вычетом экспортных пошлин): продажи нефтепродуктов упали на 9% кв./кв. до 233 млрд руб. на фоне роста чистой выручки от продажи нефти на 4% до 68 млрд руб. и газа - на 28% до 7 млрд руб. В итоге чистая выручка снизилась на 5% кв./кв.

### ... и на показатель EBITDA, который также оказался под давлением роста экспортных пошлин

Сокращение объемов переработки и рост экспортных пошлин в 4 кв. стали основными факторами снижения EBITDA (-13% кв./кв. до 65 млрд руб.). Поддержку этому показателю, тем не менее, оказало сокращение расходов по НДС (на 2% кв./кв. до 39,4 млрд руб.) в результате снижения ставки на 2,7% кв./кв., а также акцизов - на 23,7% кв./кв. до 15,2 млрд руб. благодаря наращиванию производства топлива Класса 5.

**Операционного денежного потока достаточно для капвложений**

Операционный денежный поток вырос на 30% кв./кв. до 65 млрд руб., и его было достаточно для финансирования капвложений в объеме 52 млрд руб. В целом за 2012 г. свободный денежный поток Газпром нефти составил 64 млрд руб.

Капвложения в 2012 г. (158 млрд руб.) в первую очередь были связаны с модернизацией НПЗ и разработкой новых добывающих активов. На 2013 г. компанией запланированы инвестиции в объеме 7,4 млрд долл. (~220 млрд руб.), включая 0,8 млрд долл. на сделки M&A. Мы отмечаем, что предполагается рост доли инвестиций с 30% до 48% в новые (greenfield) проекты, такие как оренбургские активы, Мессояхское месторождение, блок "Хунин 6", Новопорт, Бадра, Куюмба. В 2014 г. инвестбюджет составит 8,3 млрд долл., или ~250 млрд руб. По нашим оценкам, Газпром нефть сможет полностью профинансировать капитальные вложения за счет операционного денежного потока.

**Лучшей альтернативой являются бумаги ФСК**

Рублевые облигации Газпром нефти имеют невысокую ликвидность и котируются со спредом к суверенной кривой в размере 180 б.п., что соответствует уровню доходностей для квазисуверенных бумаг 1-го эшелона. Лучшей альтернативой, на наш взгляд, являются недавно размещенные 7-летние ФСК-24, которые все еще котируются ниже номинала и на уровне ОФЗ + 175 б.п. при более высоком кредитном рейтинге. Еврооблигации SIBNEFT 22 неинтересны для покупки при текущей премии к кривой Газпрома на уровне 10 б.п. (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	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### 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 Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### 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 экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Замедление роста ВВП: "инъекция" от ЦБ неминуема?

### Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

### Инфляция

Высокая инфляция января склоняет чашу весов в пользу ЦБ

### Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

### Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

### Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

### Промышленность

Промышленность в ноябре: анемичный рост

### Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

### Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

### Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

### Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

## 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
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.