

Пульс рынка

- ▶ **На этой неделе внимание переключается на США** после прояснения ситуации с Грецией. Интерес представляют итоги завтрашнего заседания FOMC, статистика по рынку труда, индекс уверенности потребителей, а также CPI и PPI. Мы ожидаем сохранения позитивных тенденций в макростатистике США, что поддержит оптимизм на финансовых рынках.
- ▶ **Завтра ЦБ примет решение по ставкам.** По последней статистике большинство реальных макроиндикаторов хотя и замедлили рост (с учетом сезонности), но по-прежнему обеспечивают сильную динамику внутреннего спроса. Риски снижения кредитования остаются умеренными, а дефицит ликвидности ощущается менее остро благодаря интервенциям и госрасходам. Все это не создает явных поводов для смягчения политики ЦБ. Аргументом против ее ужесточения выступает инфляция, обновившая минимум 3,7% г./г. (на 1 марта). На наш взгляд, в случае замедления экономической активности, ЦБ возобновит ее стимулирование во 2 кв. 2012 г. снижением ключевых кредитных ставок как мин. на 25 б.п. При сохранении депозитной ставки это обеспечит дальнейшее сужение процентного коридора, что усилит влияние ЦБ на рыночную стоимость фондирования.
- ▶ **Реорганизация Башнефти нейтральна для облигаций.** Реорганизация предполагает присоединение к компании ее нефтеперерабатывающих активов. При положительном решении собрания акционеров (27 апреля) в соответствии со ст. 60 ГК РФ у держателей облигаций эмитента возникает право требовать их досрочного погашения, но только в судебном порядке (в случае, если не предоставлено достаточное обеспечение обязательств). Учитывая устойчивый кредитный профиль эмитента, неоднозначность решения суда (о том, что реорганизация нарушает права кредиторов), а также цены обращающихся выпусков выше номинала большинство инвесторов, скорее всего, не станут требовать в суде досрочного погашения.
- ▶ **Первичное предложение премиум-класса. Абсолют Банк (-/Ba3/BB+)** начал маркетинг БО-2 (3 млрд руб.) с ориентиром YTP 9,46-9,73% к годовой оферте, что предполагает премию 50-75 б.п. к коротким бумагам банков с близкими кредитными рейтингами: Глобэкс БО-2 (YTM 9,3% @ июль 2013 г.), НОМОС-12 (YTP 8,54% @ август 2013 г.), ОТП Банк БО-3 (YTP 8,9% @ ноябрь 2012 г.). Мы оцениваем справедливое положение новых бумаг эмитента ниже YTP 9,3% и рекомендуем участвовать в размещении по нижней границе ориентира. Кредитный комментарий к отчетности банка за 2011 г. будет опубликован в нашем завтрашнем обзоре. **ВымпелКом (BB/Ba3/-)** озвучил ориентир по ставке купона нового 3-летнего выпуска ВымпелКом-4 номиналом 15 млрд руб. в диапазоне 9,25-9,75% годовых, что соответствует YTP 9,46-9,99% и предполагает премию к кривой доходностей эмитента около 50-100 б.п. (например, более длинные бумаги ВымпелКома-6,7 котируются с YTM 8,8% @ октябрь 2015 г.). По нашим оценкам, справедливое положение новых бумаг ВымпелКома ближе к нижней границе ориентира.

Темы выпуска

- ▶ **Новатэк: рост продолжается**
-

Новатэк: рост продолжается

Финансовые результаты оцениваем в целом позитивно

В среду Новатэк (BBB-/Ваа3/BBB-), крупнейший независимый и второй по объемам добычи производитель природного газа в РФ, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 4 кв. и 2011 г., которую мы оцениваем в целом позитивно.

Существенный рост EBITDA в последнем квартале (с 19 до 86,4 млрд руб.) и, как следствие, по году в целом был обусловлен в большей степени прибылью от переоценки проекта Ямал СПГ (34,3 млрд руб.) и продажей 20% доли в этом проекте компании TOTAL (чистая прибыль от сделки оценена Новатэком в 28,7 млрд руб.). С учетом корректировки, темпы роста EBITDA кв./кв. оказались немного хуже темпов роста выручки, но в целом по году продемонстрировали опережающую динамику. В итоге рентабельность повысилась на 0,5 п.п. до 48,5%. Долговая нагрузка (Чистый долг/скоррект. LTM EBITDA) снизилась до 0,8х с 1,1х на начало 2011 г.

Ключевые финансовые показатели Новатэка

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	50 647	39 980	+27%	176 064	117 024	+50%
EBITDA	86 440	18 961	+4,6х	148 349	57 506	+2,6х
Скоррект. EBITDA*	23 492	18 961	+24%	85 401	56 177	+52%
Рентабельность по скоррект. EBITDA	46,4%	47,4%	-1 п.п.	48,5%	48,0%	+0,5 п.п.
Чистая прибыль	77 964	8 227	+9,5х	119 291	40 278	+3,0х
Операционный поток				71 907	44 863	+60%
Инвестиционный поток, в т. ч.				-46 643	-68 842	-32%
капитальные затраты				-32 205	-21 436	+50%
Финансовый поток				-11 735	23 782	-

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	20 298	17 063	+19%	25 152	-32%
Долгосрочный долг	75 180	78 732	-4%	47 074	+67%
Совокупный долг	95 478	95 795	0%	72 226	+33%
Чистый долг	71 647	78 903	+9%	61 988	+27%
Чистый долг/LTM EBITDA**	0,5х	1,0х	-	1,1х	-
Чистый долг/скоррект. LTM EBITDA	0,8х	1,0х	-	1,1х	-

*Скорректированный показатель EBITDA не включает прибыль от выбытия долей в дочерних компаниях

**EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки обеспечен наращиванием объемов продаж

Рост выручки в 4 кв. (+27% кв./кв.) был обеспечен увеличением объемов реализации на 27% при стабильных ценах на природный газ. В целом же за 2011 г. выручка возросла на 50% г./г. как за счет увеличения объемов реализации на 45% г./г., так и роста цен (с исключением транспортных расходов) в среднем на 17%. Рост объемов продаж был обеспечен наращиванием добычи на Юрхаровском и Восточно-Таркосалинском месторождениях, а также продажами газа, который начал закупаться с 4 кв. 2011 г. у Сибнефтегаза. Напомним, что, несмотря на владение 51% акций в этой компании, Новатэк учитывает эти инвестиции по методу долевого участия в связи с особенностями управления компанией (фактически механизм принятия решений предполагает совместный контроль со вторым акционером - НКК Итера).

Маржа EBITDA снизилась в 4 кв. ...

В 4 кв. более медленная динамика скорректированного показателя EBITDA (+24% кв./кв.) относительно выручки была обусловлена увеличением затрат на покупку природного газа и жидких углеводородов (+3,5 раза с 0,9 до 3,2 млрд руб. из-за начала закупок у Сибнефтегаза), а также ростом общих и административных расходов с 1,8 до 2,3 млрд руб., преимущественно, на оплату труда (бонусы, индексация з/п).

**... но за год
повысилась на 0,5 п.п.**

Некоторое давление на показатель скорректированной EBITDA в целом за 2011 г. оказало повышение ставки НДС на добычу природного газа до 237 руб. со 147 руб./млн куб. м в 2010 г. Однако по итогам года скорректированная EBITDA повысилась на 52%, рентабельность составила 48,5% (+0,5 п.п. г./г.). По прогнозам самой компании, рентабельность по EBITDA в 2012 г. составит 45-50%.

Инвестиции в 2011 г. включали капзатраты в размере 25,3 млрд руб., приобретение лицензий на разведку и добычу углеводородов за 6,9 млрд руб., а также приобретение доли в Сибнефтегазе (21,2 млрд руб. в 1 кв. 2011 г.).

В 2011 г. капвложения возросли на 50% и были направлены преимущественно в месторождения, находящиеся на ранней стадии разработки: Южно-Тамбейское месторождение и Западно-Уренгойский лицензионный участок, а также в строительство перерабатывающих мощностей в Усть-Луге. Хотя капзатраты на Юрхаровском месторождении сократились с 15,4 до 11,4 млрд руб., они продолжают занимать самую значительную долю в инвестициях компании.

**Прогноз по
капвложениям до 58
млрд руб. в год (без
Ямал СПГ)**

По оценкам Новатэка, общий объем капвложений компании (без учета Ямал СПГ) в ближайшие 10 лет составит 580 млрд руб. (~58 млрд руб. в год), что, на наш взгляд, может быть профинансировано из операционных потоков компании. Дополнительным источником финансирования могут стать накопленные денежные средства (23,8 млрд руб.).

**Долгосрочный долг
вырос на 67%, однако
долговая нагрузка
остается низкой - 0,8x**

Напомним, что за 9М 2011 г. произошло увеличение долгосрочного долга на 67% с 72,2 до 95,8 млрд руб. за счет выпуска в феврале 2011 г. двух траншей еврооблигаций на 5 и 10 лет на общую сумму 1,25 млрд долл. (~40 млрд руб.). Полученные средства были направлены на приобретение долей в Сибнефтегазе и Ямал СПГ, а также на рефинансирование части имеющегося долга.

Несмотря на существенный рост долга, показатель Чистый долг/скоррект. EBITDA остается на низком уровне 0,8x (на начало года 1,1x, на 30 сент. 2011 г. -1,0x) за счет опережающего роста прибыли.

В 2012 г. объем погашений краткосрочного долга составит 20,3 млрд руб. В течение 2013 г. компании предстоит рефинансировать или погасить обязательства на сумму 35,2 руб., в том числе выпуск рублевых облигаций номиналом 10 млрд руб.

**Евробонды Газпрома
являются лучшей
альтернативой
Новатэку**

Единственный обращающийся рублевый выпуск Новатэк, БО-1 низколиквиден, торговых идей в нем мы не видим. На текущих ценовых уровнях мы нейтрально относимся к обращающимся евробондам эмитента, которые торгуются почти на одном уровне к кривой Газпрома. Лучшей альтернативой бондам Novatek 16 (купон 5,326%) мы считаем выпуск Gazprom 16 (купон 6,212%), который имеет большую ставку купона и лучшее кредитное качество. С учетом разницы в кредитных рейтингах, мы оцениваем справедливый спред бумаг Новатэка к кривой Газпрома как минимум на уровне 25 б.п.

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
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.