

Пульс рынка

- **Рынки вновь "смотрят" вниз.** Американские индексы акций умеренно негативно отреагировали на выход слабой статистики по ВВП Японии (как и в Китае, из-за падения экспорта в Европу), просев на 0,5%. Выход сегодня данных хуже ожиданий по ВВП еврозоны может усилить негативные настроения на рынках, принимая во внимание отсутствие продвижений в вопросе создания антикризисного механизма. Кстати говоря, ратификация Германией ESM (500 млрд евро) откладывается, по крайней мере, до получения решения Европейского суда в Люксембурге (время рассмотрения запроса в рамках обычной процедуры составляет 18 месяцев). В этой связи, итоги заседания ЕЦБ в сентябре могут сильно разочаровать инвесторов. Складывается впечатление, что между периферией и центром еврозоны все еще продолжается "торг": первые хотят получить помощь и при этом сохранить полную независимость, а вторые готовы оказать помощь, лишь получив определенные рычаги контроля. Сегодня мы ожидаем сохранения умеренно негативной ценовой динамики на рынках. Не стоит сбрасывать со счетов фактор приближающейся осени, когда инвесторы традиционно более чувствительны к негативным новостям.
- **Борьба банков за средства населения усиливается.** По данным ЦБ РФ, среднее значение максимальных процентных ставок по рублевым вкладам в ТОП-10 российских банков увеличилось в первой декаде августа на 48 б.п. до 10,63% годовых. По информации СМИ, столь заметный скачок этого показателя вызван изменением состава ТОП-10, в который вошел Русский Стандарт (за 1П 2012 г. депозиты физлиц увеличились на 25% до 124 млрд руб., по данным Интерфакса). В условиях слабой конъюнктуры рынка капитала и оттока ликвидности в бюджет, депозиты физлиц остаются едва ли не единственным источником ликвидности для банков. Поскольку именно розничное кредитование (+18,4%, в то время как прирост корпоративных кредитов составил лишь 6,2% в 1П 2012 г.), которое характеризуется высокой доходностью, формирует основной спрос на рублевую ликвидность, вероятно дальнейшее повышение ставок по депозитам. Также стоит отметить, что конкуренция за депозиты населения может привести к росту активности банков на первичном рынке облигаций, где ставки пока ниже. Например, сейчас годовые депозиты БРС привлекает под 10,5% годовых, в то время как его БО-6 котируются на уровне YTP 9,8% @ ноябрь 2013 г.
- **Ликвидность от Казначейства РФ найдет высокий спрос.** Сегодня Казначейство проведет аукцион на СПВБ по размещению средств в объеме 50 млрд руб. на 91 день с минимальной ставкой 6,7% годовых. Дефицит рублевой ликвидности вновь усилился под влиянием налоговых платежей в условиях низких лимитов по операциям о/п РЕПО с ЦБ РФ (всего 10 млрд руб.). На вчерашнем и сегодняшнем аукционе ЦБ РФ спрос на о/п РЕПО превысил предложение в 4,6 раза, при этом ставка отсечения превысила 6,06% годовых, что привело к повышению ставок о/п денежного рынка выше 6,0% годовых. На сегодняшнем аукционе ЦБ расширил лимит на 7-дневное РЕПО на 60 млрд руб. до 1200 млрд руб., которого вместе со средствами Казначейства может оказаться не достаточно для удовлетворения потребностей банков в ликвидности. Кроме того, эта ликвидность поступит в систему лишь завтра. Для сравнения, до 15 августа банки переведут ~330 млрд руб. платежей по страховым взносам, а до 20 августа им предстоит перечислить еще ~170 млрд руб., причем на фоне ослабления встречного притока госрасходов, чистый дополнительный спрос на ликвидность оценивается нами не менее чем в 200 млрд руб.
- **Газовые активы "зависли" на балансе АЛРОСА.** По информации Ведомостей, планируемая сделка по продаже газовых активов АЛРОСА не состоялась: в июле истек срок соглашения с "Зарубежнефтью". Напомним (см. наш комментарий от 22 июня), что эти газовые активы компания выкупила обратно у ВТБ для перепродажи весной, профинансировав сделку выпуском 9-12 месячных ЕСР в объеме 1,04 млрд долл., который, по-видимому, теперь придется рефинансировать за счет привлечения нового долга.

Темы выпуска

- Бюджет не дает надежду на ликвидность
 - Газпром нефть: конъюнктура рынка перепредопределила результаты
 - МТС: отзыв лицензий в Узбекистане не критичен для кредитного качества
-

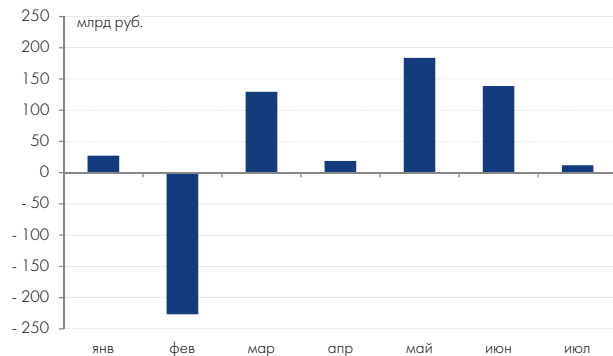
Бюджет не дает надежду на ликвидность

Бюджет остается профицитным

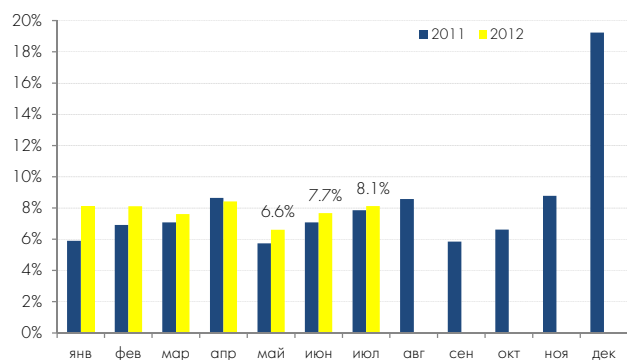
Согласно опубликованным вчера данным, профицит федерального бюджета в июле сократился до символических 11,9 млрд руб. против 138,6 млрд руб. в июне (с учетом корректировок Минфина). Профицит за 7 мес. в сумме достиг 282,6 млрд руб.

Снижение профицита в июле нельзя назвать неожиданностью. Более низкие доходы бюджета мы склонны связывать в основном с сокращением нефтегазовых поступлений: на уменьшении сборов по НДС и экспортной пошлине (крупнейших налогов) сказалось с лагом майское и июньское падение цен на нефть. Помимо этого снижение доходной части бюджета сопровождалось заметным ускорением расходования госсредств, которое согласно новой сезонности характерно для середины квартала.

Профицит/дефицит бюджета, 2012 г.



Динамика бюджетных расходов, 2011-2012 гг.



Источник: Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Не все распланные госрасходы сразу поступают в банковскую систему

За 7 месяцев этого года бюджетом было потрачено 54,6% годового плана по расходам, что является абсолютным максимумом скорости расходования бюджетных средств как мин. за последние 6 лет. Однако, как мы неоднократно упоминали в наших предыдущих обзорах, сам факт более активной росписи расходов не должен вводить в заблуждение. Перечисляемые бюджетополучателям средства во многом "оседают" на счетах бюджетных учреждений, которые не обладают правом прямого размещения госсредств в банках. По этой причине далеко не все распланные бюджетные ассигнования сразу поступают в банковский сектор, в то время как налоговые платежи незамедлительно приводят к оттоку средств из платежной системы.

Бюджет с начала года стерилизовал более 1,7 трлн руб.

Согласно нашим оценкам, основанным на данных Минфина, бюджет (с учетом чистого размещения госбумаг и депозитов Казначейства) стерилизовал с начала года более 1,7 трлн руб., что обернулось внушительным ухудшением состояния ликвидности российской банковской системы и ростом задолженности банков по инструментам рефинансирования перед госсектором до рекордных 2 трлн руб. На фоне возобновления роста нефтяных котировок и их возвращения к оптимальному с точки зрения фискальной ситуации уровню (более 110 долл./барр.), мы ожидаем, что в ближайшие месяцы бюджет будет оставаться профицитным, усугубляя ситуацию дефицита ликвидности.

Отток ликвидности в августе может достигнуть 300 млрд руб.

По нашим оценкам, в августе ликвидность может сократиться еще не менее чем на 300 млрд руб., что может привести к эквивалентному дополнительному спросу на госрефинансирование. При этом ЦБ решительно настроен в отношении перевода банков на более длинное фондирование и альтернативные источники финансирования. Между тем, сужение лимитов о/п РЕПО до несущественных 10 млрд руб. в последние дни в большей степени может быть связано со стимулированием банков к обращению за средствами Казначейства РФ, которое, в свою очередь, на прошлой неделе расширило лимиты с незначительных 25 млрд руб. до 150 млрд руб. (2 аукциона по 75 млрд руб.), а сегодня предложит рынку 50 млрд руб.

Что касается фискальных рисков, исходя из среднегодовой цены на нефть около 110 долл./барр. (наш базовый сценарий), мы оцениваем дефицит бюджета в 2012 г. не более чем в 0,3% ВВП, или 180 млрд руб. Такой дефицит уже покрывается за счет заимствований на

При базовом сценарии цен на нефть дефицит в этом году может составить около 0,3% ВВП

внешнем и внутреннем рынках. По нашим расчетам, чистый объем привлеченных Минфином средств с начала года уже составил около 270 млрд руб. (включая 7 млрд долл. евробондов, чистый итог размещения ГСО и ОФЗ за вычетом погашений и купонных выплат). В смоделированном нами негативном сценарии, который предполагает падение средней цены на нефть до 90 долл./барр. в оставшиеся месяцы года (маловероятно), дефицит не превышает 1% ВВП (~500 млрд руб.). Мы не исключаем, что и в последнем сценарии Минфин может избежать трат из Резервного фонда (при условии замораживания 350 млрд руб. расходов), используя для покрытия дефицита заимствования и накопленные остатки на счетах.

Газпром нефть: конъюнктура рынка предопределила результаты

Нейтральные результаты за 2 кв.

Газпром нефть (BBB-/Ваа3/-) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем в целом нейтрально. Рост выручки (+10% кв./кв.) был обеспечен увеличением объемов нефтепереработки и реализации нефтепродуктов на фоне сезонного роста спроса (доходы сегмента возросли на 11,6% кв./кв.). При этом снижение показателя EBITDA на 12% кв./кв. и рентабельности по EBITDA на 4,6 п.п. кв./кв. было обусловлено общей рыночной конъюнктурой: падением цен на нефть и одновременным ростом экспортных пошлин из-за лага в расчете этих ставок. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) остается на низком уровне 0,6х.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефть

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	379 603	344 535	+10%	724 138	609 366	+19%
EBITDA	70 035	79 262	-12%	149 297	140 076	+7%
Рентабельность по EBITDA	18,4%	23,0%	-4,6 п.п.	20,6%	23,0%	-2,4 п.п.
Чистая прибыль	33 869	50 088	-32%	83 957	80 726	+4%
Операционный поток	53 497	62 237	-14%	115 734	77 468	+49%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-34 561	-35 741	-3%	-70 302	-54 760	+28%
Капвложения	-31 964	-30 313	-5%	-62 277	-54 129	+15%
Финансовый поток	-10 512	4 413	-	-6 099	-24 859	-4,1x

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	217 899	216 333	+1%
Краткосрочный долг	76 786	51 373	+49%
Долгосрочный долг	141 113	164 960	-14%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,6х	0,6х	-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы собственной добычи выросли

Объемы собственной добычи нефти во 2 кв. выросли кв./кв. на 0,4% за счет роста добычи на Югре (Приобское месторождение) при падении базовой добычи на Ноябрьскнефтегазе и Газпром нефти (на месторождениях в Западной Сибири).

Рост выручки за счет объемов продаж

Во 2 кв. компания нарастила объемы продаж в ключевом сегменте нефтепродуктов (+11,2% кв./кв. до 11,4 млн т), а также нефти (+13,2% кв./кв. до 4,6 млн т), что на фоне сохранения средней цены на нефтепродукты на том же уровне и падения цен реализации нефти на 3-7% кв./кв. привело к росту совокупной выручки лишь на 10% кв./кв.

Снижение цен на нефть и лаг при расчете экспортных пошлин стали основной причиной падения рентабельности

Неблагоприятная ценовая конъюнктура привела к снижению EBITDA, что было усугублено лагом по расчету экспортных пошлин в условиях падения нефтяных котировок. В итоге рентабельность по EBITDA упала на 4,6 п.п. кв./кв. до 18,4%, что в целом выразилось в более низком показателе за 1П 2012 г. - 20,6% против 23% в 1П 2011 г. Давление на рентабельность оказали расходы по приобретению нефти и нефтепродуктов, которые возросли на 25,6% кв./кв., поскольку в условиях снижения цен компания наращивала объемы внешних закупок (нефти - на 68%, нефтепродуктов - на 14%). Стоит также отметить, что некоторая поддержка операционной прибыли была обеспечена контролем компании над издержками, снижением

<p>Операционного потока было достаточно для капвложений</p>	<p>расходов по НДПИ (в расчете которого, в отличие от экспортных пошлин, изменение цен на нефть учитывается быстрее), а также ослаблением рубля.</p> <p>Снижение чистого операционного денежного потока на 14% кв./кв. (или 8,7 млрд руб.) связано с динамикой оборотного капитала, в частности, во 2 кв. в оборотные средства было вложено 7,7 млрд руб. против высвобождения 14,7 млрд руб. кварталом ранее из-за снижения в 1 кв. 2012 г. кредиторской задолженности и обязательств по налогам.</p> <p>За 1П 2012 г. операционного денежного потока (115,7 млрд руб.) было достаточно для финансирования капвложений в объеме 62,3 млрд руб., свободный денежный поток в размере 53,5 млрд руб. был направлен на частичное погашение долга (5,8 млрд руб.) и аккумуляцию ликвидности на счетах компании.</p>
<p>Подтвержден объем капвложений на 2012г.</p>	<p>Менеджментом был подтвержден размер капвложений на 2012 г. на уровне 5,5 млрд долл. Поскольку в 1П было вложено ~2 млрд долл., капзатраты во второй половине года возрастут и будут направлены в нефтепереработку (активная фаза повышения качества нефтепродуктов на Московском НПЗ), в развитие сбытовой сети и инвестиции в нефтедобычу (оренбургские активы), а также продолжение наращивания горизонтального бурения (с 29 до 68 скважин в этом году г./г.).</p>
<p>Краткосрочный долг полностью покрывается ликвидными средствами</p>	<p>В связи с приближением ряда сроков погашений краткосрочный долг Газпром нефти за 2 кв. вырос на 49% до 76,8 млрд руб. при практически неизменном общем долге - 217,9 млрд руб. При этом риски рефинансирования, на наш взгляд, невысоки, поскольку накопленные денежные средства и депозиты (80,4 млрд руб.) полностью покрывают краткосрочную задолженность. Также отметим, что по программе реконструкции НПЗ в Панчево, по словам менеджмента, было привлечено долгосрочное (7-10 лет) проектное финансирование.</p>
<p>Низкая долговая нагрузка, в будущем возможен рост в случае приобретения НПЗ</p>	<p>По нашим оценкам, программа капвложений не приведет к росту долговой нагрузки (Чистый долг/ЕБИТДА), которая по итогам 2 кв. остается на комфортном уровне 0,6х. Однако мы не исключаем ее некоторого роста в будущем, поскольку менеджментом была озвучена заинтересованность в приобретении НПЗ в Европейской части РФ в ближайшие годы в рамках реализации стратегии по наращиванию нефтепереработки. В более долгосрочной перспективе компания не исключает строительства новых НПЗ, в частности, в Юго-Восточной Азии.</p> <p>На текущих ценовых уровнях мы смотрим нейтрально на обращающиеся выпуски эмитента, которые предлагают премию к кривой ОФЗ на уровне 100-140 б.п.</p>

МТС: отзыв лицензий в Узбекистане не критичен для кредитного качества

МТС (BB/Va2/VB+) вчера объявила об отзыве лицензии своего подразделения в Узбекистане и наложении штрафов общим размером примерно в 900 млн долл. Компания планирует подавать апелляцию на решение суда.

После арестов менеджмента и временной приостановки лицензий узбекской МТС, отзыв лицензий не выглядит неожиданным. Мы полагаем, что МТС не придется выплачивать денежный штраф в размере 900 млн долл., поскольку сумма активов в Узбекистане сопоставима с этой суммой (1 млрд долл., по оценкам МТС). Мы считаем, что если МТС потеряет все шансы сохранить бизнес в стране или хотя бы получить компенсацию за его потерю, активы могут быть зачтены в счет штрафа и списаны. В терминах кредитного качества изменения от потери бизнеса в Узбекистане будут незначительны: доля узбекского подразделения в консолидированной OIBDA за последние 12 месяцев составила 4,3%, а показатель чистый долг/LTM OIBDA без учета Узбекистана составил бы 1,3х против 1,2х по цифрам последней отчетности.

Евробонды МТС выглядят дорого в сравнении с AFK Sistema и VIP

Еврооблигации МТС в последние несколько месяцев демонстрировали ценовой рост, опережающий рынок, в результате чего спред VIP 18-MTS 20 расширился до 150 б.п., который, по нашему мнению, выглядит избыточным. Также выпуск AFK Sistema 19 (размещенный в мае) предлагает премию к MTS 20 порядка 110 б.п. (при том, что в сравнении с рейтингами эмитентов эта премия должна составлять 50 б.п.). Мы по-прежнему считаем бонды VIP 18 и AFK Sistema 19 лучшей альтернативой бумагам МТС.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

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 макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию по осени считают

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ: что кроется за новой формулировкой?

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

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

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.