

Пульс рынка

- **Макро vs. корпоративный сектор.** Вчера большинство индексов росло в течение дня на 0,5-1,0%. Вышли позитивные данные по ВВП Германии, который прибавил во 2 кв. 2012 г. 0,3% по сравнению с предыдущим кварталом (ожидания рынка - 0,2%). Благоприятной для рынков также стала информация о первом за четыре месяца увеличении розничных продаж в США, которые выросли в июле на 0,8% к июню против прогноза в 0,3%. Однако в конце дня картину подпортили американские индексы, которые ушли в красную зону из-за снижения капитализации компаний высокотехнологического и банковского секторов на корпоративных новостях и плохой отчетности. Сегодня Министерство труда США опубликует данные по потребительской инфляции в июле, которая, как ожидается, вырастет на 0,2% к июню. Кроме того, ФРС опубликует июльские данные о темпах изменения промпроизводства, которые, согласно ожиданиям, могут вырасти на 0,5% к июню. Доллар во вторник был стабилен к евро и закрылся на уровне 1,2326, а доходность UST10 выросла на 7,4 б.п. до 1,74%.
- **Доходность гособлигаций Греции ожидаемо выросла.** Вчера Греция привлекла 4,063 млрд евро на аукционе по размещению казначейских векселей со сроком до погашения через 13 недель. Книга заявок была переподписана в 1,36 раза, тогда как на размещении бумаг в прошлом месяце - в 2,12 раза. Доходность при размещении составила 4,43% против 4,28% на аукционе месяцем ранее. Отметим, что выпуск векселей является ключевым источником финансирования для страны в отсутствие согласования очередного транша помощи европейскими регуляторами.
- **Ориентир Минфина по ОФЗ не исключает премию.** На сегодняшнем аукционе Минфин предложит 5-летние ОФЗ 25080 (по последней сделке YTM 7,59%) номиналом 15 млрд руб. с ориентиром YTM 7,57-7,62%, который по верхней границе предполагает некоторую премию ко вторичному рынку в размере 3 б.п. Принимая во внимание относительно высокие цены на нефть (котировки Brent превышают 113 долл./барр.) в условиях умеренно позитивных настроений на внешнем рынке, можно ожидать заметный спрос на предлагаемые ОФЗ среднесрочной дюрации по верхней границе ориентира (которая соответствует цене ~99,67% от номинала). Однако фактором, ограничивающим спрос, выступают повышенные ставки о/п междилерского РЕПО, которые с начала налоговых платежей подскочили до 6,06% годовых, что сопровождалось снижением цен ОФЗ на 20-30 б.п.
- **Депозитные аукционы Казначейства РФ ожидаемо пользовались высоким спросом.** Наши предположения о том, что при низких лимитах о/п РЕПО и лимитах недельного РЕПО ЦБ РФ, достаточных только для пролонгации прежних сделок, банкам ничего не остается, как привлекать средства на аукционах Казначейства, вчера полностью подтвердились. Поскольку аукционы ЦБ не позволяют удовлетворить дополнительный спрос на ликвидность, на аукционе Казначейства банки вчера забрали все заявленные 50 млрд руб., а спрос превысил предложение в 1,9 раз (93,4 млрд руб.), разогнав средневзвешенную ставку до 6,84% против мин. 6,7%. Ввиду ограниченного предложения средств со стороны ЦБ, недельное РЕПО вчера было выбрано в полном объеме (1197,8 млрд руб. из 1200 млрд руб.), а на о/п РЕПО наблюдалось пятикратное превышение спроса над предложением. На этом фоне ставка о/п Mosprime поднялась до 6,08%, обеспечив разрыв с мин. ставкой аукционного РЕПО в 83 б.п., что свидетельствует о сильной потребности банков в фондировании. Напомним, что средства от недельного РЕПО и аукциона Казначейства поступят только сегодня, причем полностью отток из-за платежей по страховым взносам во внебюджетные фонды (завершаются сегодня) они не покроют. По нашим оценкам, налоговые выплаты сейчас нейтрализуются накопленным в первой половине августа запасом поступивших из бюджета госсредств. Однако их поток к концу месяца иссякает, что дает нам основания прогнозировать на этой и следующей неделе высокий спрос на рефинансирование, главным образом, на аукционы Казначейства и сохранение повышательного давления на ставки.

Темы выпуска

- **Новатэк: вопрос по НДПИ пока не решен**
-

Новатэк: вопрос по НДПИ пока не решен

Результаты оцениваем нейтрально НОВАТЭК (BBB-/Ваа3/BBB-) в прошлую пятницу опубликовал финансовую отчетность за 2 кв. 2012 г. по МСФО и вчера провел телеконференцию. Представленные результаты мы оцениваем нейтрально. Ввиду фактора сезонности, мы проводим анализ показателей г./г.

Ключевые финансовые показатели Новатэка

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.
Выручка (за вычетом НДС и экспортных пошлин)	45 145	40 626	+11%	45 145	54 373	-17%
ЕБИТДА	20 414	19 759	+3%	20 414	24 217	-16%
Рентабельность по ЕБИТДА	45,2%	48,6%	-3,4 п.п.	45,2%	44,5%	+0,7 п.п.
Операционная прибыль	18 329	18 072	+1%	18 329	22 563	-19%
Операционная рентабельность	40,6%	44,5%	-3,9 п.п.	40,6%	41,5%	-0,9 п.п.
Чистая прибыль	9 657	14 300	-32%	9 657	21 239	-2,2x
Операционный поток	9 874	15 118	-35%			
Инвестиционный поток, в т.ч.	-10 167	-14 012	-27%			
Капвложения	-9 573	-5 947	+61%			
Финансовый поток	-17 684	-2 395	+7,4x			

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	93 667	75 715	+24%
Краткосрочный долг	22 851	7 327	+3,1x
Долгосрочный долг	70 816	68 388	+3%
Чистый долг	77 818	48 045	+62%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,52x	0,32x	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Высокие темпы роста добычи газа в 1П, прогноз на год был повышен с 5-7% до 7-11%

Во 2 кв. увеличение собственных объемов добычи компании составило 16,5% г./г. за счет дальнейшей разработки Юрхаровского месторождения и повышения добычи на Восточно-Таркосалинском и Ханчеевском месторождениях. По итогам 1П 2012 г. темпы роста добычи природного газа с учетом долей в СП (>12% г./г.) превысили прогноз компании (5-7% на 2012 г.), в результате прогноз на 2012 г. был повышен до 7-11%. Прогноз по темпам увеличения добычи жидких углеводородов на уровне 3-5% г./г. был оставлен без изменений.

Рост выручки за счет продаж газа, давление оказал сегмент СНГ

Рост выручки (за вычетом НДС и экспортных пошлин) во 2 кв. на 11% г./г. был обеспечен преимущественно увеличением объемов продаж газа на 13,7% г./г. и его средней цены реализации на 5,9% г./г. (благодаря наращиванию поставок конечным потребителям с 55% до 62%). Давление на этот показатель оказало существенное сокращение средней net-back цены стабильного газового конденсата (-23% г./г., из-за лага при расчете экспортной пошлины в условиях падения цен на нефть), что было лишь частично компенсировано увеличением экспортных объемов газового конденсата на 4,4% г./г.

Операционные расходы опередили выручку из-за роста закупок газа и транспортных расходов

Опережающий выручку рост операционных расходов (+19% г./г.) был обусловлен, во-первых, наращиванием закупок природного газа и жидких углеводородов, в частности, у СИБУРа с 1 января 2012 г. (расходы выросли почти вчетверо г./г.), и, во-вторых, более высокими транспортными расходами (+17% г./г.) из-за больших объемов реализации газа в адрес конечных потребителей, а также больших объемов закачки в газовые хранилища. Также выросли расходы на персонал за счет индексации заработных плат и увеличения численности сотрудников после приобретения регионального газового трейдера в ноябре 2011 г. В результате рентабельность по ЕБИТДА снизилась на 3,4 п.п г./г. до 45,2%.

Одним из ключевых моментов телеконференции стало подтверждение менеджментом подписания 10-летнего торгового соглашения на поставку газа через дочернюю компанию Novatek Gas & Power в адрес немецкой EnBW в объеме 2 млрд куб. м в год, начиная с 4 кв. 2012 г. Конкретные условия контракта и формула цены раскрыты не были. Мы полагаем, что НОВАТЭК будет закупать необходимые объемы газа на спотовом рынке Европы и

	<p>реализовывать газ по долгосрочному контракту EnBW. По нашим расчетам, маржа НОВАТЭКа по торговым операциям составит не менее 10%. На данный момент долгосрочные контрактные цены превышают спотовый рынок на 20-25%.</p>
Принятие решения по ставке НДС на 2013 г. ожидается в сентябре	<p>Что касается вопроса повышения НДС на природный газ с 2013 г., то, по данным компании, принятие решения по ставке НДС на 2013 г. ожидается в сентябре этого года и по налогообложению газового сектора в целом - в 2014 г.</p>
Операционного потока было достаточно для сарех	<p>Операционный денежный поток во 2 кв. снизился на 35% г./г. до 10 млрд руб. в основном по причине более высоких платежей по налогу на прибыль (10,7 млрд руб. против 5,7 млрд руб. годом ранее), что было достаточно для финансирования капвложений в объеме 9,6 млрд руб. Отметим, что во 2 кв. компания приобрела долю в Ямал СПГ за 16,3 млрд руб. и выплатила дивиденды за 2011 г. в размере 10,6 млрд руб.</p>
Большая часть инвестпрограммы приходится на 2П	<p>Напомним, что ранее озвучивались планы по капвложениям на уровне 50 млрд руб. в 2012 г., в 1П было освоено 31% программы, большая часть инвестиций придется на вторую половину года и может быть профинансирована как из операционных потоков, накопленной ликвидности, так и частично за счет заемных средств.</p>
Рост краткосрочного долга, риски рефинансирования невысоки	<p>Совокупный долг за кв. вырос на 24% до 93,7 млрд руб., при этом произошло существенное увеличение краткосрочной задолженности (более чем втрое до 22,8 млрд руб.), и ее доля в общем долге достигла 24%. После отчетной даты компания погасила банковские овердрафты и два транша по кредиту Юникредит Банка, и краткосрочный долг, по нашим оценкам, снизился до 18,6 млрд руб. При этом риски рефинансирования невысоки благодаря накопленному объему денежных средств (~16 млрд руб.). Также компания имеет доступ к кредитным линиям (в том числе краткосрочным, в виде банковских овердрафтов) Сбербанка, Credit Agricole, Юникредит Банка и BNP Paribas на общую сумму 50 млрд руб.</p>
	<p>Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) по итогам 1П 2012 г. остается на низком уровне 0,5х.</p>
Лучшей альтернативой являются бонды Лукойла	<p>Рублевый выпуск эмитента БО-1 (YTM 7,6% @ июнь 2013 г.) выглядит дорого в сравнении с кривой ОФЗ (спред 100 б.п.) и ставками РЕПО (спред 125 б.п.). Стоит отметить, что, согласно ранее озвученным планам, НОВАТЭК не собирается выходить на рынок еврооблигаций в 2012 г., поскольку имеет достаточно накопленных денежных средств, которые могут быть использованы, среди прочего, для финансирования программы капвложений. Лучшей альтернативой длинным бумагам NOVATEK 21, по нашему мнению, является выпуск LUKOIL 20, который предлагает чуть более высокую доходность при близких наборах кредитных рейтингов.</p>

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	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.