

Пульс рынка

- **Не найдя поводов для позитива, рынки пошли вниз.** Преобладание негативного новостного фона, связанное с отсутствием антикризисного плана в Европе, а также с озвученным вчера нежеланием ФРС помогать европейским банкам или странам, способствовало продолжению бегства в качество: 10Y UST снизились в доходности до YTM 1,88% (-10 б.п. за последние два дня). На рынке вновь усилились ожидания наступления рецессии в еврозоне как следствия бюджетных ограничений при формировании фискального союза. С точки зрения сокращения ВВП, южным странам еврозоны придется заплатить высокую цену за получение необходимого объема помощи, механизм выделения которой пока неизвестен. Все еще открытым остается вопрос, насколько готовы страны еврозоны к предстоящим сокращениям доходов. В частности, в этой связи, интерес представляют результаты сегодняшнего голосования нижней палаты парламента Италии по предложенному премьер-министром М. Монти бюджетному плану. Доходности госбумаг Италии продолжили рост: индикативные 10-летние бонды поднялись до YTM 6,8% (+10 б.п. к предыдущему дню). На фоне повышенных кредитных рисков еврозона евро опустился ниже отметки 1,3 долл. Также негативное давление на рынки оказала слабая макростатистика из Японии (индекс Танкан показал снижение настроения производителей) и Южной Кореи. Индексы акций просели на 1-2%.
- **Решение ОПЕК оказало спекулятивное давление на нефть.** ОПЕК увеличила квоту на добычу нефти с 24,8 млн до 30 млн барр./сут., в то время как, согласно высказываниям представителей организации до заседания, этого не должно было произойти. Решение ОПЕК, скорее всего, отражает ожидание сохранения высокого спроса на нефть, несмотря на замедление глобальной экономики в условиях обострения европейского кризиса. Спекулятивной реакцией рынка стало снижение котировок Brent на 4% до 104 долл./барр., что сегодня окажет как давление на котировки суверенного выпуска Russia 30, так повысит стоимость бивалютной корзины ЦБ (открытие произошло на уровне 36,2 руб.). Длинные ОФЗ 26205 (YTM 8,5%) подешевели вчера на 50 б.п.
- **ЦБ расширил список нерыночных активов, принимаемых в залог.** ЦБ РФ включил в перечень еще 13 предприятий, кредитные требования к которым и векселя могут служить обеспечением по выдаваемым регулятором кредитам под обеспечение нерыночных активов. В частности, в список вошли ЛенСпецСМУ, ЛСР, Кокс, НК Альянс, СИТРОНИКС. Мы ожидаем, что вслед за расширением этого списка может произойти пополнение Ломбардного списка, критерии для включения в который недавно были снижены (см. наш ежедневный обзор от 28 ноября), а также и списка РЕПО ЦБ.

Темы выпуска

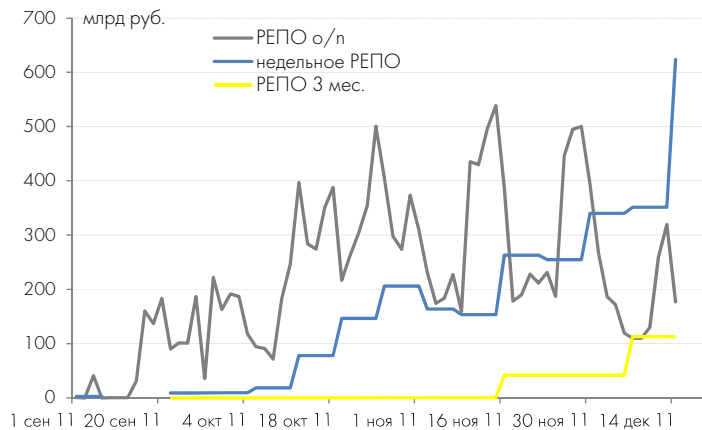
- К чему ведет недельное РЕПО?
 - АФК Система: долг снизился, развивающиеся активы вышли в плюс
 - Мосэнерго: плохой третий квартал не портит всей картины
 - Татнефть: ждем рост переработки в 2012 г.
-

К чему ведет недельное РЕПО?

Сужение лимитов о/п РЕПО обернулось всплеском ставок денежного рынка

С середины прошлой недели на рынке наблюдается резкий рост ставок по коротким сделкам РЕПО с ЦБ (до 5,5-5,8% против мин. ставки 5,25%), что сопровождается не менее интенсивным повышением ставок на денежном рынке (средней ставки до 5,9% против 5% на начало месяца). Главной причиной такого развития событий послужило неожиданное урезание ЦБ лимитов по операциям о/п РЕПО. Важно отметить, что до этого вторника об официальной позиции Банка России в отношении такого изменения стратегии рефинансирования банковского сектора было мало что известно, что вызвало волну негативной реакции со стороны рынка. Последовавшие затем комментарии зампреда ЦБ Сергея Швецова и начальника управления ЦБ Игоря Дмитриева на репо-форуме 13 декабря лишь подтвердили опасения, что данное решение имеет среднесрочный характер и нацелено на переориентацию банков с о/п на более длинные недельные сделки.

Динамика объемов РЕПО с ЦБ по срокам, сентябрь-декабрь 2011 г.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

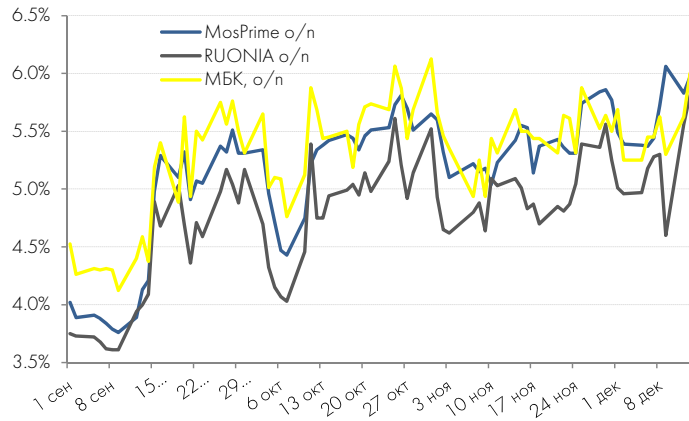
Новая политика ЦБ в условиях общего недостатка средств может привести к росту волатильности ставок

Подобное изменение стратегии фундаментально оправдано, однако у нас вызывает некоторые сомнения своевременность такого решения. На наш взгляд, период выбран не совсем удачно. Учитывая, что способный сгладить шоки ликвидности приток госсредств поступает в декабре крайне неравномерно, мы опасаемся, что применение новой политики в сложившихся условиях общего недостатка средств может лишь усложнить ситуацию и повысить волатильность ставок до 2 п.п. в пределах 4,5%-6,5% со смещением к верхней границе на пике налоговых платежей на следующей неделе.

Представители ЦБ, однако, не видят угрозы в росте ставок, полагая, что их динамика пока не выходит за рамки приемлемого диапазона. Такое расхождение, на наш взгляд, обусловлено тем, что ЦБ ориентируется на ставку RUONIA, которая в последние месяцы заметно ниже других индикаторов о/п фондирования, к примеру MosPrime. Так, ряд крупных сделок по низким ставкам, которые полностью не отражают рыночных реалий могут приводить к занижению этого показателя. Нельзя не отметить, что замещение о/п недельным РЕПО обходится банкам дороже: ~5,5%, тогда как средняя ставка по однодневным сделкам (до сокращения лимитов о/п) практически не отличалась от мин. 5,25%.

Эффект от сокращения лимитов Центробанком был бы менее заметным, если бы регулятор заранее оповестил рынок о возможном изменении своей политики. Резкий переход к новым ограничениям и неясность относительно будущего сужения лимитов по разным срокам не добавляет уверенности участникам и будет служить источником неопределенности при оценке дальнейшего поведения ставок денежного рынка и управления ликвидностью. 20-ые числа декабря могут стать наиболее опасными, с точки зрения процентных рисков. Сочетание 1) выплат наиболее крупных налогов, 2) погашения депозитов Минфина, которые, на наш взгляд, будут пролонгированы на 2012 г. лишь частично (195 млрд руб.), и 3) скачкообразных бюджетных поступлений теперь будет осложняться еще и ограничениями ЦБ литов по о/п РЕПО.

Динамика краткосрочных ставок денежного рынка, сентябрь - декабрь 2011 г.



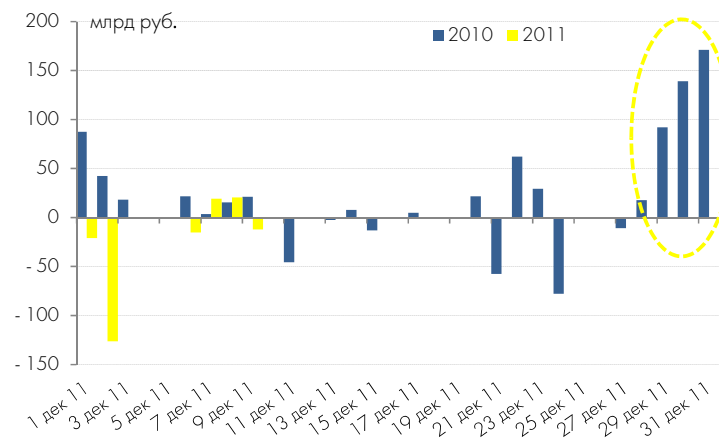
Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

На фоне бюджетных поступлений декабря, ситуация с ликвидностью в начале января будет благоприятной, но может ухудшиться уже во второй его половине

Поскольку банки будут стремиться "застраховать" себя от возможных разрывов ликвидности, спрос на недельное РЕПО на следующей неделе может быть во многом избыточным. Вполне вероятно, что общая задолженность по РЕПО в этот период будет оставаться на уровне близком к 1 трлн руб. Снижения объемов фондирования через РЕПО, а следом за ним и ставок денежного рынка, на наш взгляд, стоит ожидать не раньше последней недели декабря, на которую традиционно приходится максимум бюджетных поступлений за весь год. В связи с зачислением средств от госрасходов в последние дни декабря, в первой половине января 2012 г. ситуация с ликвидностью будет благоприятной, позволяя сократить задолженность по РЕПО с текущих ~900 млрд руб. до ~350 млрд руб., что будет сопровождаться умеренным снижением ставок, которые могут опуститься, как мы считаем под конец года и ниже 5%. Однако, уже во второй половине января возможно новое ухудшение.

В начале нового года потребность банков в РЕПО будет определяться политикой Минфина в отношении пролонгации депозитов. На текущий момент из общей задолженности банков перед ведомством в 766 млрд руб. на 2012 г. "перенесено" 571 млрд руб., из которых погашение 541 млрд руб. выпадает на январь. Профицит бюджета этого года превышает прежние оценки Минфина. Располагая дополнительными остатками (из заявлений г-на Силуанова), Минфин может пролонгировать подавляющую часть оставшейся задолженности по депозитам (195 млрд руб.) на 2012 г., что несколько сдержит потребность в РЕПО до конца 2011 г. В то же время, Минфину необходимо по итогам 2011 г. перечислить в Резервный фонд около 970 млрд руб. (увеличение фонда до 1,8 трлн руб.), часть которых уже находится на депозитах банков. Изъятие этих средств будет оказывать давление на ликвидность в процессе "конвертации" депозитов в пополнение Резервного фонда.

Динамика притока бюджетных средств в банковскую систему, 2010-2011 гг.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Таким образом, состояние ликвидности будет определяться тем, когда Минфин переведет средства в Резервный фонд. Ранее мы допускали возможность применения со стороны ведомства некоторого механизма, позволяющего учитывать находящиеся на депозитах средства как инвестиции Резервного фонда или ФНБ (что решило бы проблему пролонгации депозитов на период свыше 1 месяца). Однако каких-либо признаков намерений Минфина использовать механизм, подобный тому, который он применил в 2008 г. при инвестировании средств ФНБ в акции, не прослеживается, что делает этот сценарий маловероятным.

К началу января 2012 объемы РЕПО с ЦБ могут снизиться до ~350 млрд руб. с последующим ростом до ~650 млрд руб. к началу февраля

По опыту прошлых лет можно предположить, что в действительности перечисление средств в Резервный фонд произойдет в начале февраля 2012 г., и это, на наш взгляд, является базовым сценарием. Если наши предположения верны, то депозиты января будут пролонгированы не полностью, и чтобы обеспечить возвращение Минфину необходимой суммы, кредитные организации будут вынуждены восполнить недостаток средств путем нового РЕПО с ЦБ, объем которого, по нашим оценкам, возрастет с 350 млрд руб. (на начало января) до ~650 млрд руб. Наиболее негативный, но гораздо менее вероятный сценарий предполагает, что пополнение Резервного фонда будет производиться в 20-х числах января. В таком случае суммарный спрос на РЕПО оценивается нами в 940 млрд руб. Как бы то ни было, с учетом имеющихся у банков на руках "репуемых" ценных бумаг в объеме, как минимум вдвое превышающем эти суммы, подобный рост спроса на РЕПО пока не представляет серьезной угрозы для ставок денежного рынка. Мы полагаем, что при реализации базового сценария короткие ставки денежного рынка в январе 2012 г. в среднем останутся на уровне, близком к 6%.

К концу 2011 г. ставки могут опуститься и ниже 5%, в январе - вернуться к 6%

АФК Система: долг снизился, развивающиеся активы вышли в плюс

Умеренно позитивные результаты

АФК Система (BB/Вa3/BB-) объявила финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка Системы в 3 кв. выросла на 0,5% кв./кв. до 9 млрд долл., при росте г./г. за 9М по сравнению с 1П замедлился с 27% до 23,4%. Показатель OIBDA уменьшился на 1,3% кв./кв. до 2,19 млрд долл., что привело к снижению рентабельности по OIBDA в 3 кв. на 71 б.п. до 24,4%. Мы выделяем следующие позитивные изменения в кредитном профиле:

1. сокращение Чистого долга как в абсолютном выражении на 1,7 млрд долл. до 12,7 млрд долл., так и в отношении к LTM EBITDA с 1,94x до 1,55x;
2. выход показателя OIBDA по портфелю развивающихся активов в положительную зону (18 млн долл. в 3 кв. по сравнению с убытком 46,3 млн долл. во 2 кв.).

Ключевые финансовые показатели

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.
Выручка	8 998	7 290	+23%	8 998	8 951	+0,5%
OIBDA	2 192	1 877	+16,8%	2 192	2 221	-1,3%
Рентабельность OIBDA	24,4%	25,7%	-1,3 п.п.	24,4%	24,8%	-0,4 п.п.
Операционная прибыль	1 367	1 128	+21%	1 367	1 338	+2,2%
Операционная рентабельность	15,1%	15,5%	-0,4 п.п.	15,1%	14,9%	+0,2 п.п.
Чистая прибыль	645	507	+27,2%	645	643	+0,3%
Чистая рентабельность	7,1%	6,9%	+0,2 п.п.	7,1%	7,2%	-0,1 п.п.
Операционный поток	1 968	1 169	+68%	1 968	1 212	+62%
Инвестиционный поток	-1 823	-62	29,4x	-1 823	-1 338	-36%

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	14 884	16 242	-8,4%
Краткосрочный долг	2 886	3 572	-19,2%
Долгосрочный долг	11 998	12 670	-5,5%
Чистый долг	12 680	14 350	-11,6%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,55x	1,94x	

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Башнефть внесла негативный вклад в операционные результаты

Позитивная динамика выручки МТС (+4,7% кв./кв. до 3,27 млрд долл.) была нивелирована сокращением выручки Башнефти (-1,4% до 4,46 млрд долл.). Напомним, что МТС и Башнефть формируют порядка 86% всей выручки АФК Системы.

Рост выручки мобильного оператора был обусловлен в основном сезонностью и сохраняющимся повышенным спросом на голосовые услуги и услуги по передаче данных. Снижение цен на нефть вкупе с временным сокращением переработки (из-за планового ремонта НПЗ) оказало давление на объемы реализации Башнефти.

Негативное влияние на показатель OIBDA Системы оказали слабые операционные результаты Башнефти, которые, в свою очередь, связаны со снижением экспорта нефтепродуктов в дальнее зарубежье, высокими коммерческими, транспортными и административными расходами.

Развивающиеся активы, наконец, продемонстрировали прибыль на уровне OIBDA...

Улучшение операционного результата достигнуто в портфеле "Развивающиеся активы" (в который входят, в том числе, РТИ, Интурист, Детский мир, МБРР), что связано, в первую очередь, с сильными показателями:

- Интуриста, OIBDA которого выросла с 4,4 млн долл. до 50,6 млн долл. в результате признания прибыли от создания СП с Thomas Cook (что, впрочем, является единовременным неоперационным событием, и в будущем показатель OIBDA может вернуться к прежним значениям);
- РТИ, в который с 3 кв. 2011 г. консолидируются показатели СИПРОНИКС, что привело к повышению OIBDA на 43% кв./кв. до 44 млн долл.;
- Детского Мира, который продемонстрировал прибыль на уровне OIBDA в размере 14,7 млн долл. в 3 кв. по сравнению с убытком в 10 млн долл. в предыдущем квартале.

... несмотря на остающийся убыточным SSTL

По-прежнему наибольшее негативное влияние оказывает деятельность индийского сотового оператора SSTL, который увеличил убыток по OIBDA до 100 млн долл. в 3 кв. (-92 млн долл. во 2 кв.). Отрицательный вклад (операционный убыток -20 млн долл. в 3 кв.) внесла деятельность МБРР, а также прочих активов Системы, которые не включены ни в развивающийся, ни в базовый портфель активов (-40 млн долл.).

Приток средств из оборотного капитала позволил сократить долговую нагрузку

Чистый денежный поток от операционной деятельности в 3 кв. 2011 г. составил ~1,9 млрд долл., что на 26% превышает показатель за первые два квартала. Столь высокий уровень был образован, в основном, благодаря сокращению инвестиций в оборотный капитал. В то же время капитальные расходы оказались на 24% ниже, чем в 1П 2011 г., и составили 1,1 млрд долл. Значительный денежный поток от операционной деятельности, а также ослабление рубля к доллару позволили компании сократить долг на 1,4 млрд долл. и нарастить запас денежных средств (не относящихся к банковскому бизнесу) на 290 млн долл. Негативным моментом в движении денежных средств стало сокращение денежных средств на балансе МБРР за 3 кв. на 550 млн долл.

Низкие риски краткосрочного рефинансирования

В 3 кв. 2011 г. доля краткосрочной задолженности снизилась с 22% до 19% и почти полностью покрывается ликвидными активами (денежными средствами и краткосрочными инвестициями), нивелируя в ближайший год риски рефинансирования. Объем долга, подлежащего к погашению в 2012 г. составляет 4,4 млрд долл., что почти двукратно покрывается LTM OIBDA.

Возможности для покупки риска ВВ и выше лучше искать на "первичке"

Среди обращающихся облигаций АФК Системы мы не видим торговых идей. Для покупки корпоративного риска с рейтингом ВВ и выше мы рекомендуем использовать предложения на первичном рынке, в частности, нам нравится ориентир YTP 8,94% к 1,5-летней оферте по бумагам НЛМК.

Мосэнерго: плохой третий квартал не портит всей картины

Мосэнерго (S&P: BB), крупнейшая территориальная генерирующая компания России, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. В целом компания сохраняет существенный запас прочности, долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) остается отрицательной. Из негативных факторов мы отмечаем снижение ЕБИТДА в 3 кв. из-за опережающего роста цен на топливо на фоне снижения объемов производства кв./кв.

Ключевые финансовые показатели Мосэнерго

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка, в т.ч.	23,5	22,8	+2,7%	113,3	97,5	+16,2%
реализация электроэнергии (включая мощность)	17,7	17,5	+1,0%	64,3	54,1	+18,9%
реализация тепловой энергии	5,1	4,1	+21,1%	47,0	40,4	+16,4%
ЕБИТДА	1,1	1,7	-34,0%	16,7	11,7	+43,4%
Рентабельность ЕБИТДА	4,8%	7,5%	-2,7 п.п.	14,8%	12,0%	+2,8 п.п.
Операционный убыток	2,3	1,4	+1,6x	7,0	2,6	+2,7x
Операционная рентабельность	отриц.	отриц.		6,2%	2,6%	+3,6 п.п.
Чистая прибыль	-0,1	-0,8	+8,2x	7,8	3,4	+2,3x
Чистая рентабельность	отриц.	отриц.	-	отриц.	отриц.	
Операционный поток				10,1	14,7	1,4x
Инвестиционный поток				-12,2	-7,3	+1,7x
Свободный денежный поток				-2,0	7,5	n/a
в млрд руб., если не указано иное		30 сен. 2011			31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		14,9			16,7	-10,8%
Краткосрочный долг		5,3			5,0	+7,4%
Долгосрочный долг		9,6			11,8	-18,5%
Чистый долг		-8,5			-11,6	+26,8%
Долг/ЕБИТДА*		0,59x			0,83x	-0,38x
Чистый долг/ЕБИТДА*		отриц.			отриц.	

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение объемов производства в 3 кв. компенсировано ростом цен и тарифов

В 3 кв. 2011 г. по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. выработка электроэнергии Мосэнерго г./г. снизилась на 6%, а отпуск теплоэнергии - на 4%. В целом летний период является низким сезоном для электроэнергетики, однако, в прошлом году был отмечен значительный рост потребления электричества в связи с аномально жаркими погодными условиями и более активным использованием кондиционеров. Однако в результате роста цен на электроэнергию на рынке на сутки вперед и тарифа на теплоэнергию, выручка за 3 кв. увеличилась на 2,7% г./г. Лучшая динамика всех показателей за 9М 2011 г. обусловлена более сильными результатами за 1П 2011 г. в сравнении с 1П 2010 г.

Расходы на топливо снизили рентабельность

Рост материальных затрат в 3 кв. г./г. составил 8,7%, что связано с увеличением расходов на топливо (весь газ практически полностью закупается у Газпрома). В результате ЕБИТДА за 3 кв. 2011 г. снизилась на 34% г./г. и составила 1,1 млрд руб. По результатам 9М 2011 г. рост ЕБИТДА остается впечатляющим - 43,4%.

Прогноз компании по ЕБИТДА в этом году - 24-24,5 млрд руб. (+20% к 2010 г.)

В 2011 г. компания ожидает получить выручку 161-162 млрд руб. (+11% к 2010 г.) ЕБИТДА - 24,0-24,5 млрд руб. (+20%). При этом прогнозируется, что производство электроэнергии останется на уровне предыдущего года, а в 2012 г. вырастет на 1,5%. По отпуску теплоэнергии в этом году ожидается снижение на 5%, а 2012 г. - на уровне 2011 г.

**Отрицательная
долговая нагрузка за
счет запаса
ликвидности**

Общий долг Мосэнерго с начала года снизился на 11% до 14,9 млрд руб. за счет погашения задолженности из имеющегося запаса денежных средств. В результате, чистый долг, несмотря на то, что остается отрицательным, уменьшился за квартал на 3,1 млрд руб. и на 30 сентября составлял -8,4 млрд руб. В сентябре компания погасила облигации Мосэнерго-1 на сумму 4,6 млрд руб. за счет привлечения долгосрочного финансирования от Credit Agricole. До конца 2011 г. объем погашений составит всего 560 млн руб. В феврале 2012 г. и декабре 2012 г. состоятся оферты по выпускам Мосэнерго-2 и Мосэнерго-3 (4,8 и 5 млрд руб., соответственно).

**Инвестпрограмма
почти полностью
покрывается
операционным
денежным потоком**

Основными направлениями инвестиций Мосэнерго остаются замена выработавшего свой ресурс оборудования и строительство новых энергоблоков для увеличения установленной мощности (в соответствии с договорами о предоставлении мощности, заключенными в прошлом году). Инвестиционный бюджет на 2011 г. утвержден на уровне 17,8 млрд руб., на 2012 г. и 2013 г. - 22 и 23 млрд руб., соответственно. Сумма осуществленных капзатрат в 9М 2011 г. составила 12,8 млрд руб., что подразумевает необходимость вложить еще 5 млрд руб. до конца года. В 4 кв. операционные показатели Мосэнерго должны улучшиться в связи с сезонным ростом энерго- и теплотребления. Также принимая во внимание значительный запас денежных средств на балансе (более 23 млрд руб.), мы полагаем, что компании не потребуется привлекать заемные средства для финансирования инвестиций до конца года.

**Бумаги эмитента
выглядят дорого в
сравнении со
ставками денежного
рынка**

В обращении находятся два коротких выпуска Мосэнерго-2 (YTP 6,7% @ февраль 2012 г.) и Мосэнерго-3 (YTP 7,25% @ декабрь 2012 г.), которые в сравнении со ставками денежного рынка (например, вмененная ставка по 1Y NDF на руб./долл. превышает 6,2% годовых, а ставка междилерского о/п РЕПО находится около 5,8% годовых) не являются интересными, с точки зрения buy & hold.

Татнефть: ждем рост переработки в 2012 г.

Во вторник Татнефть (-/Ba2/BB), одна из крупнейших нефтяных компаний РФ, опубликовала финансовую отчетность по US GAAP за 9М 2011 г. и вчера провела телеконференцию для инвесторов. На наш взгляд, наиболее интересным является оценка результатов 3 кв. 2011 г., которые выглядят менее позитивно по сравнению со 2 кв. 2011 г.

Ключевые финансовые показатели Татнефти

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	154	162	-5%	448	338	+32%
EBITDA	14	23	-39%	72	53	+38%
Рентабельность по EBITDA	9,3%	14,5%	-5,2%	16,3%	15,7%	+0,6 п.п.
Скорректир. EBITDA**	22	25	-11%	77	54	+41%
Рентабельность по скорректир. EBITDA**	14,3%	15,2%	-0,9 п.п.	17,2%	16,1%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	6	16	-62%	45	30	+48%
Чистая рентабельность	4,0%	9,7%	-5,7 п.п.	10,1%	9,0%	1,1 п.п.
Операционный денежный поток	18	21	-15%	68	43	+56%
Отток денежных средств по инвестиционной деятельности	-12	-12	-	-36	-53	-32%
Капвложения	-13	-16	-17%	-42	-60	-30%
Денежный поток по финансовой деятельности	-10	-6	-75%	-23	18	н/а
в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2011	30 июня 2011		31 дек. 2010	30 сент./31 дек.	
Совокупный долг, в т.ч.	102	89		109		-6%
Краткосрочный долг	42	37		34		+23%
Долгосрочный долг	60	52		75		-20%
Чистый долг	85	73		98		-13%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,91x	0,72x		1,85x		
Чистый долг/скорректир. EBITDA LTM**	0,86x	0,76x		1,29x		

* EBITDA за последние 12 месяцев

** показатель рассчитан как операционная прибыль, скорректированная на курсовые разницы и результат от продажи основных средств

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение цен на нефть и ограничение ее отгрузки - основные причины сокращения выручки

Несмотря на то, что добыча нефти возросла за 3 кв. 2011 г. на 1% кв./кв. (до 6,6 млн тонн), а также началось производство нефтепродуктов на Танеко (755 тыс. тонн), выручка Татнефти снизилась на 5% кв./кв. Среди основных причин:

- 1) снижение цен на нефть: по сравнению со 2 кв. 2011 г. нефть марки Brent в среднем подешевела на 3,3% до 113,5 долл./барр.
- 2) сокращением объемов отгрузки сырой нефти в целом на 8% кв./кв., при этом экспортные поставки в дальнее зарубежье снизились на 19% кв./кв. Мы связываем это с ожиданием компанией вступления в действие с 1 октября 2011 г. пониженной экспортной пошлины на нефть.

Частично снижение продаж сырой нефти было компенсировано наращиванием объемов реализации нефтепродуктов в натуральном выражении (в частности, на 7% кв./кв. на внутреннем рынке) на фоне позитивной динамики цен.

Рост расходов на электроэнергию и затрат на покупку нефти привел к снижению рентабельности

Скорректированный показатель EBITDA, по нашим оценкам, сократился кв./кв. на 11% за счет:

- 1) более высоких расходов на добычу нефти и производство нефтепродуктов (+17% и 36% кв./кв., соответственно), в основном, из-за роста цен на электроэнергию;
- 2) увеличением затрат на приобретение нефти и нефтепродуктов (на 6% кв./кв.).

Стоит отметить, что из-за снижения цен на нефть расходы по НДС и экспортной пошлине сократились на 5% и 13% кв./кв., соответственно. На динамику расходов по экспортной пошлине также повлияло сокращение объемов отгрузки сырой нефти в дальнее зарубежье.

Собственных потоков пока достаточно для инвестиций

Инвестиции Татнефти за 9М 2011 г. сократились на 30% г./г., что связано со снижением затрат на строительство нефтеперерабатывающего комплекса Танеко, ключевого инвестпроекта компании (57% всех капвложений в текущем году). В течение 3 кв. 2011 г. первый комплекс работал в тестовом режиме, перерабатывая нефть, добываемую Татнефтью. Уже по окончании отчетного периода, в декабре он был запущен в коммерческую эксплуатацию. По прогнозам менеджмента, озвученным в ходе телеконференции, в 2012 г. производственный план Танеко - 7 млн тонн, т.е. предполагается полная загрузка производственных мощностей НПЗ.

Пока операционные потоки полностью покрывают текущие инвестиции Татнефти. На будущий год менеджмент оценивает потребности компании в капвложениях на уровне 40-43 млрд руб., в т.ч. 25-27 млрд руб. - инвестиции в дальнейшее развитие производства на Танеко (строительство установки гидрокрекинга и лубрикантов для увеличения выхода светлых нефтепродуктов с 38% до 60%). По нашим оценкам, для реализации этих планов, значительные объемы нового долга в будущем году компании не потребуются. При прогнозируемой нами среднегодовой цене на нефть на уровне 98 долл./барр. большая часть инвестиций может быть осуществлена из собственных операционных потоков.

Долговая нагрузка остается низкой

Долговая нагрузка компании несколько увеличилась за квартал, однако, остается на низком уровне: Чистый долг/скорректированная EBITDA - 0,86x. Учитывая, что более 90% долга Татнефти номинировано в долларах США, а валютой отчетности является российский рубль, мы связываем увеличение общего долга с его переоценкой (за 3 кв. 2011 г. рубль подешевел на 13%). Еще в июне 2011 г. Татнефть подписала договор о привлечении 3-летнего синдицированного кредита на сумму 550 млн долл. В течение 3 кв. 2011 г. были выбраны 350 млн долл. (11,2 млрд руб.), которые, судя по движению денежных потоков, были направлены на рефинансирование действующих кредитов.

Обращающийся выпуск облигаций неликвиден

Единственный обращающийся выпуск рублевых облигаций компании Татнефть, БО-01 (5 млрд руб., погашение в сентябре 2013 г.) неликвиден (в течение месяца сделок по бумаге не было, текущие котировки offer - YTM 8,5%, дюрация 1,67 лет). Стоит отметить, что бумага входит в список РЕПО с ЦБ (дисконт - 15%). Дополнительно у компании зарегистрировано 9 выпусков биржевых облигаций на сумму 45 млрд руб. Принимая во внимание тот факт, что маркируемый на "первичке" ориентир НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-) к оферте через 1,5 года составляет YTP 8,68-8,94% (который мы считаем справедливым), новые облигации Татнефти могут найти спрос на уровне YTW 9,5-10,5% на сопоставимом сроке. При этом недавно размещенные Башнефть БО-1 (без рейтинга), на наш взгляд, выглядят дорого (YTP 9,6%@ декабрь 2013 г.).

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.