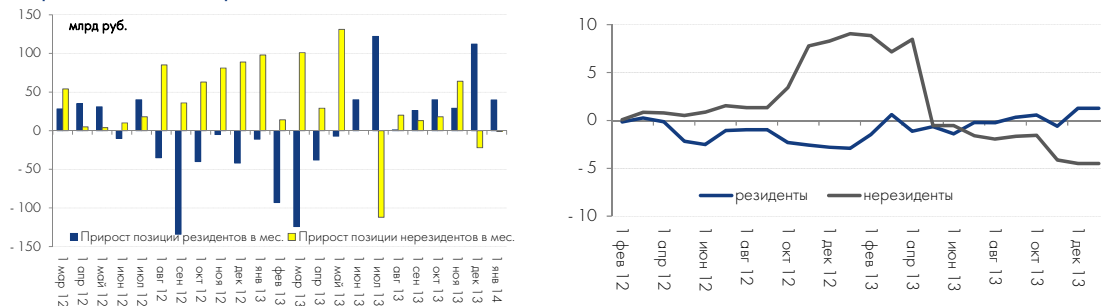


## Пульс рынка

- США вслед за Китаем продемонстрировали слабый PMI.** Предварительное значение PMI по США за январь свидетельствует об ухудшении ситуации в обрабатывающем секторе (заметное сокращение м./м. объема новых заказов, в т.ч. и на экспорт). Кроме того, вопреки ожиданиям, число безработных в США оказалось выше 3 млн. Эти данные вместе с опубликованным накануне слабым PMI по Китаю негативно сказались на настроениях инвесторов: американские индексы потеряли 0,9%. Несмотря на заметное снижение доходности 10-летних UST на 10 б.п. до YTM 2,77% (что отражает сомнения в отношении сворачивания QE3 на заседании FOMC 28-29 января), роста котировок евробондов РФ не наблюдается.
- Нерезиденты или резиденты чаще "угадывают" рынок ОФЗ?** Прошел уже почти год, как рынок ОФЗ стал полностью открытым для нерезидентов, и уже можно подвести некоторые итоги. Несмотря на либерализацию рынка и, как следствие, приток средств нерезидентов (их доля выросла с 19,9% до ~25%, по данным ЦБ РФ), инвестиции в ОФЗ (особенно, в длинные бумаги) оказались одними из самых низкоприбыльных в 2013 г. (доходность 10-летних облигаций выросла на 1 п.п.). Нерезидентам, также как и локальным участникам, не удалось избежать отрицательной переоценки позиций. Напрашивается вопрос: кто из этих двух классов инвесторов чаще угадывает направление рынка? Для ответа на него мы сопоставили изменение их позиций с динамикой доходностей рынка ОФЗ (выбрав 10-летние бумаги как индикатор). Как видно, в большинстве месяцев локальные участники не увеличивали свою позицию в ОФЗ, когда это делали нерезиденты. Более того, прослеживается разнонаправленная динамика потоков этих двух классов инвесторов. Так, например, в феврале нерезиденты заходили на рынок (+101 млрд руб.), а локальные участники фиксировали свои позиции по факту начала расчетов Euroclear (-124 млрд руб.). Для оценки степени "угадывания" рынка ОФЗ (прибыльности торговых стратегий) мы составили упрощенный индикатор\* за 2012-2013 гг., в предположении, что именно нерезиденты задают направление рынка (как наиболее активные его участники). Этот индикатор показывает, что в среднем участники ошибаются одинаково часто, однако нерезиденты, как правило, имеют большие просадки.

### Изменение позиций в ОФЗ Индикатор\* "угадывания" рынка ОФЗ нерезидентов и резидентов



\* сумма произведений изменения цен ОФЗ и прироста вложений за месяц по всем месяцам за период 2012-2013 гг.  
 Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

- Рубль тестирует все новые границы.** С начала года основное давление на курс исходит от фактора постепенного сворачивания QE3. Однако усилившиеся спекулятивные атаки на рубль, скорее, имеют несколько иную природу. Тенденцию к "бегству" из рубля подогрели более частые сдвиги ЦБ РФ границ валютного коридора (после решения об обнулении целевых интервенций), что само по себе может быть основой для еще больших девальвационных ожиданий в ближайшей перспективе. Даже учитывая, что сценарий полной конвертации Минфином валюты для трансферта в Резервный фонд на открытом рынке (~6 млрд долл.) мы считаем крайне маловероятным (именно из-за негативного влияния на курс), наличие такой опции и отдаление периода, в течение которого она может быть совершена (до 1 апреля в 2014 г. против 1 февраля в 2013 г.), также не добавляют уверенности в устойчивости курса. Вчера курс рубля против корзины пересек промежуточную границу 39,45 руб., после которой ЦБ удваивает ежедневный объем продаж валюты до 400 млн долл. Учитывая, что теперь границы коридора смещаются на 5 коп. по достижении 350 млн долл., вчера они поднялись до 33,45-40,45 руб., а с ними - и подкоридор продаж 400 млн долл. - до 39,5-40,45 руб. Отдаление верхней границы в принципе должно ограничивать удешевление рубля. Но при текущей интенсивности ослабления рубль может остаться в верхнем подкоридоре, где, продавая по 350 млн долл. в день, ЦБ может сдвигать границы теперь ежедневно.

## Темы выпуска

- Газпром идет на уступки Украине**

## Газпром идет на уступки Украине

**Прогноз по EBITDA на 2013 г. повышен до 58-59 млрд долл.**

Вчера Газпром (BBB/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по итогам 3 кв. 2013 г. по МСФО, который мы оцениваем нейтрально. Компании удалось увеличить чистую выручку от продаж газа на 8,7% г./г. до 636 млрд руб. Дополнительную поддержку оказали прочие доходы (главным образом, Газпром нефти), которые возросли на 12,4% г./г. до 573 млрд руб. В результате общая выручка увеличилась на 7,4% г./г. до 1,2 трлн руб. Показатель EBITDA вырос на 20% г./г. до 427 млрд руб., а рентабельность по этому показателю достигла 35,4%. В ходе телеконференции менеджмент повысил прогноз по EBITDA на весь 2013 г. на 5% - до 58-59 млрд долл. Тем не менее, рост налоговой нагрузки (в основном, по НДС) в условиях заморозки тарифов на газ для оптовых потребителей, скорее всего, окажет давление на EBITDA в 2014 г.

### Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2013	3 кв. 2012	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	1 204,5	1 121,7	+7%	3 772,7	3 352,8	+13%
EBITDA	426,7	356,1	+20%	1 486,7	1 139,5	+30%
Рентабельность по EBITDA	35,4%	31,7%	+3,7 п.п.	39,4%	34,0%	+5,4 п.п.
Чистая прибыль	276,1	309,8	-11%	858,8	827,2	+4%
Чистая рентабельность	22,9%	27,6%	-4,7 п.п.	22,8%	24,7%	-1,9 п.п.
Операционный поток	342,2	267,7	+28%	1 297,8	1 006,9	+29%
Капвложения	-337,6	-319,1	+6%	-1 067,1	-1 013,3	+5%
Свободный денежный поток	4,7	-51,3		230,7	-6,4	
в млрд руб., если не указано иное				30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				1 728,5	1 619,6	+7%
Краткосрочный долг				374,5	310,4	+21%
Долгосрочный долг				1 354,1	1 309,2	+3%
Чистый долг				1 136,3	889,4	+28%
Чистый долг/EBITDA LTM*				0,57x	0,47x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Газпром перевыполнил план по экспорту в Европу**

В 3 кв. (традиционно самый слабый квартал в году для компании) Газпром смог увеличить продажи газа на 7,5% г./г. до 93,3 млрд куб. м., что даже выше уровня 2 кв. 2013 г. на 1%. Главным фактором роста стало восстановление продаж в Европу, которые повысились на 23% г./г. до 41,3 млрд куб. м. А по итогам всего года Газпром экспортировал в Европу 161,5 млрд куб. м (+7% г./г.), что существенно выше первоначального прогноза менеджмента (151,8 млрд куб. м). Дополнительный спрос на российский газ был связан в основном с сокращением поставок из других регионов и предоставлением Газпромом дополнительных скидок для европейских потребителей. В 2014 г. компания планирует сохранить объем экспорта на текущем уровне, однако при этом в своих прогнозах исходит из уровня в 150-155 млрд куб. м.

**Скидка для Украины может стоить 4-5 млрд долл.**

В 2014 г. поддержку продажам должен оказать спрос со стороны Украины, которая может приобрести 35-40 млрд куб. м, но по сниженным ценам. Напомним, с 1 января 2014 г. Газпром снизил цены для Украины с 400 долл. до 268,5 долл. за тыс. куб. м. Однако данное соглашение носит временный характер, и российская сторона должна подтверждать цену ежеквартально. Вероятно, именно такой уровень цен Газпром готов предложить Украине на постоянной основе, если она вступит в Таможенный союз (при этом для Газпрома это может означать потерю 4-5 млрд долл. валовой выручки в год).

**Контракт с Китаем может быть подписан в мае**

На российском рынке Газпром продолжает испытывать давление со стороны независимых производителей газа, которые наращивают свою долю. В результате в 3 кв. продажи компании в России сократились на 3,9% г./г. и, вероятно, продолжат снижаться в последующем, что приведет к дальнейшему сокращению доли на российском рынке. В связи с этим мы полагаем, что Газпром в большей степени будет ориентировать на экспортные поставки в Европу и Азию. По словам менеджмента, контракт на поставку российского трубопроводного газа в Китай может быть подписан в мае 2014 г. Первые поставки, которые должны начаться в 2018-2020 гг., могут составить 38 млрд куб. м, или более 23% от всего объема газа, поставленного в Европу в 2013 г.

**В 2014 г., несмотря на заморозку тарифов в РФ, средняя цена реализации увеличится на 7,4% г./г.**

Средняя цена реализации газа в 3 кв. увеличилась на 3,9% г./г. до 253 долл. Рост цен наблюдался только на внутреннем рынке: средняя стоимость газа для российских потребителей выросла на 7,6% г./г. до 103 долл., для покупателей в СНГ – сократилась на 15% г./г. до 276 долл., для Европы – осталась на прежнем уровне в 379 долл. В 2014 г. мы ожидаем снижения средней цены реализации, главным образом, из-за скидки для Украины. Дополнительное давление должна оказать заморозка тарифов в 2014 г., но доходы Газпрома на российском рынке все равно вырастут г./г. из-за неравномерного роста тарифов в 2013 г.: по нашим оценкам, среднегодовой рублевый тариф на газ в 2014 г. увеличится на 7,4% г./г., так как в 2013 г. цены на газ повышались только во второй половине года.

**EBITDA выросла на 20% г./г.**

Приятным сюрпризом в результатах 3 кв. 2013 г. стало то, что Газпром смог удержать операционные расходы (до эффекта изменений в балансе готовой продукции) на уровне прошлого года (930 млрд руб.), несмотря на повышение налоговой нагрузки. Положительное влияние оказало, в первую очередь, снижение затрат на закупку углеводородов на 18% г./г. до 188 млрд руб. Расходы по налогам (кроме налога на прибыль) выросли на 17,4% г./г. до 175 млрд руб.

**Низкий свободный денежный поток из-за льгот для Украины**

Несмотря на достаточно сильные результаты по EBITDA, в 3 кв. 2013 г. Газпром смог сгенерировать свободный денежный поток лишь в размере 4,6 млрд руб. (226 млрд руб. во 2 кв. 2013 г.), что связано с увеличением инвестиций в оборотный капитал (Газпром предоставил отсрочку Украине в общей сумме на 2,7 млрд долл., которая должна быть погашена до конца января 2014 г.). Однако, по словам менеджмента компании, Украина, скорее всего, обратится с просьбой о пролонгации кредита.

**Рост капитальных вложений и дивидендов приведут к увеличению долга**

В декабре 2013 г. совет директоров Газпрома утвердил инвестиционную программу для газового сегмента на 2014 г. в размере 806 млрд руб. (на 14% выше уровня первоначального плана на 2013 г.), что по-прежнему может быть профинансировано за счет собственного денежного потока. Но мы полагаем, что эта цифра будет значительно повышена, как и в прошлые годы, тем более, если Газпром подпишет контракт с Китаем. Напомним, что в октябре 2013 г. совет директоров компании утвердил увеличение инвестиционной программы на 2013 г. с 705,4 млрд руб. до 1 026,1 млрд руб. План по капитальным вложениям был повышен с 655,2 млрд руб. до 775,2 млрд руб. В 2014 г. увеличение программы может быть еще более существенным, так как на разработку месторождений и строительство газопроводов для поставок в Китай может потребоваться свыше 60 млрд долл. Помимо финансирования инвестпрограммы Газпрому могут потребоваться средства для выплаты дивидендов, которые могут увеличиться почти в два раза из-за требований со стороны правительства (25% чистой прибыли по МСФО, ранее компания выплачивала дивиденды исходя из прибыли по РСБУ). Мы считаем, что увеличение инвестпрограммы в связи с ожидаемым подписанием договора с Китаем и возможный рост дивидендов приведут к повышению долговой нагрузки Газпрома. Тем не менее, компания имеет высокий запас прочности, так как уровень долга существенно ниже среднерыночного показателя по сектору. Кроме того, Газпром может получить от китайской стороны значительные авансы в счет будущих поставок газа (по аналогии с китайскими контрактами Роснефти).

Рублевые облигации Газпром-4,5,6 имеют низкую ликвидность и котируются с премией к суверенной кривой всего в 90-100 б.п., минимальной для бумаг 1-го эшелона. По нашему мнению, потенциал для ценового роста облигаций Газпрома отсутствует. На рынке евробондов возможность для увеличения позиции в нефтегазовом сегменте предоставляет планируемое размещение бондов ЛУКОЙЛа. В целом мы ожидаем повышения доходностей качественных евробондов в среднесрочной перспективе в условиях сворачивания QE3.

## 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	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

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

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика октября: тлеющий рост

Промышленность: осенняя депрессия

ВВП ростом не вышел

### Инфляция

Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ

### Валютный рынок

Валютные новшества регуляторов пока нейтральны для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

### Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Перспективы рынка ОФЗ с нулевым налогом

### Платежный баланс

Стагнация внешней торговли продолжается

### Ликвидность

Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Повышение коэффициента усреднения до 0,7 с 0,6 позитивно для ликвидности

Аукцион ЦБ: долгожданное лекарство, но не панацея

### Бюджет

Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?

Трансферт в Резервный фонд: быть или не быть?

Казна прирастает доходами

### Долговая политика

Минфин планирует ряд мер для повышения ликвидности рынка ОФЗ

### Банковский сектор

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло

Новые уточнения к Положению №395-П

## 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
Антон Кенякин		(+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
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.