

## Пульс рынка

- ▶ **Опасная ловля падающих кинжалов.** Отскок вверх цен рискованных активов из-за снижения вероятности выхода Греции из зоны евро (по крайней мере, в краткосрочной перспективе) оказался слабым: к закрытию торгов вчера цены сползли вниз, нивелировав большую часть утреннего роста. Помимо позитивных сигналов из Греции другим фактором, удерживающим инвесторов от более активных продаж, является ожидание запуска Китаем дополнительных мер по стимулированию экономики. На этом фоне появляется соблазн открыть длинные позиции по более низким, чем в начале года ценам (например, индекс РТС на 7,4% ниже уровня начала года) в надежде на рост к концу года. На наш взгляд, ситуация в еврозоне еще далека от разрешения и в любой момент может преподнести неприятный сюрприз, что будет удерживать доходности безрисковых активов на рекордно низких уровнях, несмотря на повышение инфляционных рисков и завершение QE2 в конце июня. Фундаментальных факторов для разворота нисходящего тренда пока нет, поэтому попытки "поймать дно" сейчас во многом схожи с ловлей падающих кинжалов. Наиболее безопасной стратегией на российском рынке являются длинные позиции в краткосрочных облигациях эмитентов хорошего кредитного качества, а также короткие спекулятивные позиции в акциях и длинных ОФЗ (доходности которых выглядят заниженными в сравнении со ставками денежного рынка).
- ▶ **Проблемы испанских банков давят на евро.** Основное давление на рынки продолжает оказывать состояние банковской системы Испании, которая, судя по ситуации с Bankia (попросившего у государства дополнительные 19 млрд евро), испытывает дефицит ликвидности. По-видимому, обсуждаемые варианты рефинансирования/докапитализации банковской системы за счет государства (вливания в форме гособлигаций, под залог которых можно получить ликвидность у ЕЦБ) стала основной причиной усиления продаж на рынке госдолга Испании (доходность 10-летних бондов выросла на 20 б.п. до УТМ 6,5%). Высокий уровень ставок для Испании (в сравнении с динамикой ее ВВП) повышает вероятность обращения за внешней помощью (к МВФ и ЕС). Важно также, что проблемы в банковской системе еврозоны Испанией не ограничиваются. Вчера курс евро снизился с 1,26 долл. до 1,253 долл.
- ▶ **Рубль дешевеет вопреки налогам.** Несмотря на то, что отток ликвидности из-за уплаты налога на прибыль был компенсирован эквивалентным приростом задолженности по РЕПО с ЦБ (+96 млрд руб. до 1,2 трлн руб.), напряженность на денежном рынке усилилась, что сопровождалось повышением ставок междилерского о/п РЕПО до 6,5% годовых. Дефицит рублевой ликвидности не останавливает ослабления рубля: вчера корзина выросла на 24 копейки до 35,78 руб. Расширенный сегодня лимит по РЕПО с ЦБ (до 1,3 трлн руб.) способствует снижению ставок и игре против рубля в случае ухудшения внешнего фона.
- ▶ **По данным МЭР, ВВП сокращается 2-й месяц подряд на 0,1% (с учетом сезонности).** Это еще больше настораживает, учитывая корректировку Росстатом инвестиций в основной капитал в сторону повышения на 1-5 п.п. (16,3% в 1 кв. против 11,2% ранее). Ухудшение динамики ВВП МЭР объясняет снижением производственной активности (-0,1% м./м.) при одновременном сокращении инвестиций в основной капитал (-1,4% м./м.), а строительство, напротив, фиксирует рост. Такие "перекосы" мы склонны связывать с завершением строительных работ по крупным инфраструктурным госпроектам. Мы не исключаем, что для ближайших месяцев будет характерно ухудшение динамики инвестиционных и производственных показателей, что будет компенсировано по-прежнему сильной потребительской активностью и не угрожает нашему годовому прогнозу по росту ВВП в 3,7%.
- ▶ **Новый конфликт в TNK-BP.** Не дожидаясь истечения контракта, М.Фридман покинул пост предправления TNK-BP, что было воспринято СМИ как обострение затяжного конфликта между консорциумом ААР и BP, владеющими компанией на паритетной основе. Сейчас структура управления TNK-BP выстроена таким образом, что конфликт между акционерами никак не влияет на ее операционную деятельность. Мы не исключаем некоторого давления на бонды TNK-BP, в частности на выпуск TNK-BP 20, который торгуется с дисконтом (15 б.п.) к близкому по дюрации LUKOIL19.

## Темы выпуска

- ▶ **Лукойл: на пути к исправлению**

## Лукойл: на пути к исправлению

Отличные результаты на фоне роста добычи и положительного свободного денежного потока

Вчера Лукойл (BBB-/Baa2/BBB-) опубликовал сильные результаты по итогам 1 кв. 2012 г. по стандартам US GAAP. Компании удалось увеличить суточную добычу нефти на 1,2% кв./кв. до 1 824 тыс. барр. Выручка возросла на 2% при опережающей динамике EBITDA (+21% кв./кв.). Более того, Лукойлу удалось продемонстрировать положительный свободный денежный поток в размере 1,46 млрд долл.

### Ключевые финансовые показатели Лукойла

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2011	изм.
Выручка	35 261	34 549	+2%	29 626	+19%
Операционная прибыль	4 042	1 647	+145%	3 872	+4%
Операционная рентабельность	11,46%	4,77%	+6,7 п.п.	13,07%	-1,6 п.п.
ЕБИТДА	5 146	4 267	+21%	4 934	+4%
Рентабельность по ЕБИТДА	14,59%	12,35%	+2,2 п.п.	16,65%	-2,1 п.п.
Чистая прибыль	3 789	1 345	+182%	3 284	+15%
Чистая рентабельность	10,75%	3,89%	+6,9 п.п.	11,08%	-0,3 п.п.
Операционный поток	3 880	2 215	+75%	3 715	+4%
Капитальные вложения	-2 421	-2 668	-9%	-1 702	+42%
Свободный денежный поток	1 459	-453	-	2 013	-28%
в млн долл., если не указано иное	31 мар. 2012			31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 398			9 092	+3%
Краткосрочный долг	2 006			1 792	+12%
Долгосрочный долг	7 392			7 300	+1%
Чистый долг	5 038			6 182	-19%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,26x			0,32x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Структура выручки изменилась в пользу зарубежных рынков

В 1 кв. 2012 г. выручка Лукойла от реализации сырой нефти снизилась на 16% кв./кв., т.к. компания сократила трейдинговые операции, в результате чего закупки сырой нефти уменьшились на 38% кв./кв.

Снижение выручки от продаж сырой нефти было компенсировано ростом доходов от реализации нефтепродуктов (+9% кв./кв. до 25,6 млрд долл.) как за счет увеличения объемов продаж в натуральном выражении (+5% кв./кв. до 27,5 млн т), так и роста средней цены реализации на оптовых (+6% кв./кв. в России, +5% кв./кв. за рубежом) и розничных рынках (+3% кв./кв. в России, +3% кв./кв. за рубежом).

Рост рентабельности на фоне роста экспортных цен

В 1 кв. 2012 г. Лукойл существенно увеличил операционную рентабельность за счет перераспределения потоков сырой нефти и нефтепродуктов. Компания сократила продажи нефтепродуктов в РФ (-14% кв./кв. до 4,34 млн т) из-за падения рентабельности на внутреннем рынке, но увеличила экспорт и реализацию нефтепродуктов на зарубежных рынках (+9% кв./кв.). Также возрос экспорт сырой нефти (+1% кв./кв. до 65,2 млн барр.). Улучшению рентабельности также способствовало отставание экспортных пошлин от роста цен на нефть, что привело к увеличению рентабельности экспорта с 49,4% в 4 кв. 2011 г. до 53% в 1 кв. 2012 г. В результате показатель ЕБИТДА, по нашим оценкам, увеличился на 21% кв./кв. до 5,15 млрд долл.

Эффективная ставка в 9% поддержала чистую прибыль

Чистая прибыль превзошла даже самые оптимистичные прогнозы (+182% кв./кв. до 3,79 млрд долл.) на фоне сокращения налоговых отчислений (-49% кв./кв.) и снижения эффективной налоговой ставки с 48% в 4 кв. 2011 г. до 9% в 1 кв. 2012 г. Однако мы ожидаем нормализации эффективной налоговой ставки по результатам года в целом.

**FCF пока в  
положительной зоне**

Операционный денежный поток компании вырос на 75% кв./кв. до 3,9 млрд долл., что значительно превзошло объем капвложений за период (2,4 млрд долл., -9% кв./кв.). В результате после 4 кв. 2011 г., когда свободный денежный поток перешел в отрицательную зону, в 1 кв. 2012 г. он восстановился до 1,46 млрд долл. Тем не менее, мы не исключаем, что в целом за 2012 г. этот показатель опять окажется отрицательным из-за резкого роста инвестиций. В этом году суммарный объем капитальных вложений Лукойла (с учетом инвестиций в проект Западная Курна - 2) может превысить 15 млрд долл.

**Добыча нефти  
восстанавливается**

Стоит отметить, что рост инвестиций уже положительно сказался на операционной деятельности. В 1 кв. 2012 г. добыча группы Лукойл увеличилась на 1,2% кв./кв. до 1 824 тыс. барр./сутки. Более того, добыча в Западной Сибири выросла на 1,7% кв./кв. до 1 млн барр./сутки. Добыча в Тимано-Печоре, где расположено проблемное месторождение Южная Хыльчуча, продолжает сокращаться (-1,16% кв./кв. до 43,8 тыс. барр./сутки), но, тем не менее, уже практически не отражается на итоговых результатах компании.

**ЛУКОЙЛ потратит на  
выкуп акций 2-3 млрд  
долл.**

В ходе презентации менеджмент заявил, что компания увеличит дивидендные отчисления до 30% от чистой прибыли к 2016 г. Кроме того, Лукойл намерен дополнительно потратить 2-3 млрд долл. на выкуп собственных акций, которые будут использованы в рамках бонусной программы, а также для возможного их размещения на новых рынках.

**Компания  
рассматривает выход  
на долговые рынки**

Совокупный долг Лукойла незначительно увеличился за квартал (+3% до 9,4 млрд долл.), краткосрочный долг в его структуре по-прежнему составляет ~20% и полностью покрывается запасом денежных средств на балансе (4,1 млрд долл.). Долговая нагрузка компании в терминах Чистый долг/EBITDA сократилась до 0,26х, что, преимущественно, связано с увеличением ликвидности на балансе.

Отметим, что в этом году компания рассматривает выход на долговой рынок при благоприятной конъюнктуре.

**Бумаги Лукойла -  
лучшая альтернатива  
бондам TNK-BP**

В терминах кредитных спредов мы считаем несколько недооцененными длинные выпуски Лукойла. Бумаги LUKOIL 19 торгуются с премией (14 б.п.) к близким по дюрации бондам TNK-BP 20, что, по нашему мнению, обусловлено переоцененностью последних, учитывая одинаковый набор кредитных рейтингов эмитентов.

## 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 апреля: в чем подвох?

### Платежный баланс

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

### Инфляция

Инфляция: на низком старте

### Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Промышленность

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность из бюджета

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

### 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	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.