

## Пульс рынка

---

- ▶ **Греческий оптимизм улетучился - над рынками вновь сгущаются тучи.** Как мы и ожидали, ралли, катализатором которого стали позитивные итоги выборов в Греции, оказалось краткосрочным. Инвесторы вновь переключили внимание на все еще не решенные фундаментальные проблемы Греции: углубляющаяся рецессия (по последним данным, ВВП снизился более чем на 6% в годовом выражении), которая лишь усиливается мерами, навязываемыми еврозоной. Кроме того, появились сомнения в том, что проевропейским партиям Новая Демократия и Пасок удастся сформировать правительство и согласовать программу экономии, принимая во внимание их неустойчивое большинство в парламенте: эти партии получили 42% голосов, тогда как совокупно за анти-европейские партии проголосовало 48% избирателей. Высока вероятность назревания нового политического кризиса в Греции, в результате которого верх возьмет партия СИРИЗА, выступающая за выход из зоны евро. Кроме греческого вопроса новый негатив пришел из Испании: согласно данным ЦБ Испании, показатель NPL в отношении к объему выданных кредитов вырос до 8,7%, максимального за 20 лет уровня. Усиливающиеся опасения того, что вслед за банковским кризисом правительству Испании все-таки придется обратиться за помощью к МВФ, ЕС и ЕЦБ, привели к заметному росту доходностей ее бондов: доходность 10-летнего выпуска подскочила на 28 б.п. до отметки YTM 7,1%, максимальной с декабря прошлого года. Также давления продавцов не удалось избежать и итальянским бумагам: доходность 10-летних бондов поднялась на 15 б.п. до 6,05%. В текущих условиях от ЕЦБ ожидаются масштабные интервенции на рынке суверенного долга, однако пока все антикризисные инициативы не встречают поддержку со стороны Германии, которая по-прежнему настаивает на фискальном союзе. Евро ожидаемо подешевел (до 1,26 долл.), доходности 10-летних BUNDS снизились до YTM 1,40%.
- ▶ **Вновь под давлением дешевающей нефти:** Brent продолжает понижательный тренд, потеряв за последние два дня в цене 2 долл. и снизившись до 95,5 долл. Дальнейшее падение котировок нефти на фоне негативных настроений внешнего рынка (которые могут усилиться по результатам заседания FOMC и неспособности Греции сформировать правительство) приведет к продажам российских евробондов, которые в последнее время находятся в боковом тренде. Сегодня с утра стоимость бивалютной корзины выросла на 16 копеек до 36,42 руб., что вместе с усилением дефицита ликвидности на денежном рынке (до завтра предстоит уплата НДС в объеме 190 млрд руб.) обуславливает снижение цен на рынке рублевых облигаций. Мы сохраняем свою рекомендацию (которая была дана еще в начале мая) занимать короткие позиции в длинных и среднесрочных выпусках ОФЗ.
- ▶ **РСХБ удачно поймал момент.** Воспользовавшись временным улучшением настроений на рынках, РСХБ сумел разместить евробонд RSHB 17 номиналом 500 млн долл. со спредом к среднерыночным свопам в размере 425 б.п., который соответствует купону 5,298% годовых и G-спреду - 452 б.п. В терминах G-спредов новый выпуск был размещен с небольшой премией 15 б.п. к обращающимся близким по дюрации бумагам RSHB 17 (с купоном 6,3% годовых) и RSHB 18 (с купоном 7,75% годовых), которые имеют G-спреды 436 и 439 б.п., соответственно. Несмотря на присутствие премии ко вторичному рынку, мы не рекомендуем покупать новые бумаги, принимая во внимание негативную рыночную конъюнктуру. В длинных бумагах квазисуверенных банков мы сохраняем свою рекомендацию продавать бонды GPB 17 и GPB 19, которые выглядят дорого в сравнении с кривой ВТБ. Не за горами новое предложение на российской "первичке": Газпром объявил о намерении разместить в июле евробонды в объеме 2 млрд долл.

## Темы выпуска

---

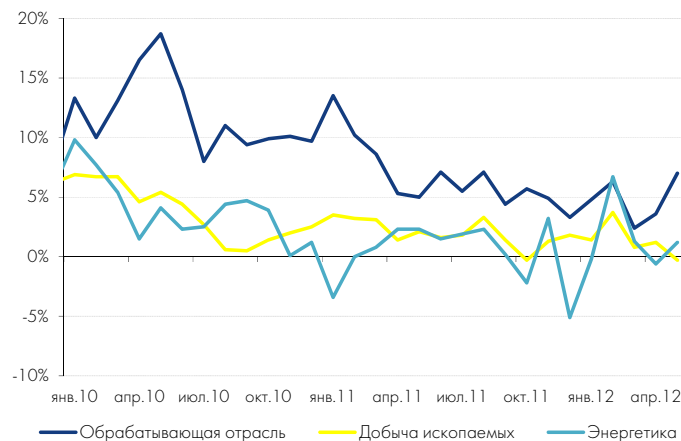
- ▶ **Промышленное производство: обманчивый рост**
  - ▶ **Татнефть: рентабельность превзошла все ожидания**
-

## Промышленное производство: обманчивый рост

Ускорение роста промышленности в мае во многом связано с календарным фактором...

Опубликованные вчера Росстатом данные по промышленному производству в мае 2012 г., хотя и фиксируют более чем трехкратное ускорение роста отечественной промышленности - до 3,7% г./г. против 1,3% г./г. месяцем ранее, тем не менее, пока не позволяют сделать однозначного вывода об улучшении динамики выпуска. На показатель прироста промышленности в годовом выражении мог существенно повлиять календарный фактор - в мае 2012 г. на 1 рабочий день (21 день) больше, чем в 2011 г. В то время как темпы роста выпуска м./м., составившие 3,2%, выше благодаря сравнению с «провальным» апрелем, когда падение выпуска исчислялось -5,4% м./м. О том, что вклад статистических эффектов в увеличение темпов роста промышленности в мае был высок свидетельствует довольно умеренный рост с очищенной сезонностью - 1% против 0,1% в апреле. Более детальный анализ сезонных эффектов демонстрирует, что в действительности промышленность практически стагнирует.

### Динамика основных отраслей промпроизводства, % год к году



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

...и хорошими результатами обрабатывающей промышленности

Ускорение промышленного роста практически полностью объясняется хорошими результатами обрабатывающих отраслей (7% г./г. против 3,6% г./г. в апреле), которые занимая наибольшую долю в индексе, традиционно играют ключевую роль в формировании динамики совокупного показателя, в то время как добыча полезных ископаемых и вовсе продемонстрировала падение на 0,3% г./г. после 1,2% в апреле, а производство и распределение электроэнергии, газа и воды сбавило обороты до 1,2% с 2,6% по сравнению с 1 кв. 2012 г.

Из обрабатывающих производств, лидирующую позицию по темпам роста и вкладу в улучшение динамики общего индекса в мае занимает выпуск транспортных средств, выдающиеся показатели которого отмечены не только в производстве легковых, но и грузовых автомобилей, автобусов, магистральных вагонов. По-прежнему неплохие результаты у производства отдельных видов стройматериалов. Столь заметный рывок выпуска в сфере обработки в мае в том числе обеспечен возвращением к прежним темпам роста в металлургии - выпуск стали и чугуна ускорился втрое, увеличились и темпы роста добычи и производства металлургического сырья - угля и кокса. Именно металлургия, темпы роста которой достаточно стабильны с начала года позволила «вытянуть» промышленные показатели в апреле и в целом остается фундаментальным источником роста для всей промышленности. Косвенным индикатором по-прежнему высокой потребительской активности служит некоторое улучшение показателей пищевой отрасли.

Экспорто-ориентированные отрасли за исключением металлургии сбавили обороты

При этом за пределами указанных категорий, наблюдается менее радужная картина. В целом, в мае продолжилась тенденция апреля, когда при хороших показателях металлургии, другие экспортоориентированные отрасли - нефтепереработка, химия, добыча полезных ископаемых существенно сбавили обороты. С одной стороны это может быть связано с ослаблением внешнего спроса, с другой стороны - со снижением производственной уверенности на фоне удорожания заемных ресурсов и глобальной нестабильности.

### Промышленность не демонстрирует четких негативных сигналов для ЦБ

В то же время, в целом динамика промышленного производства пока не подает столь серьезных негативных сигналов, способных убедить ЦБ в необходимости стимулирования экономического роста путем снижения ставок, тем более что такое решение сейчас нежелательно в свете усиления инфляционных рисков с повышением регулируемых тарифов с 1 июля и исчерпанием эффекта низкой продовольственной инфляции.

## Татнефть: рентабельность превзошла все ожидания

### Сильные результаты за 1 кв. 2012 г.

Татнефть (-/Ba2/BB), одна из крупнейших нефтяных компаний РФ, опубликовала сильные финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по US GAAP. При снижении выручки кв./кв. из-за меньших объемов реализации компании удалось в части рентабельности по EBITDA превзойти даже высокий показатель 1 кв. 2011 г. (26,6%), в то время как на протяжении предыдущих трех кварталов ее уровень составлял в среднем 12,5%. Также компания заметно сократила размер долга со 102,5 до 86 млрд руб., снизив соотношение Чистый долг/EBITDA за квартал с 0,88x до 0,55x.

### Ключевые финансовые показатели Татнефти

В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	151,0	168,1	-10%	151,0	131,7	+15%
ЕБИТДА	41,2	23,2	+78%	41,2	35,0	+18%
Рентабельность по EBITDA	27,3%	13,8%	+13,5 п.п.	27,3%	26,6%	+0,7 п.п.
Чистая прибыль	29,4	16,9	+74%	29,4	25,0	+18%
Операционный поток	37,4	13,0	+2,9x	37,4	22,6	+65%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-18,8	-11,0	+71%	-18,8	-12,9	+46%
Капвложения	-9,2	-10,9	-16%	-9,2	-13,0	-29%
Финансовый поток	-7,6	-1,2	+6,3x	-7,6	-7,1	+7%
в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2012			31 дек. 2011		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	86,0			102,5		-16%
Краткосрочный долг	33,2			40,7		-18%
Долгосрочный долг	52,9			61,8		-14%
Чистый долг	56,7			84,3		-33%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,55x			0,88x		-

\* EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев  
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Снижение выручки из-за меньших объемов продаж на фоне высоких цен

Снижение выручки на 10% кв./кв. до 151 млрд руб. было обусловлено меньшими физическими объемами реализации как сырой нефти (-9% кв./кв. до 5,2 млн т), так и нефтепродуктов (-14% кв./кв. до 1,8 млн т). В большей степени сокращение объемов продаж произошло в ключевом сегменте экспорта в дальнее зарубежье. Объемы добычи компании снизились на 1,3% кв./кв., объемы нефтепереработки - на 3,3% кв./кв. Также Татнефть существенно сократила внешние закупки сырой нефти (в основном, предназначенных для перепродажи) с 775 тыс. т до 240 тыс. т кв./кв. при небольшом снижении закупок нефтепродуктов кв./кв. с 410 до 346 тыс. т. При этом благоприятная ценовая конъюнктура в 1 кв. (котировки Urals в среднем выросли на 14% за квартал, средние цены реализации Татнефти - на 8-10%) полностью не компенсировала сокращение объемов продаж.

**Рентабельность по EBITDA составила рекордные 27,3%**

На этом фоне опережающее сокращение расходов привело к росту EBITDA на 78% кв./кв. до 41,2 млрд руб. и рентабельности по EBITDA - с 14% до рекордных для компании 27,3%. Так, самая большая статья расходов - пошлины и акцизы - сократилась на 13% кв./кв. до 67 млрд руб. Из-за снижения экспортных отгрузок в дальнейшем зарубежье расходы на экспортные пошлины упали на 21% кв./кв. до 39,6 млрд руб., что было частично нивелировано ростом расходов на НДС (+3% до 26,6 млрд руб.) и акцизы (+56% до 241 млн руб.). EBITDA/барр. повысилась с 17,8 до 26,2 млн руб.

Рост рентабельности по EBITDA также был обеспечен сокращением упомянутых ранее внешних закупок нефти и нефтепродуктов, расходы на которые упали на 36% кв./кв. до 12,8 млрд руб. Кроме того, рентабельность поддержало сокращение операционных расходов и прочих коммерческих и административных издержек (которые вернулись к нормальным значениям после высокого уровня 4 кв.).

Тем не менее, на наш взгляд, уже во 2 кв. и до конца 2012 г. рентабельность компании будет снижаться, прежде всего, из-за наблюдаемого падения мировых цен на нефть.

**Операционного потока было более чем достаточно на инвестиции и погашение части долга**

Существенное (почти втрое) увеличение чистого операционного потока до 37,4 млрд руб. относительно предыдущего квартала было обусловлено преимущественно высвобождением средств из оборотного капитала (главным образом, за счет сокращения дебиторской задолженности и предоплат): +12,4 млрд руб. против его финансирования в объеме 8,9 млрд руб. в 4 кв. 2011 г. Операционного денежного потока было более чем достаточно для инвестиционной деятельности (капвложения - 9,2 млрд руб., приобретение депозитных сертификатов - 11,3 млрд руб.), а также погашения части долга компании (7,6 млрд руб.). По итогам квартала накопленные денежные средства на балансе возросли более чем вдвое - до 28 млрд руб.

**Ввод 1 очереди ТАНЕКО позволил пока сократить капвложения**

Капвложения компании снизились за счет сокращения расходов на строительство ключевого инвестпроекта - комплекса нефтеперерабатывающего и нефтехимического заводов (ТАНЕКО). Напомним, что в декабре 2011 г. он был запущен в коммерческую эксплуатацию.

На этот год инвестиционные потребности компании были ранее озвучены 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%). В 1 кв. было израсходовано около 22% от годового плана.

**Долговая нагрузка снизилась еще более**

Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) за 1 кв. снизилась еще больше: до 0,55x с 0,88x как за счет погашения части долга, так и роста операционной прибыли.

**Значительная доля краткосрочного долга, но риски рефинансирования незначительны**

Мы отмечаем, что около 39% всего долга Татнефти приходится на краткосрочную задолженность (31,5 млрд руб.), а на последующие 2 года - еще 53% долга (45 млрд руб.). Вместе с тем риски рефинансирования незначительны, поскольку компания имеет достаточный запас ликвидности (денежные средства в размере 28 млрд руб., а также краткосрочные инвестиции на сумму 21,5 млрд руб., из них 11,3 млрд руб. в виде депозитных сертификатов). Кроме того, у Татнефти зарегистрировано 9 выпусков биржевых облигаций общим номиналом 45 млрд руб., которыми компания может воспользоваться при необходимости.

**Торговых идей в рублевом выпуске нет**

Единственный обращающийся выпуск рублевых облигаций компании Татнефть, БО-01 (5 млрд руб., погашение в сентябре 2013 г.) неликвиден. Последние сделки проходили с YTM 8,0%, @ сентябрь 2013 г., что предполагает слишком узкий (для второго эшелона) спред к кривой ОФЗ (в размере 130 б.п.). Стоит отметить, что бумага входит в список РЕПО с ЦБ (дисконт - 15%).

## 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	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
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.