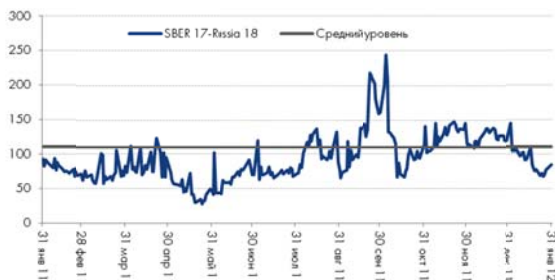


Пульс рынка

- ОФЗ 26205 интересны в рамках краткосрочной спекулятивной стратегии. На сегодняшнем аукционе по доразмещению ОФЗ Минфин предложит 9,5-летний выпуск 26205 в объеме 35 млрд руб. с ориентиром YTM 8,3-8,4%, что соответствует цене 95,97-96,57% от номинала. Учитывая, что вчера сделки проходили на уровне 96,63% от номинала, озвученный ориентир предполагает небольшой дисконт по цене в размере 10-70 б.п. (и премию по доходности) ко вторичному рынку. Мы не исключаем, что текущий оптимистичный настрой участников рынка, благодаря которому за последнюю неделю котировки длинных ОФЗ выросли на 1-2 п.п. (в частности, с прошлой среды ОФЗ 26206 подорожали на 1,14 п.п. до 99%), а также снижение ставок денежного рынка позволят сформировать спекулятивный спрос на весь предлагаемый объем. Мы рекомендуем в рамках краткосрочной спекулятивной стратегии выставлять заявки на уровне 96,0-96,3% от номинала.
- Пополнение в очереди на "первичку".** РСХБ (-/Baa1/BBB) сегодня открывает книгу заявок на покупку БО-2 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 8,42-8,68% к 1,5-годовой ofercie. Принимая во внимание выпуск ВТБ БО-3 (по которому недавно была закрыта книга заявок), котирующийся на форвардном рынке с YTP 8,11% к годовой ofercie, мы оцениваем справедливое положение выпуска РСХБ БО-2 на уровне YTP 8,6%, с учетом премии за дюрацию 50 б.п.
- Сбербанк использует окно для размещения евробондов по рынку...** После road show Сбербанк (-/Baa1/BBB) разместил 5-летний бонд номиналом 1 млрд долл. с YTM 4,95%, а также 10-летний бонд номиналом 500 млн долл. с YTM 6,125%. Исходя из среднего значения спреда близкого по дюрации выпуска SBER 17 к долларovým бондам Russia 18 (YTM 3,94%), мы оцениваем справедливое положение 5-летних бондов эмитента на уровне YTM 4,94%. Новый 10-летнему бонд предлагает премию 30 б.п. к близкому по дюрации SBER 21 (YTM 5,8%). Высокий спрос на бумаги Сбербанка может повысить активность на рынке евробондов.

Премия Сбербанка к суверенной кривой = 110 б.п.



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

- ...а ВЭБ предлагает валютные облигации с заметной премией.** ВЭБ (BBB/Baa1/BBB) начал маркетинг валютных облигаций номиналом 500 млн долл. с ориентиром YTP 3,93%-4,19% к годовой ofercie, что предполагает премию более 100 б.п. к коротким евробондам госбанков (Сбербанк, РСХБ). Кроме того, покупка новых бумаг ВЭБа с продажей 6M/12M NDF на руб./долл. соответствует YTP 9,5-9,76% годовых, предлагая премию в размере 100 б.п. к коротким квазисуверенным рублевым облигациям. Однако стоит учесть низкую торговую ликвидность предыдущих аналогичных выпусков эмитента, что оправдывает предоставление некоторой премии к рынку. Мы оцениваем справедливое положение новых бумаг ВЭБа на уровне YTM 3,50-3,75% и считаем их интересными для покупки ближе к нижней границе ориентира.

Темы выпуска

- ВВП: обманчивый рост
- РусГидро: 2012 год будет нелегким

ВВП: обманчивый рост

Рост ВВП, составивший 4,3%, превзошел все ожидания

Согласно предварительным оценкам Росстата, ВВП в 2011 г. вырос на 4,3%, то есть ровно на столько же, сколько и годом ранее. Результаты превзошли не только наши ожидания (3,8%), но и первоначальные оценки властей, что, главным образом, обусловлено более сильной, чем предполагалось позитивной динамикой внутреннего спроса. Определяющую роль в непростой для российской экономики период сыграла сильная динамика потребления, в то время как инвестиции находились под давлением ухудшающейся внешнеэкономической ситуации.

Наибольший вклад в прирост ВВП приходится на сектор обработки, с/х и строительство

Среди отраслей основной вклад в рост ВВП в 2011 г. по традиции внесла обрабатывающая промышленность (+6,1%), обеспечившая около четверти роста российской экономики. Также высокими темпами производства отличились:

- сельскохозяйственный сектор (+16,1%), где, впрочем, выдающиеся результаты объясняются в основном сравнением с засушливым и неурожайным 2010 г.,
- строительный сектор (+4,8%), восстановление которого подпитывалось госзаказами под реализацию крупных инфраструктурных проектов.

Эти отрасли в совокупности добавили экономике порядка 0,9 п.п. роста. При этом сектор добывающей промышленности обеспечил лишь около 0,2 п.п., транспорт и связь - 0,3 п.п., а вклад энергетики был практически нейтрален.

Потребление превышает вклад инвестиций в рост ВВП

Наиболее внушительный вклад в производство добавленной стоимости (0,9 п.п.) внесла оптовая и розничная торговля - лидирующий в структуре ВВП сектор (почти 20%). На наш взгляд, именно потребление стало тем фактором, который позволил "вытянуть" экономику на 4-процентные темпы роста. По нашим расчетам, роль конечного потребления в приросте ВВП в 2011 г. по сравнению с 2010 г. возросла почти вдвое, составив чуть более 3 п.п. Такие результаты объясняются не столько позитивной динамикой заработных плат (темпы которых хотя и стабильны, но остаются довольно низкими), сколько сокращением сбережений с одновременной активизацией кредитования населения.

В то же время, позитивный эффект от вложений в основные средства снизился до 1,2 п.п., отражая реакцию частных инвестиций на ухудшение внешнеэкономической ситуации. Несмотря на существенное замедление роста импорта в 4 кв. 2011 г., его темпы оставались достаточно высокими, чтобы минимизировать позитивное воздействие увеличения потребительской активности. Вкупе с замедлением роста экспорта это усилило негативный вклад чистого экспорта в прирост ВВП.

Фактор накопления запасов по-прежнему доминирует, но пойдет на спад

Наиболее важным выводом из новых данных является то, что львиную долю роста ВВП по-прежнему объясняет фактор наращивания товарно-материальных запасов. Валовое накопление привнесло, по нашим оценкам, около 5 п.п. роста, причем около 70% - чистое накопление запасов. Его вклад по-прежнему превосходит добавленную стоимость конечного потребления, что не свидетельствует в пользу более качественного роста экономики.

Потребительская активность ограничена динамикой кредитования, инвестиции - ухудшением внешнего фона. Рост замедлится до 3,2% в 2012 г.

Принимая во внимание риски дальнейшего развития кризисных явлений за рубежом, мы не ожидаем, что формирование запасов продолжит оказывать значительную поддержку показателю ВВП в 2012 г. При прогнозируемом нами замедлении кредитования (ввиду сужения ресурсной базы банков) и структурных ограничениях для роста заработных плат потребительский спрос ослабнет.

Возможности для расширения госинвестиций в условиях дефицита бюджета невелики. Доля частных вложений останется низкой под давлением налогов и внешнего фона. Единственный повод для оптимизма, пожалуй, только высокая цена на нефть (~109 долл/барр. в 2012 г.), но ее стабильность больше не является залогом ускорения роста экономики при отсутствии качественных структурных изменений в промышленном производстве. На этом фоне мы ожидаем замедления роста ВВП с 4,3% в 2011 г. до 3,2% в 2012 г.

РусГидро: 2012 год будет нелегким

Результаты 3 кв.
2011 г. оцениваем
нейтрально

Вчера РусГидро (BB+/Ba1/BB+), крупнейшая по установленной мощности генерирующая компания в РФ, опубликовала неаудированную сокращенную отчетность по МСФО за 9М 2011 г., которую мы оцениваем в целом нейтрально.

Ключевые финансовые показатели

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	32 424	93 982	-2,9x	196 767	298 960	-34%
Выручка без учета группы выбытия	32 424	27 458	+18%	100 982	89 497	+13%
ЕБИТДА	12 206	15 449	-21%	53 642	50 598	+6%
Рентабельность по ЕБИТДА	37,6%	16,4%	+21,2 п.п.	27,3%	16,9%	+10,4 п.п.
Операционная прибыль	9 201	12 289	-25%	43 053	41 540	+4%
Операционная рентабельность	28,4%	13,1%	+15,3 п.п.	21,9%	13,9%	+8,0 п.п.
Чистая прибыль	6 106	6 411	-5%	33 159	27 873	+19%
Операционный поток				48 524	21 122	+2,3x
Инвестиционный поток, в т.ч.				-42 452	-60 184	-29%
Капвложения				-39 540	-37 083	+7%
Финансовый поток				8 100	15 578	-1,9x

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	49 472	48 950	+1%
Краткосрочный долг	3 970	3 313	+20%
Долгосрочный долг	45 502	45 637	0%
Чистый долг	10 237	- 2 737	-
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,19x	отриц.	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост сопоставимой
выручки был
обеспечен
увеличением отпуска
энергии с Саяно-
Шушенской ГЭС и
повышением цен**

Сопоставимая выручка (без учета деконсолидированных в марте 2011 г. 5 энергосбытовых компаний) выросла на 13% г./г. за 9М 2011 г. и на 18% г./г. в 3 кв. 2011 г. благодаря восстановлению работы агрегатов на Саяно-Шушенской ГЭС (несмотря на то, что работают только 4 из 10 гидроагрегатов, объем выработки почти достиг доаварийных показателей за счет стабильно высокой суточной нагрузки), улучшения гидрологических условий в Сибири и оптимизации водопользования на ГЭС Волжско-Камского каскада. Также рост выручки поддержала благоприятная ценовая конъюнктура на оптовом рынке электроэнергии.

**Скорректир. ЕБИТДА
за 3 кв. 2011 г. не
изменился г./г. из-за
увеличения расходов**

Согласно отчетности, показатель ЕБИТДА в 3 кв. снизился на 21% г./г., что мы связываем непосредственно с выбытием энергосбытовых компаний, вклад которых в общий квартальный ЕБИТДА составлял в 2010 г. около 3 млрд руб. С учетом соответствующей корректировки, можно говорить о том, что в 3 кв. 2011 г. этот показатель остался на уровне 3 кв. 2010 г.

Давление на него в 2011 г. оказали возросшие тарифы сетевых компаний и увеличение расходов компании на персонал в связи с расширением штата для обслуживания новых вводимых мощностей. Кроме того, компания получила убыток в размере 1,1 млрд руб. преимущественно из-за списания результатов проектно-изыскательских работ по проекту Эвенкийской (Туруханской) ГЭС. Его реализация была отложена после дополнительного изучения. Прибыль ЕБИТДА за 9М 2011 г. превысила на 6% показатель 2010 г. (с учетом корректировки, +18% г./г.), что было обеспечено ростом нерегулируемых цен и завершением либерализации оптового рынка электроэнергии.

Операционные данные за 2011 г. (рост выработки на 7% г./г. против 5% г./г. за 9М 2011 г.) и сезонное сохранение высоких цен на электроэнергию позволяют предполагать продолжение позитивной динамики выручки и ЕБИТДА компании в 4 кв. 2011 года.

В 2012 г. ожидаем ухудшения показателей в связи с исключением ЦИС

Однако в 2012 г. мы ожидаем ухудшения финансовых показателей, поскольку с этого года средняя отпускная цена для потребителя, по требованию властей, должна быть снижена на 12,5%. Речь идет об исключении так называемой целевой инвестиционной составляющей (ЦИС) из тарифов РусГидро (объем ЦИС на 2012 г. был запланирован на уровне 17,9 млрд руб.). В 2011 г. ЦИС для РусГидро предусматривалась на уровне 17 млрд руб., однако была урезана до 13 млрд руб.

Инвестиции в размере 42,5 млрд руб., в том числе капвложения - 39,5 млрд руб., были полностью профинансированы из операционных денежных потоков компании и накопленных денежных средств. Общая сумма инвестпрограммы на 2011 г. была запланирована на уровне 78 млрд руб. (без учета совместного с РУСАЛом проекта БЭМО, осуществляемого за счет кредитных средств ВЭБа, финансирование данного проекта не отражается на балансе РусГидро). Таким образом, в 4 кв. компании должна была освоить еще до 38,5 млрд руб. В ноябре 2011 г. компания привлекла кредит Сбербанка на 40 млрд руб., что полностью покрывает потребности РусГидро в заемном капитале в ближайшее время.

Согласно ранее утвержденной программе, инвестиции РусГидро в 2012 г. должны были составить 103,6 млрд руб., в 2013 г. - 95,6 млрд руб. По данным Интерфакса, в связи с исключением ЦИС из тарифа и, следовательно, снижения доходов, программа капвложений компании была сокращена до 88,9 млрд руб. в 2012 г. и до 78,1 млрд руб. в 2013 г.

Размер совокупного долга РусГидро практически не изменился за 3 кв. 2011 г., составив 49,5 млрд руб., доля краткосрочной задолженности по-прежнему остается низкой - менее 10%. Тем не менее, в результате сокращения денежных средств на балансе на 12,5 млрд руб. (для финансирования возросших в 3 кв. 2011 г. инвестиций при снижении операционного денежного потока) чистый долг вырос до 10,2 млрд руб. (на конец 1П 2011 г. он был отрицательным), а его отношение к LTM EBITDA достигло 0,19х.

Долговая нагрузка продолжит расти

По нашим оценкам, долговая нагрузка компании продолжит расти в связи с необходимостью финансирования восстановления Саяно-Шушенской ГЭС и реализации других инвестпроектов: Нижне-Бурейской ГЭС, Загорской ГАЭС-2.

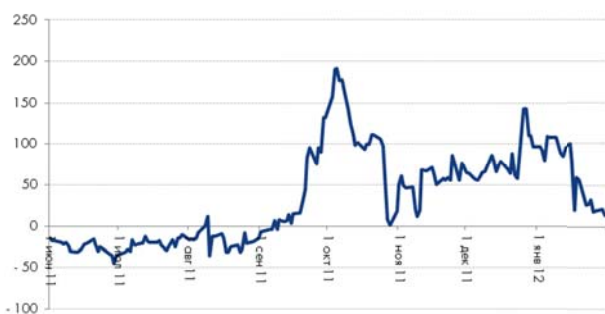
Обращающиеся выпуски погашаются через 4-5 лет

Обращающиеся выпуски РусГидро общим номиналом 40 млрд руб. (почти весь долг компании) погашаются через 4-5 лет: рублевые еврооблигации RusHydro15 номиналом 20 млрд руб. с погашением в 2015 г. и 10-летние рублевые выпуски РусГидро-01,02 с офертой в 2016 г.

Наша рекомендация покупать бонд RusHydro 15 оправдалась, бумаги сейчас выглядят справедливо оцененными

В нашем ежедневном комментарии от 5 октября 2011 г. мы рекомендовали покупать рублевые евробонды RusHydro 15, которые на тот момент предлагали YTM 11%, считая их недооцененными в сравнении с близкими по дюрации рублевыми облигациями РусГидро-1,2 (спред превышал 100 б.п.). Наша рекомендация оправдалась: котировки бондов RusHydro 15 выросли с 91,45% до 97,39% от номинала. На текущий момент мы нейтрально смотрим на обращающиеся выпуски эмитента, хотя и не исключаем, что в будущем спред RusHydro15-РусГидро-1,2 примет отрицательные значения (по аналогии с Russia 18 - ОФЗ 26204 = -70 б.п.).

Спред RusHydro 15 - РусГидро-1,2 вышел в ноль



Динамика цены и доходности RusHydro 15



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

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.