

Пульс рынка

- ▶ **Умеренное сокращение QE3 не испугало рынки.** Итогом завершившегося вчера заседания FOMC стало объявление о начале сворачивания программы выкупа активов на 10 млрд долл. (по 5 млрд долл. для UST и ипотечных бумаг) до 75 млрд долл./мес. Несмотря на то, что для большинства инвесторов такое решение было неожиданным (согласно опросу Bloomberg, 2/3 респондентов не предполагало сворачивания QE3 до конца года), американские индексы отреагировали повышением котировок (+1,6%), обновив очередные максимумы. По-видимому, такая динамика отражает заметное улучшение состояния экономики США (прежде всего, по мнению членов FOMC) в условиях весьма медленного сокращения стимулов (по некоторым оценкам, его вполне можно было начать еще в сентябре). Представители ФРС заверили инвесторов в том, что ключевые ставки будут сохранены на нуле в течение продолжительного времени (после того, когда программа QE будет завершена). Также Б. Бернанке заявил, что начало сворачивания QE не означает сокращение объемов выкупа на каждом следующем заседании. Рынок UST отреагировал естественным повышением доходностей (10-летние бонды прибавили 5 б.п. до YTM 2,89%, ниже локальных максимумов летом этого года), что сегодня окажет небольшое давление на котировки бондов GEM. Отметим, что помимо сокращения интервенций ФРС в 2014 г. на рынок UST будет оказывать влияние высокий объем рефинансирования госдолга США. В условиях дефицитного бюджета Казначейству США придется искать спрос со стороны иностранных инвесторов для того, чтобы рефинансировать 3 трлн долл., или четверть всего долга (за счет локальных инвесторов, вероятно, удастся реализовать лишь 40%, исходя из их текущей доли), скорее всего, предлагая премии на аукционах.
- ▶ **Аукцион ОФЗ: инвесторы поставили на предновогоднее ралли.** Вчера Минфину удалось реализовать почти весь предложенный объем 10-летних ОФЗ 26215 (88% из предложенных 21,5 млрд руб.), несмотря на отсутствие премии ко "вторичке" (средневзвешенная доходность была определена по верхней границе ориентира YTM 7,83%). Размещение 2,5-летних ОФЗ 25082 инвесторы решили "обойти стороной": из предложенных 19,6 млрд руб. было реализовано лишь 350 млн руб. (ориентир предполагал некоторую премию). Такие результаты свидетельствуют, что большинство инвесторов поставило на предновогоднее ралли. В то же время потенциал для снижения доходностей краткосрочных ОФЗ отсутствует в связи с почти нулевой премией над о/п ставками денежного рынка (мы ожидаем улучшения ситуации с ликвидностью не ранее 27 декабря). Стоит констатировать, что Минфину в этом году удалось привлечь на публичных рынках больший объем средств (350 млрд руб. на внутреннем рынке и ~7 млрд долл. на евробондах), чем требуется для покрытия бюджетного дефицита (по официальным оценкам, ~378 млрд руб.), без предоставления заметных премий. В начале 2014 г. конъюнктура будет определяться в основном внешними факторами (темпом сворачивания QE3, политикой новой главы ФРС). Некоторую поддержку ОФЗ (прежде всего, коротким бумагам) может оказать традиционное в 1 кв. улучшение ситуации с ликвидностью.
- ▶ **Макростатистика ноября: предновогоднее оживление.** Подавляющая часть макроиндикаторов вопреки ожиданиям продемонстрировали положительную динамику. Так, лучше прогнозов оказались инвестиции: их недавнее падение сменилось небольшим ростом (+0,2% г./г. против -1,9% г./г. в октябре). Основной вклад, судя по всему, внесло капитальное строительство. Если в течение последних месяцев объемы строительных работ падали в среднем на 3% г./г., то в ноябре их снижение оказалось символическим - только 0,3% г./г. Но говорить об изменении тренда некорректно, т.к., с одной стороны, активизация строительства и инвестиций традиционна для 4 кв., когда закрываются годовые инвестиционные планы, а с другой, на улучшении показателей сказался эффект низкой базы конца 2012 г. (тогда начало проявляться замедление инвестиций). Позитивно удивляет динамика розничного сектора: рост оборота розничной торговли ускорился до 4,5% г./г. против 3,6% г./г. в октябре, причем вопреки подросшей инфляции (до локального максимума 6,5%). Оживление потребительской активности в целом характерно для ноября, и мы прогнозируем, что показатели декабря могут быть еще лучше из-за предновогоднего всплеска потребления. Нельзя не отметить и то, что увеличение оборота розничной торговли в этом ноябре сопоставимо с темпами конца 2012 г., а тогда реальные зарплаты росли гораздо медленнее. С учетом данных факторов и того, что безработица стабилизировалась (5,4%), такое развитие событий может говорить о реальном улучшении. Мы расцениваем новые данные как умеренно позитивные, но не склонны видеть в них какой-либо "перелом": выход даже на 1,4% роста ВВП (прогноз МЭР) в 2013 г. остается достаточно амбициозной целью.

Темы выпуска

- ▶ **РусГидро: пик инвестиций 2013 г. придется на 4 кв.**

РусГидро: пик инвестиций 2013 г. придется на 4 кв.

Существенный рост г./г. РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовую отчетность за 3 кв. 2013 г. по МСФО. Фактор высокой водности снова сыграл положительную роль, позволив компании существенно улучшить прибыль и рентабельность, при этом долговая нагрузка практически не изменилась.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2013	3 кв. 2012	изм.
Выручка	73,5	66,0	+11%
Операционные расходы	64,4	61,3	+5%
ЕБИТДА	15,6	12,2	+28%
Рентабельность по ЕБИТДА	21%	18%	+3 п.п.
Чистая прибыль (скорр.)	8,4	5,6	+50%
Чистая рентабельность (скорр.)	11%	8%	+3 п.п.
Операционный поток	5,8	4,8	+23%
Капвложения	-14,8	-19,9	-25%
Свободный денежный поток	-9,0	-15,1	-

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	177,3	169,4	+5%
Краткосрочный долг	77,5	74,7	+4%
Долгосрочный долг **	99,8	94,7	+5%
Чистый долг	137,9	118,2	+17%
Долг/ЕБИТДА LTM **	2,4x	2,4x	
Чистый долг/ЕБИТДА LTM **	1,8x	1,7x	

*без учета гарантий по БЭМО

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост операционных показателей... В июле-сентябре показатели выработки э/э на ГЭС в Сибири (+102% г./г.), на Юге (+31% г./г.) и на Дальнем Востоке (+13% г./г.) оставались существенно выше средних многолетних значений. Некоторое снижение наблюдалось только в Центральной России (-2% г./г.).

...позволил компенсировать снижение цен в Сибири Несмотря на существенное падение цен в Сибири (фактическая средняя цена реализации РусГидро снизилась на 24% г./г.) и не слишком впечатляющий рост в европейской части РФ (+10% г./г., т.е. ниже темпов роста цен на газ), значительный рост выработки позволил заметно нарастить прибыль.

Рост рентабельности ЕБИТДА за счет ГЭС Очевидно, что рост производства на ГЭС, которые не несут топливных издержек, в силу чего являются наиболее рентабельными производителями электроэнергии на рынке, положительно сказался на показателях РусГидро: и маржа ЕБИТДА, и чистая рентабельность компании выросли на 3 п.п.

Ждем роста инвестиций в 4 кв. 2013 г. Инвестиции снизились на 25% г./г., при этом за 9М 2013 г. они достигли ~38 млрд руб (51% нашего прогноза на год). При этом в 4 кв. 2013 г. мы ждем их значительного роста (и отрицательного свободного денежного потока) в связи с тем, большая часть объектов сдается/принимается на баланс традиционно в последнем квартале года. Тем не менее, капвложения за 2013 г., по нашим оценкам, будут меньше, чем в 2012 г. на ~10%.

Озвученные ориентиры по ЕБИТДА на 2013 г. выглядят консервативно Озвученный вчера ориентир по ЕБИТДА на 2013 г. в 70 млрд руб., на наш взгляд, выглядит консервативно. С учетом того, что менеджмент ожидает, что производственные результаты будут «не хуже уровня 4 кв. 2012 г.», тогда как ЕБИТДА за 9М достигла 52 млрд руб., этот ориентир подразумевает снижение прибыли в 4 кв. г./г. на 22%. По нашим же оценкам, ЕБИТДА за 2013 г. превысит 73 млрд руб. По словам главы РусГидро Е. Дода, с учетом прогноза по ЕБИТДА показатель Долг/ЕБИТДА компании по итогам года будет «чуть меньше 3х».

Рублевые облигации РусГидро-7,8 не отличаются торговой ликвидностью, последние сделки проходили на уровне YTP 8,5% @ февраль 2018 г. (=ОФЗ + 144 б.п.), что соответствует, скорее, бумагам 1-го эшелона. Более интересным вариантом является рублевый евробонд RusHydro15, который котируется на уровне YTM 8,25% @ октябрь 2015 г. (=ОФЗ + 200 б.п.).

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

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	

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.