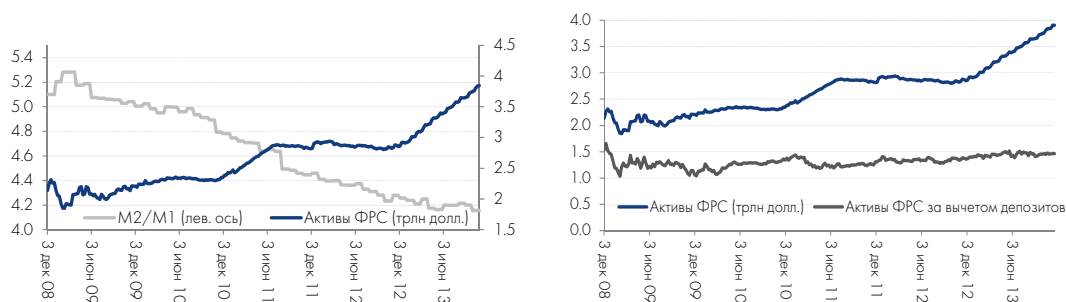


Пульс рынка

- Американский рынок жилья не порадовал инвесторов.** Объем незавершенных сделок в октябре снизился на 0,6% м./м., что хуже ожиданий (+1,1%), но заметно лучше состояния рынка в предшествующий месяц (-4,6%). Негативная динамика отражает в основном эффект от приостановки работы правительства, которая "отпугнула" покупателей недвижимости, также сказалось и повышение процентных ставок по ипотеке. Сегодня из статистики интерес представляет значение индекса потребительской уверенности.
- Программы QE "не прижились" в американской экономике.** Основным фактором неопределенности для рынков остается время начала сворачивания QE. Это является следствием, в том числе, противоречивых сигналов со стороны ФРС. Так, Б. Бернанке и Дж. Йеллен считают, что сворачивание преждевременно, но, по мнению большинства членов комитета (исходя из протокола последнего заседания FOMC), сокращение объема выкупа активов должно начаться в ближайшие месяцы. На этом фоне возникают спекуляции на тему эффективности программ QE, которые в 2009 г. в основном были направлены на покрытие "дыры" в банковском секторе на фоне массовых дефолтов по ипотеке, а затем - на стимулирование кредитной активности. Если с первой задачей удалось справиться "на отлично", то о второй такого не скажешь. Несмотря на рост активов ФРС (2 трлн долл. в 2008 г., сейчас 4 трлн долл.), в основном, за счет необеспеченной эмиссии денег на выкуп UST и MBS, кредитная активность банков США стабильно снижается, о чем свидетельствует отношение M2/M1 (с 5,1x до 4,2x). Это отражает как нежелание банков принимать избыточный кредитный риск (и из-за невысокого запаса капитала), так и низкий спрос на кредиты (из-за слабого роста экономики). Почти все средства, "напечатанные" ФРС, возвращаются обратно на ее депозиты (разница между активами ФРС и депозитами стабильна - ~1,5 трлн долл.). В итоге получается, что программы QE2-3 оказались неэффективными: до реального сектора деньги так и не дошли (потребительская инфляция остается вблизи минимумов). Конечно, можно было бы сделать отрицательной ставку по депозитам ФРС, но не факт, что банки начнут активнее кредитовать. Одними из немногих, оказавшихся в выигрыше от QE, стали бонды UST и рынок акций (причем, в основном, американский), который, несмотря на отсутствие заметных улучшений в реальном секторе, почти ежедневно обновляет максимумы. Как следствие, при сворачивании QE под наибольшим давлением продавцов окажутся индексы акций развитых стран, пострадают и долговые рынки GEM вслед за повышением доходностей UST.

"Печатный станок" так и не восстановил кредитную активность



Источник: ФРС, оценки Райффайзенбанка

- Рубль штурмует новые высоты.** Сегодня на открытии торгов корзина подскочила до 38,27 руб., максимума с сентября 2013 г. Недавнее падение цен на нефть (из-за достижения договоренностей с Ираном) прекратилось и, как мы полагаем, во многом уже отыграно. Вкупе со сдержанной реакцией зарубежных рынков на новостной фон из США (что, соответственно, не должно было привести к коррекции на российском валютном рынке) это говорит о внутренних факторах как источнике ослабления курса. Мы не склонны переоценивать "фактор Мастер-банка", но отмечаем наличие сильного спроса на валюту со стороны нескольких локальных игроков, причем достаточного, чтобы нивелировать сезонные продажи валюты экспортерами. Также придать импульс ослаблению рубля могли и участвовавшие сдвиги границ коридора ЦБ: при текущей интенсивности интервенций (200 млн долл. в день, 37,65-38,65 руб.), по нашим оценкам, по 2 сдвига на 5 коп. в неделю. Следующий сдвиг мы ждем сегодня. В дополнение к прямому воздействию на рубль это может приводить к формированию спекулятивных ожиданий ослабления курса.

Темы выпуска

- АФК Система: почти все активы работали в плюс**
- Башнефть: рост добычи и контроль над расходами**

АФК Система: почти все активы сработали в плюс

АФК Система (BB/Ба3/BB-) представила финансовую отчетность за 3 кв. 2013 г. по US GAAP, которая произвела на нас положительное впечатление.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	3 кв. 2012	изм.
Выручка	9 251	8 473	+9%	8 778	+5%
OIBDA	2 445	2 130	+15%	2 438	0%
Рентабельность по OIBDA	26,4%	25,1%	+1,3 п.п.	27,7%	-1,3 п.п.
Чистая прибыль	1 614	940	+72%	956	+69%
Операционный денежный поток	2 440	1 385	+76%	1 432	+70%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	178	-878	-	101	+76%
Капвложения	-926	-805	+15%	-1 004	-8%
Финансовый денежный поток	-2 338	475	-	-1 401	+67%
в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	13 349	14 938	-11%		
Краткосрочный долг	2 833	3 006	-6%		
Долгосрочный долг	10 516	11 932	-12%		
Долг/OIBDA LTM *	1,5x	1,7x	-		

*OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка базовых активов росла...

Рост выручки базовых активов кв./кв. был обеспечен Башнефтью (+12% до 4,8 млрд долл.) в результате увеличения объемов продаж нефти и нефтепродуктов (наращивания объемов добычи) и повышения цен на нефть. Увеличение выручки МТС (+2% до 3,15 млрд долл.) произошло за счет роста в сегменте мобильной передачи данных (во многом благодаря стратегии продвижения недорогих смартфонов).

...также как и рентабельность

Рентабельность базовых активов по OIBDA увеличилась с 28,9% во 2 кв. до 30,2% на фоне позитивной динамики выручки и сокращения операционных (в т.ч. транспортных) расходов Башнефти, в то время как маржинальность бизнеса МТС кв./кв. практически не изменилась из-за единоразовых поступлений во 2 кв. 2013 г. (в первую очередь, эффект от достижения мирового соглашения с Altimo в Киргизии). При этом показатель OIBDA МТС повысился на 2% до 1,43 млрд долл., а у Башнефти - на 34% до 970 млн долл.

Долговая нагрузка сегмента снизилась

Долговая нагрузка этого сегмента группы за квартал сократилась на 13% и составила в абсолютном выражении 9,35 млрд долл. (снижение долга МТС на 632 млн долл., у Башнефти - на 799 млн долл.), отношение Долг/LTM OIBDA снизилось до 1,1x с 1,3x на начало квартала.

Развивающиеся активы показали положительную динамику, особенно успешны были МТС Банк и Детский мир

Важно отметить, что в 3 кв. сегмент развивающихся активов в целом показал положительную динамику: выручка выросла на 8,5% кв./кв. до 1,3 млрд долл., причем это происходило во всех компаниях, кроме индийского оператора SSTL (все также влияние прекращения деятельности в 13 округах), сети клиник Медси (сезонное сокращение посещений) и фармацевтической компании Биннофарм. Но совокупно их доля в выручке сегмента не превышает 11%. Наибольший вклад в рост выручки развивающихся активов внесли (1) Детский мир (+26% кв./кв. до 301 млн долл.) за счет повышения эффективности продаж и региональной экспансии и (2) МТС Банк (+14% кв./кв. до 231 млн долл.) благодаря увеличению процентных доходов по кредитам физлицам (рост портфеля на 10% кв./кв. за счет совместного проекта с МТС).

В 3 кв. произошло заметное увеличение прибыльности сегмента на уровне OIBDA с 18,3 до 120,3 млн долл. благодаря в основном (1) успешным результатам МТС Банка (30 млн долл. против убытка -20 млн долл. во 2 кв.), (2) оптимизации затрат Детского мира (рост с 10 до 35 млн долл. за 3 кв.) и (3) индексации тарифов с июля 2013 г. и признания доходов от реализации имущества Башкирской электросетевой компании (с 28 до 45 млн долл.). Стоит отметить, что SSTL продолжает сокращать убытки кв./кв. (с 39 до 35 млн долл.). При этом давление на рентабельность оказал РТИ, его OIBDA сократилась с 17 млн долл. до 1 млн долл. за кв. из-за увеличения доли низкомаржинальных продаж подразделения "Системная интеграция".

Операционный поток полностью покрывает капзатраты

Консолидированный чистый операционный денежный поток, составивший 2,4 млрд долл. (+ 76% кв./кв. в связи с высвобождением средств из оборотного капитала в объеме 693 млн долл. после 628 млн долл. инвестиций во 2 кв.), полностью покрыв капитальные затраты в размере 926 млн долл. (+15 кв./кв.). Рост капвложений происходил, главным образом, у МТС (+25% кв./кв.). В 4 кв. АФК Система ожидает поступления промежуточных дивидендов от своих базовых активов в объеме около 900 млн долл., при этом, по информации менеджмента, в 2014 г. группа ждет получения дивидендов уже от 8-10 своих компаний (против 4 в 2013 г.). Планируемый отток средств на покупку "Башнефть нефтесервисные активы" и "Объединенная нефтехимическая компания" составит ~320 млн долл.

Увеличение дивидендов мы оцениваем негативно

При этом мы несколько негативно оцениваем решение группы об увеличении дивидендных выплат своим акционерам (прогрессивная система), а также планы по дополнительным дивидендам от продажи доли в Русснефти.

Размер денежных средств и их эквивалентов составил по итогам 3 кв. 2,5 млрд долл., что покрывает краткосрочный долг на 87%. Общая долговая нагрузка за 3 кв. снизилась с 1,7х до 1,5х Долг/OIBDA, главным образом, за счет базовых активов группы.

Бонды Sistema 19 выглядели несколько лучше рынка, что привело к сужению спреда Sistema 19 - MOBTEL 20 с 80 до 45 б.п. Обращающиеся рублевые облигации АФК Система неликвидны и котируются почти без премии к МТС. Мы не видим потенциала для ценового роста бумаг эмитента. На рынке евробондов есть более интересные возможности для инвестиций.

Башнефть: рост добычи и контроль над расходами**Башнефть сократила долговую нагрузку и может провести IPO**

Вчера Башнефть (-/Ba2/BV) опубликовала позитивные финансовые результаты за 3 кв. 2013 г. по МСФО. Компания улучшила производственные показатели и увеличила рентабельность по EBITDA. Долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA снизилась до 0,6х, а общий долг - на 24% кв./кв. до 80 млрд руб. Дополнительным положительным фактором для кредитного профиля компании может стать IPO, которое может пройти в 2014 г.

Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	156 571	134 903	+16%	417 054	392 688	+6%
EBITDA	32 216	22 730	+42%	76 169	79 278	-4%
Рентабельность по EBITDA	20,6%	16,8%	+3,8 п.п.	18,3%	20,2%	-1,9 п.п.
Чистая прибыль	7 512	13 268	-43%	32 802	45 537	-28%
Чистая рентабельность	4,8%	9,8%	-5,0 п.п.	7,9%	11,6%	-3,7 п.п.
Операционный денежный поток	36 175	19 816	+83%	58 932	56 412	+4%
Капвложения	-8 707	-8 462	+3%	-22 989	-19 592	+17%
Свободный денежный поток	27 468	11 354	+2,4х	35 943	36 820	-2%
в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.			
Совокупный долг, в т.ч.	80 234	105 832	-24%			
Краткосрочный долг	15 037	14 879	+1%			
Долгосрочный долг	65 197	90 953	-28%			
Чистый долг	57 504	77 839	-26%			
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,60х	0,83х	-			

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Башнефть увеличила объемы реализации нефти и нефтепродуктов

В 3 кв. 2013 г. выручка выросла на 16% кв./кв. до 156,6 млрд руб. за счет увеличения доходов от реализации продуктов переработки на 15,4% кв./кв., почти до 124 млрд руб. Так, продажи нефтепродуктов возросли на 5,2% кв./кв. до 5,35 млн тонн. Главным драйвером роста стал внутренний рынок как за счет увеличения объемов продаж (+8,1% кв./кв.), так и благодаря повышению внутренних цен. Повысилась и выручка от продажи нефти (+21% кв./кв.), отражая рост цен на мировых рынках и объемов продаж (+13,2% кв./кв.).

**Запуск добычи в
Тимано-Печоре
улучшил показатели**

Напомним, в августе Башнефть и ЛУКОЙЛ запустили добычу на месторождениях им. Требса и им. Титова. В результате суммарная добыча Башнефти выросла на 5,3% кв./кв. до 4,13 млн тонн. Переработка сырой нефти на НПЗ также увеличилась - на 5,1% кв./кв. до 5,55 млн тонн, (все еще существенно выше объемов собственной добычи). Разработка данных месторождений должна позволить компании увеличить покрытие переработки собственной нефтью. В 2013 г. на месторождениях планируется добыть ~300 тыс. тонн, а в 2014 г. - 0,9 млн тонн. Пиковый уровень добычи в 4,8 млн тонн ожидается к 2020 г.

**Повышение
рентабельности за
счет контроля за
расходами**

Рентабельность по EBITDA возросла до 20,6% с 16,9% кварталом ранее. Кроме роста цен на нефть и нефтепродукты поддержку оказало сокращение производственных и операционных расходов, которые снизились на 2% кв./кв. до 14,97 млрд руб. В результате рентабельность по показателю EBITDA на барр. собственной добычи нефти увеличилась на 30% до 33,4 долл./барр.

**Снижение рабочего
капитала поддержало
свободный денежный
поток**

В 3 кв. чистый операционный денежный поток вырос на 83% кв./кв. благодаря снижению оборотного капитала на 10,4 млрд руб. До учета изменений в рабочем капитале операционный денежный поток повысился на 38% кв./кв. Кап вложения увеличились всего на 2,9% кв./кв. до 8,7 млрд руб. В результате свободный денежный поток вырос на 42% кв./кв. до 27,5 млрд руб. Капитальные вложения за 9М 2013 г. составили 23 млрд руб. Мы ожидаем их роста в 4 кв. 2013 г., но полагаем, что Башнефть сможет профинансировать их за счет собственных средств.

**Башнефть проведет
IPO в 2014 г.**

По информации менеджмента АФК Система, проведение IPO Башнефти возможно во второй половине 2014 г. При этом рассматривается вариант размещения, который может включать продажу новых и существующих акций Башнефти одновременно. Размер пакета еще находится в стадии обсуждения.

**Облигации Башнефти
выглядят дорого**

Рублевые выпуски Башнефти не отличаются высокой ликвидностью и котируются на уровне YTP 8,7% @ февраль 2020 г. (Башнефть-7,9) и YTP 8,4% @ февраль 2018 г. (Башнефть-6,8), что соответствует премии к кривой ОФЗ в 140-150 б.п. Как мы и предполагали, премия корпоративных облигаций к ОФЗ сократилась, однако, произошло это, главным образом, за счет роста доходностей ОФЗ. Мы считаем, что облигации Башнефти выглядят дорого.

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

«Мантры» стимулирования экономики

Промпроизводство РФ в августе: на нуле

Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом

Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Приватизация - не панацея

Досрочное "распечатывание" ФНБ

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Бюджетная арифметика вселяет надежды

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

Новые уточнения к Положению №395-П

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

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 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 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.