

30 октября 2013 г.

Пульс рынка

- **Инвесторы уверены, что сворачивания QE не будет.** Спад потребительской уверенности в октябре (под влиянием приостановки работы американского правительства) является еще одним сильным аргументом в пользу того, что FOMC не станет сворачивать QE в среднесрочной перспективе (как минимум до начала следующего года). Об отсутствии инфляционных рисков свидетельствует значение индекса цен производителей PPI, которое с поправкой на сезонность снизилось с 1,4% г./г. в августе до 0,3% г./г. (за счет более низких г./г. цен на газ). Американские индексы акций прибавили 0,6%, доходности 10-летних UST опустились ниже YTM 2,49%.
- **Внешний фон не предполагает ажиотажа спроса.** Сегодня Минфин предложит 10-летние ОФЗ 26215 и 4-летние ОФЗ 25081 в объеме 10 и 25 млрд руб., соответственно. Озвученные ориентиры YTM 7,29-7,34% и YTM 6,70-6,75% не предполагают никакой премии по длинным и 1 б.п. по коротким облигациям. С прошлой среды (когда ведомству удалось реализовать все предложенные ОФЗ на сумму 30 млрд руб. с заметным превышением спроса над предложением) конъюнктура на рынке несколько ухудшилась, в результате чего корзина подорожала на 45 копеек до 37,50 руб., а выпуск ОФЗ 26215 подешевел на 50-60 б.п. (продавцы доминировали и вчера). Отсутствие премии в текущих рыночных условиях, по нашему мнению, не позволит сформировать высокий спрос, как следствие, размещения пройдут по верхним границам ориентиров (при этом есть риск, что Минфину не удастся реализовать весь объем). Интерес со стороны нерезидентов обусловлен относительно большой премией ОФЗ над уровнем инфляции (+120 б.п. по 10-летним бумагам). Однако в краткосрочной перспективе факторов для ценового роста ОФЗ, по нашему мнению, нет (в том числе по причине высокого навеса предложения - чтобы выполнить план Минфину нужно размещать по 25-30 млрд руб. в неделю).
- **Вариант докапитализации ВЭБа (BBB/Baa1/BBB) через "суборды".** По данным СМИ, одним из возможных вариантов решения проблемы докапитализации ВЭБа является переоформление депозитов ФНБ в субординированные инструменты (на 1 октября их объем составлял 474 млрд руб. и 6,25 млрд долл.), в этом случае срок их погашения будет не менее 15 лет с момента переоформления. По оценкам экспертов, институту развития требуется увеличить капитал на 400 млрд руб. для того, чтобы достаточность капитала стала адекватной объему кредитов, выданных на нерыночных условиях. Отметим, что поскольку ВЭБ не является банком, на него не распространяются нормативные требования со стороны ЦБ РФ. Деятельность банка, включая минимальный уровень достаточности капитала, определяется его Наблюдательным советом. По нашему мнению, другим вариантом решения вопроса с капиталом ВЭБа могло бы стать снижение минимальной планки достаточности капитала (в соответствии с Меморандумом о финансовой политике ВЭБа, 10%) или ее отмена (в случае института развития это не несет каких-либо рисков), однако это может быть негативно воспринято рейтинговыми агентствами. В настоящий момент бонды VEB 20, VEB 22 торгуются с премией к кривой Сбербанка (-/Baa1/BBB), наличие которой мы считаем неоправданным (традиционно бумаги ВЭБа котируются с небольшим дисконтом к бондам Сбербанка).
- **Мечел продал долю в Ванино.** Группа Мечел (Moody's: B3) в лице ООО "Мечел-Транс" продала около 28% уставного капитала ОАО "Ванинский морской торговый порт" стороннему инвестору (информация о том, кому именно не раскрывается) за 5,04 млрд руб. Полученные средства выглядят незначительно в сравнении с общим объемом чистого долга Мечела: 9,6 млрд долл. на 1 кв. 2013 г. (компания так и не опубликовала отчетность по МСФО за 2 кв.), что соответствует 8,4х в терминах его отношения к LTM EBITDA. Кроме того, само событие являлось ожидаемым. Напомним, что в настоящий момент Мечел находится в состоянии "тихой" реструктуризации: просит предоставить ковенантные "каникулы", а также отсрочить погашение синдицированных кредитов. Не исключено, что реструктурированы в конечном итоге будут и выпуски облигаций (которые сейчас котируются с доходностью 27-50%), в обращении находится 60 млрд руб.

Темы выпуска

- **Роснефть: консолидация продолжается**

Роснефть: консолидация продолжается

Авансовые платежи могут превысить 80 млрд долл.

Вчера Роснефть (BBB/Baa1/BBB-) опубликовала сильные финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2013 г., которые были обеспечены как благоприятными рыночными факторами, так и оптимизацией расходов. Тем не менее, в будущие периоды мы ожидаем сокращения рентабельности и свободного денежного потока от операционной деятельности (без учета авансов). По данным компании, ее долговая нагрузка с учетом консолидации всех активов в терминах Чистый долг/EBITDA на конец 3 кв. 2013 г. составила 1,9х, что чуть выше уровня 2 кв. 2013 г., но общий долг остался на уровне 2,37 трлн руб. Отметим, что поступления в рамках авансовых платежей по долгосрочным контрактам могут составить более 80 млрд долл., что полностью покрывает общий долг Роснефти.

Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	1 356	1 176	+15%	3 344	2 268	+47%
EBITDA	303	215	+41%	674	465	+45%
Рентабельность по EBITDA	22,3%	18,3%	+4 п.п.	20,2%	20,5%	-0,3 п.п.
Чистая прибыль	143	35	+4,1х	417	285	+46%
Чистая рентабельность	10,5%	3,0%	+7,5 п.п.	12,5%	12,6%	-0,1 п.п.
Операционный поток	263	211	+25%	836	379	+2,2х
Капвложения	-133	-153	-13%	-386	-346	+12%
Свободный поток	130	58	+2,2х	450	33	+13,6х
в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2013		30 июня 2013		изм.	
Совокупный долг, в т.ч.	2 373		2 374		0%	
Краткосрочный долг	522		496		+5%	
Долгосрочный долг	1 851		1 878		-1%	
Чистый долг	1 903		1 850		+3%	
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,9х		1,8х		-	

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Консолидация Итеры позволила увеличить добычу углеводородов...

Роснефть продолжает демонстрировать устойчивые показатели добычи нефти за счет ее роста на новых проектах и стабилизации на зрелых месторождениях. Так, суточная добыча нефти увеличилась на 0,2% кв./кв., а с учетом газовых месторождений - на 2,1% кв./кв. до 4,88 млн барр. н.э., что было обусловлено полной консолидацией газовой компании "Итера".

... и станет платформой для газового бизнеса Роснефти

Напомним, в июле 2013 г. Роснефть приобрела оставшиеся 49% Итеры за 95 млрд руб. Новый актив должен стать базой для газового бизнеса Роснефти, которая намерена побороться с НОВАТЭКом за второе место по объемам производства газа в России. В планах Роснефти довести добычу газа до 100 млрд куб. м в год, что составит около 20% внутреннего потребления природного газа в России. Более того, компания планирует стать значимым игроком на экспортных рынках за счет поставок сжиженного природного газа (СПГ). Мы полагаем, что Роснефть будет ориентироваться на азиатские рынки, где газ продается с премией 15-25% относительно цен на европейском рынке.

Нефтепродукты стали драйвером роста выручки

Выручка Роснефти опередила рост цен на нефть кв./кв. за счет увеличения объемов реализации нефтепродуктов. В связи сокращением кв./кв. ремонтных работ на НПЗ и запуском новой установки первичной переработки на Туапсинском НПЗ компании удалось увеличить производство нефтепродуктов в РФ на 11% кв./кв. до 21,9 млн тонн. Общая выручка возросла на 15% кв./кв., или на 180 млрд руб., из которых 94 млрд руб. было обеспечено сектором переработки, а 69 млрд руб. - продажами сырой нефти.

Высокая эффективность в 3 кв. может снизиться в будущем

Рост EBITDA превысил показатель выручки и достиг 41% кв./кв. Высокая эффективность была обеспечена не только благоприятными рыночными условиями в 3 кв., но и снижением кв./кв. операционных расходов. Стоит отметить сокращение удельных затрат в сегменте переработки с

Капитальные
вложения не
израсходованы на
45%

72 долл. за тонну произведенной продукции до 48 долл./т. Однако мы считаем, что этот эффект носит разовый характер и стоит ожидать сокращения рентабельности Роснефти в будущем.

Также временным мы считаем сокращение капитальных вложений компании на 13% кв./кв. до 133 млрд руб. (с учетом затрат на приобретение лицензий). Напомним, Роснефть планировала инвестировать в основные средства около 700 млрд руб. (данный объем был подтвержден менеджментом на телефонной конференции по результатам 3 кв.), тогда как по итогам 9М 2013 г. капитальные вложения составили лишь 382 млрд руб. Однако довольно трудно представить, что оставшаяся часть запланированных инвестиций в размере 318 млрд руб. (или 45% от общей суммы инвестиций) будет израсходована в последнем квартале. По нашему мнению, часть бюджета будет перенесена на следующий год.

Компания
обеспечит
инвестиции
денежным потоком...

На данный момент Роснефть не нуждается в дополнительных средствах для финансирования своей инвестиционной программы. Только по итогам 9М 2013 г. чистый операционный денежный поток составил 836 млрд руб. (с учетом авансов), что превышает плановый объем капитальных вложений на весь 2013 г. Компания получает авансовые платежи от своих партнеров по долгосрочным контрактам на поставку нефти: уже получено более 300 млрд руб. В октябре Роснефть подписала еще одно соглашение на поставку нефти в Китай, но уже с Sinopec. Контракт предусматривает поставки в объеме 100 млн тонн в течение 10 лет, а предоплата может достичь более 25% от общей суммы контракта. Таким образом, дополнительно Роснефть может получить около 20 млрд долл. В результате общая сумма авансов по всем контрактам может превысить 80 млрд долл.

... но не оставит
долговые рынки

Эти средства могут быть использованы для погашения долга, но все же Роснефть не исключает выход на долговые рынки (в том числе рынок евробондов) для оптимизации долгового портфеля. Компании уже удалось сократить средневзвешенную стоимость долга до 3,1%. А авансы могут быть направлены на реализацию инвестпрограммы и M&A.

На телеконференции, посвященной результатам 3 кв., менеджмент не представил новых стратегических планов или обновленных прогнозов по синергетическому эффекту от приобретения ТНК-ВР, который оценивался в 400 млрд руб.

Евробонды Роснефти торгуются на одной кривой доходностей с выпусками Газпрома, что мы считаем справедливым положением, учитывая отсутствие острой потребности в заимствованиях (благодаря авансам со стороны Китая). На рынке рублевых облигаций выпуски Роснефти предлагают минимальный спред к ОФЗ среди корпоративных бумаг 1-го эшелона: так, 5-летние Роснефть, 9,10 (УТР 7,95-8,0% @ июнь 2018 г. = ОФЗ + 120 б.п.). Отметим, что 3-летние облигации банков 1-го эшелона предлагают премию к ОФЗ в размере 150-170 б.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	

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.