

Пульс рынка

- ▶ **Фокус на итоги заседания FOMC.** Сегодня поздно вечером по московскому времени завершается начавшееся вчера заседание FOMC. Основной интригой являются комментарии о причинах, которые, по мнению комитета, вызвали ухудшение макростатистики США в феврале: если все будет списано на неблагоприятные погодные условия, то надеяться на снижение темпа сворачивания QE не стоит. В сегменте бондов РФ вчера продолжилось восстановление котировок (длинные Russia 42 отыграли еще 1,4 п.п.).
- ▶ **Минфин вновь "пропускает ход".** Ведомство отменило запланированные на сегодня аукционы по размещению ОФЗ со ссылкой на неблагоприятную конъюнктуру. С начала этой недели отсутствие жестких санкций против РФ стало катализатором восстановления как рынка ОФЗ (котировки длинных ОФЗ 26207 и 26212 выросли на 3 п.п., доходности снизились на 45-50 б.п. до УТМ 9,22% и УТМ 9,29%), так и курса рубля (бивалютная корзина подешевела на 60 копеек до 42,55 руб., опустившись заметно ниже верхней границы коридора 43,15 руб. в зону, где ЦБ продает 400 млн долл.). Отмена аукционов свидетельствует о том, что Минфин считает текущие доходности ОФЗ завышенными. Кстати говоря, последний раз, когда он выходил на рынок (26 февраля), доходность ОФЗ 26212 составляла УТМ 8,46%, достижение этого уровня при текущих ставках недельного РЕПО ЦБ (7% против 5,5% в феврале) в ближайшее время представляется маловероятным (на последнем заседании ЦБ заявил, что снижение ставки не произойдет в течение нескольких месяцев). С другой стороны, стабилизация валютного рынка будет способствовать формированию ожиданий возвращения ставок ЦБ РФ к нормальным уровням.
- ▶ **Сбербанк бьет тревогу.** По данным газеты Коммерсант, вчера прошло закрытое совещание у премьер-министра, посвященное рискам развития банковской системы. По мнению президента Сбербанка, эти риски обусловлены как замедлением роста экономики РФ (которое ведет и к повышению кредитных рисков), так и последствиями украинских событий, которые могут "закрыть" внешние рынки для российских заемщиков (на среднесрочную перспективу) и привести к обесценению финансовых активов на Украине. Как мы уже отмечали вчера, в краткосрочной перспективе закрытие внешних рынков не представляет угрозы благодаря валюте, полученной в результате конвертации клиентами своих рублевых средств (с начала года приток валюты составил ~20 млрд долл., чего достаточно для рефинансирования обязательств банков перед юрлицами-нерезидентами (в т.ч. евробондам) в этом году). По нашему мнению, более значительный риск для системы представляет обесценение активов на Украине: их размер у Сбербанка составляет 4,3 млрд долл. (0,9% всех активов). Даже в случае их полного обесценения достаточность основного капитала (показатель Н1.2) Сбербанка снизится не более чем на ~1 п.п. до 7,18% (при минимуме 5,5%). Под большим риском находится ВТБ, размер украинских активов которого составляет 3,4 млрд долл., при их полном списании достаточность капитала 1-го уровня группы ВТБ снизится на 1,5 п.п. (сейчас показатель Н1.2 у ОАО ВТБ составляет 7,86%). Сбербанк предлагает пролонгировать "суборды", привлеченные у ВЭБа в кризис 2008-2009 гг. (с возможностью их конвертации в бессрочные инструменты), а также задействовать беззалоговое кредитование ЦБ РФ, ссылаясь на высокую степень исчерпания залоговых инструментов (по его оценкам, более чем на 75% в целом по системе).
- ▶ **Центр-инвест (Moody's: Ba3): во 2П акцент был сделан на розницу.** Отчетность банка по МСФО за 2П 2013 г. произвела на нас нейтральное впечатление. Кредитный портфель вырос на 5,7% (+18,8% в 1П) до 63,7 млрд руб., главным образом, за счет розницы (+16,9%), при этом в корпоративном сегменте наблюдалась стагнация. За год, несмотря на заметный прирост кредитования (+25,6%), показатель NPL 181+ в абсолютном выражении даже снизился - с 2,5 млрд руб. до 2,2 млрд руб. (3,5% портфеля), что полностью покрывается резервами (4,4% портфеля). Объем списанных кредитов в 2013 г. составил 900 млн руб. (1,4% портфеля), что на 92% больше г./г. Благодаря увеличению розницы, рост чистого процентного дохода (на 9,5%) опередил динамику портфеля. По нашим оценкам, чистая процентная маржа во 2П 2013 г. составила 6,1% при стоимости риска 1,2%. Фондирование кредитования (+3,7 млрд руб.) было осуществлено в основном за счет клиентских средств (+2,9 млрд руб.). В течение 6 мес. после отчетной даты банку предстоит рефинансировать долговые ценные бумаги на 3 млрд руб., что в условиях закрытых рынков капитала может быть осуществлено за счет денежных средств (~7 млрд руб.). За 2П общая достаточность капитала (CAR) по Базель 1 почти не изменилась, составил 15,6%. Показатель Н1.2 (достаточность капитала 1-го уровня по Базель 3 по РСБУ) находится на комфортном уровне 7,55% (при нормативе 5,5%). Ликвидность в обращающихся выпусках эмитента практически отсутствует.

Темы выпуска

- ▶ СИБУР: рефинансирование на повестке

СИБУР: рефинансирование на повестке

Результаты оцениваем нейтрально СИБУР (-/Ba1/BB+), ведущий российский частный вертикально-интегрированный нефтехимический холдинг, представил финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Топливо-энергетический сегмент продолжает поддерживать рентабельность, однако негативная конъюнктура на рынке синтетических каучуков по-прежнему оказывает давление на маржу. Долговая нагрузка находится на низком уровне, однако, мы полагаем, что в этом году компании потребуется привлечь долг для рефинансирования краткосрочной задолженности, а также частичного финансирования сделки по покупке доли в Юграгазпереработке у Роснефти (общая сумма сделки - 1,6 млрд долл.).

Ключевые финансовые показатели СИБУРА

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	4 кв. 2012	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	72,2	67,6	+7%	72,4	-	269,8	271,3	-1%
ЕБИТДА	21,9	18,9	+16%	22,1	-1%	78,9	82,3	-4%
Рентабельность по ЕБИТДА	30,3%	27,9%	+2,4 п.п.	30,5%	-0,2 п.п.	29,2%	30,3%	-1,1 п.п.
Чистая прибыль	11,0	8,9	+25%	14,9	-26%	45,5	60,1	-24%
Операционный поток	15,6	20,2	-23%	7,8	+2x	72,7	62,7	+16%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-15,5	-18,9	-18%	-21,3	-27%	-71,1	-51,0	+40%
Капвложения	-17,4	-16,6	+5%	-26,6	-34%	-70,0	-74,7	-6%
Финансовый поток	2,0	0,4	+5x	17,9	-89%	-7,2	-12,7	-44%

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	100,5	94,3	+7%
Краткосрочный долг	42,7	37,8	+13%
Долгосрочный долг	57,7	56,5	+2%
Чистый долг	92,5	87,4	+6%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,17x	1,11x	

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла в сегменте топливо-сырьевых продуктов

Выручка выросла на 7% кв./кв. до 72,2 млрд руб. благодаря увеличению доходов по топливо-сырьевым продуктам на 16% кв./кв. до 41,5 млрд руб., что было частично компенсировано продолжившимся падением в нефтехимии (-3% кв./кв. до 28,5 млрд руб.). В топливо-сырьевых продуктах позитивная динамика выручки наблюдалась во всех основных товарных группах, при этом по СУГ она выросла значительно всего (+25% кв./кв. до 18,7 млрд руб.) как за счет сохраняющегося роста цен, так и роста объемов продаж (за вычетом внутреннего потребления).

Рост продаж базовых полимеров компенсировал падение в каучуках

Продажи продуктов нефтехимии продолжают сокращаться почти по всем категориям: выручка от продаж пластиков и прочей органики упала на 4% кв./кв. на фоне снижения цен, а доходы от продаж синтетических каучуков падали в течение всего 2013 г. из-за тяжелой конъюнктуры рынка и переизбытка производства как природного, так и синтетического каучуков. Единственным исключением стало увеличение продаж базовых полимеров (+3% кв./кв. до 6,2 млрд руб.) на фоне роста цен и ввода в эксплуатацию завода в Тобольске. Позитивный эффект также оказало некоторое ослабление рубля в течение 4 кв.

В 2014 г. менеджмент консервативно ожидает нейтральной динамики цен на основные виды продукции топливо-энергетического сегмента (кроме природного газа, тариф на который должен вырасти на 7,4% г./г.) при сохранении негативной динамики цен на каучук, что в структуре выручки сегмента будет частично компенсировано ожидаемым ростом цен базовых полимеров.

Рентабельность по EBITDA умеренно выросла

Темпы роста EBITDA в 4 кв. опередили динамику выручки благодаря сокращению расходов на оплату труда, затрат на товары для перепродажи и прочих статей. Затраты на сырье и материалы выросли на 27% кв./кв. в основном за счет увеличения объемов потребления и цен на ШФЛУ. Кроме того, опережающими темпами росли затраты на транспорт и логистику (+15% кв./кв.). Компания также признала в операционных издержках 7,9 млрд руб. "неденежных затрат" на вознаграждение менеджмента, которые получили 12,5% акций компании от основных акционеров. Отметим, что СИБУР не имеет обязательств по выплате денежных средств в рамках программы вознаграждения.

Рентабельность по EBITDA по сегментам показала разнонаправленную динамику: если маржа топливно-сырьевого сегмента выросла с 48,5% до 49,6% за квартал, то в нефтехимическом - оказалась отрицательной (-4,0% против 3,8% в 3 кв.).

Капвложения сократятся в этом году

Несмотря на рост EBITDA, операционный денежный поток сократился на 23% кв./кв. до 15,6 млрд руб. на фоне сезонного увеличения оборотного капитала. В результате его немного не хватило для покрытия капвложений (17,4 млрд руб.). Напомним, что на 2013 г. программа капвложений была утверждена на уровне 2012 г. - 74 млрд руб., а фактические затраты составили 70 млрд руб. СИБУР ожидает дальнейшего снижения инвестиций в этом году - до 63,5 млрд руб. Однако эта сумма не включает затраты на проект ЗапСиб-2, который еще не одобрен Советом Директоров компании (ожидается не ранее 2 кв. 2014 г., а общая сумма проекта превышает 10 млрд долл.). В дополнение СИБУР должен выплатить 1 млрд долл. Роснефти в 1 кв. 2015 г. в рамках сделки по приобретению 49% Юграгазпереработки (600 млн долл. были оплачены в марте 2014 г.).

Компания должна рефинансировать краткосрочную задолженность

Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA LTM) по-прежнему остается низкой - 1,17х. Отметим, что по итогам 4 кв. краткосрочная часть долга продолжила увеличиваться - до 42,7 млрд руб., а накопленные денежные средства составили всего 7,9 млрд руб. Компания сообщила, что активно ищет способы рефинансирования и удлинения сроков погашения кредитного портфеля, но не будет спешить с привлечением средств в условиях негативной рыночной конъюнктуры.

Бонды SIBRSE 18 котируются с небольшой премией к NLMK 18 и дисконтом к EUCHEM 17 в размере 16 б.п., что выглядит справедливым, учитывая разницу в кредитных рейтингах. Мы обращаем внимание на спред SIBRSE18 - PHORRU18, который составляет сейчас 65 б.п., в то время как его полугодичное среднее значение 45 б.п. Мы считаем, что выпуск PHORRU 18 выглядит дорого.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

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	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	
Норильский Никель	Uranium One
Распадская	

Транспорт

НМТП	Трансконтейнер
Совкомфлот	Brunswick Rail
	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Мегафон

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

Х5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

Мосэнерго	РусГидро
МОЭСК	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Альфа-Банк	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ 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

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

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.