



2 марта 2015 г.

Мировые рынки

Финансовые рынки не нашли новых идей для роста

Опубликованные в конце прошлой недели макроданные по США не смогли поддержать рост на финансовом рынке (американские и европейские индексы завершили день в минусе). Оценка по росту ВВП за 4 кв. 2014 г. была снижена с 2,6% до 2,2% (цифры приведены в годовом выражении), что стало следствием пересмотра в сторону понижения инвестиций в запасы, это вместе с увеличением внутренних продаж американской продукции смягчило негативное восприятие данных.

В еврозоне остается нерешенным греческий вопрос, который может увязнуть в деталях. Еврогруппа готова предоставить средства Греции (7,2 млрд евро) в рамках программы помощи, лишь в том случае, если новое греческое правительство примет реформы, которые стороны смогут быстро согласовать.

В сегменте российских евробондов цены продемонстрировали преимущественно умеренное снижение, лучше рынка выглядели рекомендуемые нами к покупке AFKSRU 19 (доходность снижалась до YTM 12%). На повышение котировок сегодня рассчитывать не приходится из-за отсутствия позитива в новостном фоне.

Валютный и денежный рынок

Рубль может скорректироваться без сильной поддержки со стороны экспортеров. См. стр. 2

При прочих равных условиях в ближайшее время вероятно снижение курса рубля и повышение его чувствительности к негативной динамике котировок нефти из-за 1) ослабления эффекта от продажи валюты крупнейшими экспортерами при том, что на внешнем фоне в отношении РФ отсутствуют явные улучшения; и 2) по-прежнему высоких выплат по внешнему долгу в марте, объем которых превышает сальдо счета текущих операций.

Экономика

Короткие ставки МБК могут достаточно скоро вернуться к уровню ключевой ставки ЦБ. См. стр. 2

Наши предположения, что короткие ставки денежного рынка отреагируют на февральские налоговые платежи достаточно сдержанно, подтвердились. Средняя о/п ставка поднялась с ~15% до макс. 15,75%, что предполагает умеренный спред к ключевой ставке. Но уже вскоре короткие ставки могут существенно снизиться. Впрочем, их падения существенно ниже ключевой ставки ЦБ мы не ждем. Во-первых, ЦБ может снизить лимиты недельного РЕПО на объем новой ликвидности от Казначейства, что, скорее всего, начнется уже на этой неделе. Во-вторых, риском для ставок остается неравномерность распределения рублевой ликвидности по системе: во время налогов банки берут достаточно много более дорогого фиксированного РЕПО и прибегают к получению рублей через валютные свопы с ЦБ. Кроме того, нельзя исключать, что в марте в целом поступления средств из бюджета будут уже гораздо менее внушительными: после беспрецедентного всплеска в январе, интенсивность бюджетного притока в феврале нормализовалась, а это один из главных факторов формирования уровня коротких ставок.

Рынок облигаций

НОВАТЭК: обесценение рубля увеличивает долговую нагрузку. См. стр. 3

В пятницу НОВАТЭК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г., которые мы оцениваем нейтрально для кредитного профиля компании. Рентабельность по EBITDA упала с 42% до 31% г./г., сам показатель снизился на 15% г./г. до 29,7 млрд руб. Долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA увеличилась за 4 кв. с 1,0х до 1,5х из-за ослабления рубля (это же оказало негативное влияние на чистую прибыль). Евробонды эмитента выглядят дорого, торгуясь с дисконтом к кривой Роснефти (напомним, что оба эмитента находятся под действием санкций США), так, NVTKRM 16 предлагают YTM 6%, тогда как TMENRU 16 - YTM 7,15%. Рублевые евробонды NVTKRM 17 с YTM 15,7% также неинтересны в сравнении с кривой процентных свопов (2-летний IRS котируется на уровне 15,5%).

Короткие ставки МБК могут достаточно скоро вернуться к уровню ключевой ставки ЦБ

Наши предположения, что короткие ставки денежного рынка отреагируют на февральские налоговые платежи достаточно сдержанно, подтвердились. Средняя о/п ставка поднялась с ~15% до макс. 15,75%, что предполагает умеренный спред к ключевой ставке.

Вскоре короткие ставки могут существенно снизиться

Но уже вскоре короткие ставки могут существенно снизиться. Начало нового месяца должно сопровождаться некоторым притоком рублевой ликвидности из бюджета (за счет расходов). В отсутствие каких-либо шоков на этом фоне о/п ставки в первой половине месяца могут быстро вернуться к уровню РЕПО ЦБ (15%, следующее заседание по ставкам 13 марта).

Позитивный эффект оказывает то, что Казначейство предоставляет банкам дополнительные средства

Значительный позитивный эффект оказывает то, что Казначейство предоставляет банкам дополнительные средства. На прошлой неделе оно предоставило новые 50 млрд руб., на этой - планирует дать сверх погашения еще больше - 120 млрд руб. Вероятнее всего, расширение лимитов уже включает средства, поступающие на казначейские счета от конвертации части средств Резервного фонда в рубли (до 500 млрд руб. с 16 февраля). В пользу этого говорит тот факт, что ведомство увеличивает лимиты, несмотря на то, что в начале месяца банки обычно не испытывают серьезных проблем с ликвидностью. Таким образом, существенные вливания рублей от Казначейства в ближайшее время могут продолжиться (если учитывать текущие размещения, потенциал, по грубым оценкам, минимум 300 млрд руб.).

Кроме того, Минфин предлагает Казначейству поддерживать минимальный лимит остатков на казначейском счете в этом году на уровне 500 млрд руб., что предположительно (ранее в СМИ фигурировал действующий порог в 600 млрд руб.) может высвободить до 100 млрд руб. незадействованных прежде средств. Помимо прочего, не за горами очередная аукцион 312-П на 3М (5 марта, зачисление 11 марта), где банки могут привлечь сверх погашения не менее 200 млрд руб. (общий лимит 700 млрд руб.).

Падения ставок существенно ниже ключевой ставки ЦБ мы не ждем

Впрочем, несмотря на ожидание положительного тренда по ставкам в первой половине марта, их падения существенно ниже ключевой ставки ЦБ мы не ждем. Во-первых, ЦБ может снизить лимиты недельного РЕПО на объем новой ликвидности от Казначейства, что, скорее всего, начнется уже на этой неделе. Во-вторых, риском для ставок остается неравномерность распределения рублевой ликвидности по системе: во время налогов банки берут достаточно много более дорогого фиксированного РЕПО и прибегают к получению рублей через валютные свопы с ЦБ. Кроме того, нельзя исключать, что в марте в целом поступления средств из бюджета будут уже гораздо менее внушительными: после беспрецедентного всплеска в январе, интенсивность бюджетного притока в феврале нормализовалась, а это один из главных факторов формирования уровня коротких ставок.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Без сильной поддержки со стороны экспортеров возникает риск коррекции рубля

Поддержку рублю оказали экспортеры и...

В феврале рубль продемонстрировал заметное укрепление к доллару, которое составило 10,3%, что, помимо восстановления цен на нефть (+16,8%), стало следствием и ускоренной продажи валюты экспортерами. Напомним, согласно директиве Правительства, направленной пяти крупным госкомпаниям, до 1 марта они должны снизить чистые валютные активы до уровня 1 октября 2014 г. По нашим декабрьским подсчетам, только у Роснефти и Газпрома было накоплено 5-11 млрд долл. Исходя из этого, в январе и феврале продажи валюты могли составить по 100-300 млн долл. в день. Продажа накопленной валюты и поступающей экспортной выручки могла быть порядка 500 млн долл. в день. При этом поддержка рублю была оказана в конце прошлого месяца в период уплаты налогов.

... валютное рефинансирование

Еще один позитивный фактор - растущая валютная задолженность банков перед государством (так, на 29 декабря она составляла 17 млрд долл., а сейчас уже 32 млрд долл.), которая

является главным образом следствием необходимости выплат по внешнему долгу (согласно данным ЦБ, в январе и феврале суммарные выплаты составили 19,6 млрд долл., при этом большая часть пришлась на последний месяц). Участники рынка получают необходимый объем валюты, и им нет необходимости придерживать валютную выручку (для будущего погашения внешнего долга или капитальных вложений) и/или покупать валюту на спот-рынке за рубли.

При прочих равных условиях в ближайшее время вероятно снижение курса рубля и повышение его чувствительности к негативной динамике котировок нефти из-за 1) ослабления эффекта от продажи валюты крупнейшими экспортерами при том, что на внешнем фоне в отношении РФ отсутствуют явные улучшения (так, США угрожают ввести новые санкции); 2) по-прежнему высоких выплат по внешнему долгу в марте (порядка 16,5 млрд долл. против 15,2 млрд долл. в феврале), объем которых превышает сальдо счета текущих операций. Кстати говоря, на форвардном рынке ослабление рубля опережает динамику спот-котировок, в результате чего происходит некоторый рост ставок вдоль кривой FX swap и ХССУ.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

НОВАТЭК: обесценение рубля увеличивает долговую нагрузку

Общий долг за 4 кв. вырос на 35% на обесценении рубля

В пятницу НОВАТЭК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г., которые мы оцениваем нейтрально для кредитного профиля компании. Рентабельность по EBITDA упала с 42% до 31% г./г., сам показатель снизился на 15% г./г. до 29,7 млрд руб. Долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA увеличилась за 4 кв. с 1,0х до 1,5х из-за ослабления рубля (это же оказало негативное влияние на чистую прибыль). Но при этом компания имеет сбалансированную структуру долга: краткосрочные обязательства составляют всего 16% (41 млрд руб.) от общего долга, что покрывается денежными средствами на балансе (41,3 млрд руб.). Сегодня НОВАТЭК проведет телеконференцию по результатам 4 кв. 2014 г., на которой, возможно, будет озвучена последняя информация о финансировании проекта по сжижению газа - Ямал СПГ. Напомним, что НОВАТЭК рассчитывает на средства ФНБ.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	95 864	83 915	+14%	357 643	298 158	+20%
EBITDA	29 724	35 139	-15%	138 074	121 511	+14%
Рентабельность по EBITDA	31,0%	41,9%	-10,9 п.п.	38,6%	40,8%	-2,2 п.п.
Чистая прибыль	-27 436	52 120	-	37 296	110 006	-66%
Чистая рентабельность	отриц.	62,1%	-	10,4%	36,9%	-26,5 п.п.
Операционный денежный поток	40 662	21 243	+1,9х	110 253	88 525	+25%
Капитальные вложения	17 592	14 321	+23%	63 179	43 554	+45%
Свободный денежный поток	23 070	6 922	+3,3х	47 074	44 971	+5%
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014			30 сент. 2014		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	246			182		+35%
Краткосрочный долг	41			11		+3,7х
Долгосрочный долг	205			172		+19%
Чистый долг	204			148		+38%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,5х			1,0х		-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Добыча жидких углеводородов в 2015г. вырастет на 40%

В целом за 2014 г. НОВАТЭК добыл газа несколько меньше, чем изначально планировалось (+7-8% г./г.) из-за пожара на Уренгойском месторождении, который произошел 28 апреля. В результате добыча газа выросла всего на 1,5% г./г. до 62,1 млрд куб. м. Производство жидких углеводородов выросло на 27% г./г. до 6 млн тонн. Рост был обеспечен за счет активов СеверЭнергии. Напомним, в 2014 г. НОВАТЭК обменял собственную долю в Сибнефтегазе на долю Роснефти в СеверЭнергии. Мы полагаем, что продажи жидких углеводородов станут в

среднесрочной перспективе основным фактором роста финансовых результатов, как за счет увеличения объемов добычи и переработки, так и за счет роста рентабельности их продаж. Напомним, что НОВАТЭК увеличил мощность Пуловского завода по переработке газового конденсата с 5 до 11 млн тонн (6,6 млн тонн в 2014 г.), а завод в Усть-Луге может перерабатывать до 7,2 млн тонн конденсата (4,7 млн тонн в 2014 г.). В 2015 г. НОВАТЭК планирует увеличить добычу газа на 6% г./г., а жидких углеводородов - на 40% г./г.

Закупки углеводородов у аффилированных компаний сокращают рентабельность по EBITDA

Рентабельность по EBITDA сократилась с 42% в 4 кв. 2013 г. до 31% в 4 кв. 2014 г. Негативное влияние оказали рост налоговой нагрузки (увеличение НДС) и падение рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов. Существенное давление на рентабельность оказало увеличение расходов на закупку углеводородов (+58% г./г.) до 17,2 млрд руб. Расходы по налогам (кроме налога на прибыль) выросли на 11% г./г. до 7,3 млрд руб. Рентабельность в выражении EBITDA/барр. н.э. упала на 13% г./г. до 311 руб./барр. н.э.

Рост капвложений не помешал сгенерировать существенный свободный денежный поток

Капвложения в 4 кв. выросли на 23% г./г. до 17,5 млрд руб., а в целом за 2014 г. они увеличились на 45% г./г. до 63,2 млрд руб. Напомним, что НОВАТЭК планировал сохранить капитальные инвестиции на уровне 2013 г. - около 60 млрд руб. Благодаря сокращению оборотного капитала в 4 кв. свободный денежный поток вырос более чем вдвое до 23 млрд руб. В будущие годы НОВАТЭКу потребуются существенные средства для финансирования СПГ проекта на Ямале. Напомним, НОВАТЭК рассчитывает получить проектное финансирование из средств ФНБ в размере 150 млрд руб.

Евробонды эмитента выглядят дорого, торгуясь с дисконтом к кривой Роснефти (напомним, что оба эмитента находится под действием санкций США), так, NVTKRM 16 предлагают YTM 6%, тогда как TMENRU 16 - YTM 7,15%. Рублевые евробонды NVTKRM 17 с YTM 15,7% также неинтересны в сравнении с кривой процентных свопов (2-летний IRS котируется на уровне 15,5%).

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 (495) 221 9849

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом $\neq$ рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

Х5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова	(+7 495) 721-9983
Илья Жила	(+7 495) 221 9843

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
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. 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.