

7 ноября 2013 г.

Пульс рынка

- **Рынки получили короткий импульс для роста.** Позитивное влияние оказали доклады двух представителей ФРС, в которых обосновывается необходимость сохранения QE на фоне слабой экономической ситуации. Доходности 10-летних UST отреагировали небольшим снижением до YTM 2,63%. Опубликованная вчера порция макроданных по США оказалась неоднозначной: на уровне ожиданий вышел индекс опережающих индикаторов, провал наблюдался в объеме заявок на ипотечные кредиты как для покупки нового жилья, так и для рефинансирования текущих кредитов (что является следствием повышения ставок по ипотеке). Краткосрочному ралли рынков акций (индекс Dow Jones обновил максимум) способствовал ажиотажный спрос на IPO Twitter. Неопределенность в преддверии выхода данных по ВВП США за 3 кв. (сегодня) и публикации отчета по рынку труда (завтра) не способствует дальнейшему росту рынков.
- **Изменчивый внешний фон сыграл не в пользу Минфина.** Результат вчерашних аукционов сильно контрастирует с предшествующим аукционом, когда благодаря спросу нерезидентов Минфину удалось разместить весь заявленный объем (35 млрд руб.). Вчера же из предложенных 30 млрд руб. реализована была лишь треть (10,1 млрд руб.) по верхним границам ориентиров. Как мы и ожидали, в условиях коррекции на долговых рынках GEM спроса от нерезидентов не нашлось. Невысокий интерес к 3-летним ОФЗ 25082 локальных участников (из предложенных 10 млрд руб. размещено 1,4 млрд руб.) является, по нашему мнению, следствием повышенных ставок на денежном рынке: спред между доходностью бумаг (YTM 6,43%) и ставками денежного рынка (RUONIA - 6,25%) не превышает 20 б.п. Немногим лучше обстояли дела с размещением 7-летнего выпуска ОФЗ 26214: спрос составил 44% предложения. На "вторичке" ОФЗ продемонстрировали преимущественно негативную ценовую динамику. Без спроса со стороны нерезидентов выполнить план по заимствованиям (осталось разместить 191 млрд руб.) без премии будет проблематично. Новые данные по инфляции также не способствуют повышению интереса нерезидентов.
- **Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ.** По данным Росстата, инфляция в октябре неожиданно ускорилась до 6,3% г./г. (наши ожидания: 6,1% г./г., т.е. на уровне сентября). За месяц она составила 0,6% м./м. против (ожидаемых нами) 0,5% и 0,2% в сентябре. Такое повышение произошло только из-за резкого скачка цен на продовольствие (1,1% после нулевого роста в сентябре), тогда как непродовольственная инфляция стабилизировалась (0,5%), а услуги и вовсе подешевели (-0,1% против 0% в сентябре). Такой высокой продовольственной инфляции в октябре не было с 2008 г. (1,6% м./м.), но тогда это объяснялось шоком предложения на внутреннем и внешнем рынках. Сейчас резкое удорожание вызвано только беспрецедентным всплеском цен на яйца (+18,2% м./м.) и более ранним возобновлением удорожания плодоовощной продукции (+3,6% м./м. после дефляции летом и ранней осенью благодаря новому урожаю), остальные же продукты либо заметно подешевели, либо рост цен по ним замедлился. Так, даже находящаяся в последнее время под пристальным вниманием молочная продукция в октябре дорожала не так сильно (2,1%, 2,7% в сентябре). Эти факторы, а также возможное повышение цен на топливо могут стать основными причинами, по которым инфляция может превысить 6% по итогам года (наш прогноз). Новая статистика делает ранее озвученные цели по инфляции ЦБ (5,8-5,9% на 2013 г., со слов К. Юдаевой) в 2013 г. практически недостижимыми. Хотя ухудшение вызвано немонетарными причинами, это сильно уменьшает вероятность снижения ставок ЦБ не только в этом году, но и в начале следующего.
- **ВЭБ под тяжестью наследия 2008 г.** По данным СМИ, основное давление на капитал ВЭБа оказывают 3 крупных кредита (их объем составляет почти половину его капитала), которые были выданы в 2008 г. для санации двух российских и одного украинского банков (названия не раскрываются). Напомним, что в кризис 2008 г. за счет средств ВЭБ были спасены Связь-банк, Глобэкс банк и украинский Проминвестбанк, под кредиты им создан резерв на 215,3 млрд руб. (при капитале ~600 млрд руб. на 1П 2013 г.). Первоначальная идея санации проблемных банков (=выдачи им кредитов по нерыночным условиям) для оздоровления и последующей продажи спустя уже 5 лет после кризиса так и не реализовалась (в т.ч. и из-за отсутствия спроса на банковские активы). Сейчас в правительстве прорабатывается вопрос о способах докапитализации корпорации (см. комментарий от 30 октября 2013 г.). Сейчас бонды VEB 20, VEB 22 торгуются с премией к кривой Сбербанка (-/Ваа1/BBB), что мы считаем неоправданным (традиционно они котируются с небольшим дисконтом). На следующей неделе ВЭБ начнет road-show евробондов.

Темы выпуска

- **НОВАТЭК: Запуск Усть-Луги обеспечил сильные результаты**
- **VimpelCom Ltd: осеннее замедление**

НОВАТЭК: Запуск Усть-Луги обеспечил сильные результаты

Вчера НОВАТЭК (BBB-/Baa3/BBB-) опубликовал сильные финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2013 г., в которых нашел отражение запуск нового комплекса по переработке стабильного газового конденсата в Усть-Луге в июне этого года. В результате EBITDA на баррель н.э. собственной добычи увеличилась на 18% г./г. Снижение рентабельности по EBITDA с 48% до 42,5% связано с увеличением закупок углеводородов (для переработки и перепродажи) у совместных предприятий.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2013	3 кв. 2012	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	75 648	53 228	+42%	214 243	152 249	+41%
Операционная прибыль	28 582	22 871	+25%	76 572	63 822	+20%
Операционная рентабельность	37,8%	43,0%	-5,2 п.п.	35,7%	41,9%	-6,2 п.п.
EBITDA	32 171	25 529	+26%	86 372	71 655	+21%
Рентабельность по EBITDA	42,5%	48,0%	-5,5 п.п.	40,3%	47,1%	-6,8 п.п.
Чистая прибыль	23 458	20 003	+17%	57 886	50 911	+14%
Чистая рентабельность	31,0%	37,6%	-6,6 п.п.	27,0%	33,4%	-6,4 п.п.
Операционный денежный поток	25 992	23 821	+9%	67 282	57 644	+17%
Капитальные вложения	-16 276	-11 480	+42%	-44 933	-31 269	+44%
Свободный денежный поток	9 716	12 341	-21%	22 349	26 375	-15%

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	140,7	134,6	+5%
Краткосрочный долг	1,0	2,0	-51%
Долгосрочный долг	139,8	132,6	+5%
Чистый долг	130,4	127,7	+2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,17x	1,21x	-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Конечные потребители более прибыльны

В 3 кв. 2013 г. существенный рост доходов г./г. наблюдался как в газовом сегменте, так и в сегменте жидких углеводородов. За счет новых контрактов с конечными потребителями газа НОВАТЭКу удалось существенно увеличить его валовую цену реализации (в 3 кв. 2013 г. на 37% г./г. до 3 486 руб. за 1 тыс. куб. м). Продажи газа конечным потребителям составили 90% от общего объема реализации (14,4 млрд куб. м). За счет этого компании удается получать более высокую прибыль, так как цена для конечных потребителей (за вычетом транспортных расходов) на 6% выше цены для оптовых покупателей.

Усть-Луга позволила увеличить продажи жидких углеводородов

Важным событием для НОВАТЭКа, позволившим существенно нарастить выручку, стал запуск перерабатывающего комплекса в Усть-Луге. В результате компания продала около 1,35 млн тонн жидких углеводородов, что на 27% выше уровня 3 кв. 2012 г., а выручка этого сегмента выросла на 40,5% г./г. до 25,3 млрд руб. Более 80% реализованной продукции с комплекса - это нефть, на которую с 2011 г. действует запретительная экспортная пошлина (90% от пошлины на нефть). Мы считаем, что у перерабатывающего комплекса НОВАТЭКа есть потенциал как за счет наращивания объемов переработки, так и увеличения цены netback после снижения пошлины на нефть. Мы полагаем, что это может произойти в 2016 г. после стабилизации ситуации с бензином на внутреннем рынке благодаря увеличению мощности российских НПЗ и их модернизации.

Капитальные вложения растут в рамках прогнозов

Суммарные капитальные вложения в 3 кв. 2013 г. ожидаемо выросли - до 16,3 млрд руб., что обусловлено продолжением разработки Юрхаровского и Таркосалинского месторождений и модернизацией обоих перерабатывающих заводов компании. Более 1,4 млрд руб. было вложено в расширение комплекса по переработке и транспортировке в Усть-Луге. На модернизацию Пуровского завода было израсходовано 2,7 млрд руб.

Свободный денежный поток вновь положительный

Но, несмотря на рост капвложений, в отличие от 2 кв. 2013 г., компании удалось продемонстрировать свободный денежный поток, который составил 9,7 млрд руб. Мы считаем, что в целом по итогам года компания сможет полностью покрыть свои инвестиционные потребности за счет собственных средств.

На телеконференции с менеджментом (ожидается на этой неделе) могут быть раскрыты новые подробности развития добывающих активов компании, а также совместных предприятий (Северэнергия и Нортгаз). Не исключено, что также могут быть представлены ожидания менеджмента на следующий год.

Рублевые выпуски эмитента БО-2,3,4 (YTM 7,5-7,6% @ октябрь 2015 г.) имеют спред к ОФЗ в 120-130 б.п., что соответствует остальным облигациям 1-го корпоративного эшелона. Сужение этого спреда на 20-30 б.п. по сравнению с августом произошло в основном в связи с повышением доходностей ОФЗ. Евробонды NOVATEK 21,22 не интересны для покупки, котируясь на кривой Газпрома.

VimpelCom Ltd: осеннее замедление**Слабые результаты, мы ожидаем роста долговой нагрузки в 4 кв.**

VimpelCom Ltd (BB/Вa3/-) вчера опубликовал достаточно слабые финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2013 г. Все ключевые показатели отчета о прибылях и убытках продемонстрировали снижение: выручка - на 1% г./г., EBITDA - на 2%, рентабельность по EBITDA - на 0,5 п.п., а чистая прибыль - на 53% г./г. Чистый долг немного снизился, однако, за счет уменьшения EBITDA, долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA осталась неизменной кв./кв. - 2,3x. С учетом подтверждения прогноза по CAPEX на 2013 г. на уровне 20% от выручки и выплаты в 4 кв. дивидендов в размере 791 млн долл., мы ожидаем, что к концу года долговая нагрузка должна вырасти.

Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	3 кв. 2012	изм.
Выручка	5 685	5 747	-1%
EBITDA	2 474	2 530	-2%
Рентабельность по EBITDA	43,5%	44,0%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	275	577	-53%
Операционный поток	1 675	1 998	-16%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-979	-1 137	-14%
Капвложения	-972	-967	0%
Финансовый поток	-316	-481	-34%
в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	27 566	27 386	+1%
Краткосрочный долг	1 714	1 510	+13%
Долгосрочный долг	25 852	25 876	0%
Чистый долг	22 485	22 622	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,3x	2,3x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Оптимизация тарифов в России и Украине привела к отсутствию роста

В 3 кв. рост российского подразделения замедлился с 4-5% г./г. в 1П до всего 1,4% г./г. в рублевом выражении. Достаточно слабо выглядела динамика выручки от передачи данных (+29,7% г./г.), впервые снизившись ниже 30%. VimpelCom Ltd объясняет замедление переключением абонентов на более дешевые пакетные предложения. При этом компания подтвердила успешность реализации стратегии достижения равенства с конкурентами по качеству сети 3G и объявила о намерении строить сеть 4G ускоренными темпами.

Слабо выглядели и показатели украинского подразделения: выручка упала на 7% г./г., также за счет подключения пакетных предложений. Рост подразделения "СНГ", бывшего локомотивом на протяжении последних кварталов (в первую очередь, из-за Узбекистана, откуда в прошлом году был вынужден уйти МТС), в 3 кв. 2013 г. замедлился - с 30% г./г. в 1П до 18%. С другой стороны, итальянский Wind сократил темпы падения с 8,6% г./г. в 1П до 5,9%. Выручка подразделения "Африка и Азия" снизилась на 1,7% г./г. из-за продолжающегося регуляторного давления в Алжире и Бангладеш.

Рентабельность по EBITDA снизилась из-за единоразовых выплат

Рентабельность по EBITDA сократилась г./г., во многом, за счет оптимизации тарифов в России и Украине и усиления конкуренции в Казахстане. Кроме того, негативное влияние оказали единоразовые расходы в Пакистане и Казахстане в размере 27 млн долл., что эквивалентно 0,5 п.п. в терминах рентабельности по EBITDA.

График денежных потоков на 4 кв. предполагает рост долговой нагрузки

Операционный денежный поток снизился на 16% г./г. в основном за счет наличия разовых поступлений от операций с деривативами в 3 кв. 2012 г., а также за счет более высоких процентных и налоговых выплат. Инвестиции остались на прежнем уровне г./г., однако прогноз на 2013 г. подразумевает их достаточно сильный рост в 4 кв. С учетом 1) того, что, судя по результатам 9М 2013 г., VimpelCom Ltd вряд ли добьется заявленных в начале года результатов по выручке (рост на 4-6% г./г.), 2) переноса основной части инвестиций на конец года и 3) ожидаемой в 4 кв. 2013 г. выплаты дивидендов в размере 791 млн долл., мы полагаем, что свободный денежный поток в 4 кв. будет отрицательным. При этом накопленные денежные средства в размере 5 млрд долл. и открытые кредитные линии в объеме 1,1 млрд долл. полностью покрывают и ожидаемые инвестиции (порядка 2 млрд долл.), и потребность в рефинансировании на 4 кв. (700 млн долл.), и дивиденды. Однако долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA должна вырасти.

Комментарии менеджмента не дают поводов для оптимизма в ближайшем будущем

В ходе телеконференции руководство VimpelCom Ltd обозначило сохранение трендов, наблюдаемых в 3 кв., что повышает вероятность слабых результатов и в 4 кв. Новых комментариев относительно рефинансирования дорогого долга Wind и прогрессе в переговорах с правительством Алжира сделано не было, однако CEO VimpelCom Ltd Джо Лундер напомнил о возможности реализации «плана Б» в Алжире – инициировании судебного разбирательства в случае провала переговоров. По словам г-на Лундера, компания может начать процесс уже в 1П 2014 г. и завершить до конца года.

Долларовые VIP 19 дороги, рублевые VIP 18 недооценены

На рынке долларовых евробондов дорого относительно кривой доходностей эмитента выглядит VIP 19. Как мы и ожидали, с начала августа их дисконт к AFKSRU 19 (с близким набором кредитных рейтингов) сократился с 60 до 35 б.п., при этом мы считаем, что дисконта быть не должно. Среди облигаций телекомов, номинированных в рублях, интерес для покупки представляют лишь рублевые евробонды VIP 18 (@ 9%) с YTM 8,7% = ОФЗ + 200 б.п. Стоит отметить, что котировки бондов Wind (в частности, WINDIM 17 @ 12,25%) не предполагают высокую вероятность исполнения call-опциона (9 декабря). Напомним, что ВымпелКом не отвечает по обязательствам Wind (B+/B1/BB-).

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 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.