

Пульс рынка

- ▶ **Payrolls не оставляют шанса QE3?** Вышедший в прошлую пятницу отчет по рынку труда в США превзошел самые смелые ожидания: прирост рабочих мест в несельскохозяйственных отраслях в ноябре составил 203 тыс. (консенсус-прогноз предполагал всего 180 тыс.). Также произошло заметное снижение уровня безработицы с 7,3% до 7,0%, что является минимумом с ноября 2008 г. (хотя в основном за счет продолжающегося снижения доли экономически активного населения). Напомним, что на прошлой неделе также вышли уточненные данные по ВВП США, которые предполагают рост экономики г./г. в 3 кв. на 3,6% (предварительная оценка была на уровне 3,1%, а во 2 кв. ВВП прибавил 2,5%). Пересмотр ВВП в сторону повышения был обусловлен ростом оценки запасов (а это, скорее всего, окажет давление на ВВП в 4 кв.), при этом объем чистого экспорта был снижен (как за счет снижения экспорта, так и повышения импорта). Таким образом, практически все макроданные свидетельствуют об ускорении американской экономики, что говорит об очень высокой вероятности сворачивания QE3 на ближайшем заседании ФРС 17-18 декабря. Рынок UST на данные по ВВП отреагировал заметным повышением доходностей 10-летних бондов на 9 б.п. до YTM 2,87%, но отчет по рынку труда был воспринят нейтрально (бумаги откатились на отметку YTM 2,85%). Глава PIMCO считает, что сворачивание QE3 произойдет в декабре лишь с вероятностью 50%, отмечая наличие структурных проблем в США. Американский рынок акций не пугает перспектива скорого сворачивания объема покупок активов на баланс ФРС: индексы в пятницу прибавили 1% и теперь вновь близки к максимуму. По-видимому, инвесторы в акции уже не слишком боятся такого шага американского регулятора, считая, что экономика США находится в хорошей форме и сможет пережить сокращение денежных стимулов. Сегодня интерес представляют высказывания представителей ФРС, которые могут дать оценку влияния payrolls на QE3.
- ▶ **Денежный рынок: в надежде на помощь от ЦБ.** В первой половине прошлой недели, как мы и ожидали, произошло умеренное улучшение ситуации с ликвидностью (в среду ставка RUONIA даже опустилась с 6,4% до 6,05%), но оно было недолгим: уже в четверг-пятницу напряженность снова возросла (ставки вернулись к 6,5%). Мы отмечаем нетипичную ситуацию во второй половине недели: сильно сократив задолженность по РЕПО с ЦБ (с 2,6 до 2,3 трлн руб., ставка 5,5%), банки нарастили задолженность по более дорогим валютным свопам в не менее внушительных объемах (с 58 до 240 млрд руб., ставка 6,5%). Мы склонны связывать это с высокой фрагментированностью рынка и недостаточно эффективным перетоком средств внутри системы. Не исключено, что РЕПО погасили более крупные банки, в то время как часть других участников, уже не имеющих достаточного обеспечения по РЕПО, были вынуждены обратиться к более дорогому фондированию от ЦБ. Кроме того, ухудшению ситуации способствовал неожиданный отток средств в бюджет в четверг (120 млрд руб.), в связи с чем задолженность по РЕПО к концу недели поднялась с 2,3 до 2,4 трлн руб. Как мы и ожидали, ввиду окончания периода усреднения уровень корсчетов за неделю снизился с 1 трлн до 650 млрд руб., компенсируя продолжающийся отток. Мы прогнозируем, что на этой неделе ситуация с ликвидностью продолжит ухудшаться, что уже традиционно для декабря: 1) в связи с началом нового периода усреднения банки будут вынуждены снова увеличить корсчета (при этом в декабре уровень корсчетов обычно заметно выше, чем в среднем по году); 2) отток ликвидности усилится за счет характерного для конца года увеличения наличности в обращении, что лишь отчасти может быть компенсировано притоком из бюджета. При этом ускорение расходования бюджетных средств заставляет Казначейство сильно сокращать объем размещаемых депозитов: на этой неделе ведомство предлагает только 295 млрд руб. на неделю при погашении 488 млрд руб., что предполагает отток на счета Казначейства не менее 190 млрд руб. По нашим оценкам, все эти факторы приведут к оттоку из банковской системы на неделю не менее 400 млрд руб. Как следствие, наши опасения, что объем РЕПО и валютных свопов с ЦБ должен достичь максимальных значений в этом году, а краткосрочные ставки, скорее всего, незначительно превысят 6,5%, могут полностью подтвердиться, если ЦБ не предпримет срочных мер по удешевлению альтернативного рефинансирования. Без этого, по нашим оценкам, ухудшение ситуации будет продолжаться до 25-26 декабря, что создает риски неконтролируемого всплеска ставок в этот период.

Темы выпуска

- ▶ **Транснефть: риск увеличения капвложений при нулевом росте тарифов**

Транснефть: риск увеличения капвложений при нулевом росте тарифов

Низкая долговая нагрузка позволяет увеличить инвестиции

В пятницу Транснефть (BBB/Baa1/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО по итогам 3 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Более важным событием для нее может стать пересмотр инвестиционной программы из-за масштабных планов нефтяных компаний. Из-за этого Транснефть может прибегнуть к новым заимствованиям (ранее увеличение долговой нагрузки не планировалось), в случае если правительство откажется сделать исключение для компании и не увеличит ее тарифы для финансирования расширения ВСТО. Исходя из текущих параметров инвестпрограммы компания не нуждается в дополнительном долге (свободный денежный поток за 9М 2013 г. составил почти 105 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	192 217	185 498	+4%	561 586	548 314	+2%
Операционная прибыль	61 600	63 725	-3%	191 077	185 693	+3%
Операционная рентабельность	32,0%	34,4%	-2,4 п.п.	34,0%	33,9%	+0,1 п.п.
ЕБИТДА	85 281	87 920	-3%	264 945	246 826	+7%
Рентабельность по ЕБИТДА	44,4%	47,4%	-3,0 п.п.	47,2%	45,0%	+2,2 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДА (скорр.)*	56,1%	58,6%	-2,5 п.п.	59,1%	57,4%	+1,7 п.п.
Чистая прибыль	43 489	42 860	+1%	132 873	142 993	-7%
Чистая рентабельность	22,6%	23,1%	-0,5 п.п.	23,7%	26,1%	-2,4 п.п.
Операционный денежный поток	77 323	92 304	-16%	253 532	146 398	+73%
Капвложения	61 060	42 000	+45%	148 660	136 625	+9%
Свободный денежный поток	16 263	50 304	-68%	104 872	9 773	+10,7x
в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.			
Совокупный долг, в т.ч.	575 321	604 094	-5%			
Краткосрочный долг	55 443	74 820	-26%			
Долгосрочный долг	519 878	529 274	-2%			
Чистый долг	490 804	491 062	0%			
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,44x	1,48x	-			

* без учета операций по реализации сырой нефти в Китай

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев, по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка увеличилась на фоне роста цен на нефть

Последняя индексация тарифов Транснефти проводилась более года назад – 6 ноября 2012 г., на 5,5%. Поэтому в 2013 г. выручка кв./кв. меняется незначительно, а колебания в большей степени связаны с неоперационной деятельностью. Так, в 3 кв. рост цен на нефть стал основной причиной увеличения общей выручки на 4% кв./кв.: доходы от реализации нефти в Китай выросли на 16% кв./кв. Без учета этих операций выручка повысилась лишь на 0,8% кв./кв. на фоне роста объемов сдачи нефти и нефтепродуктов (+1,9% кв./кв.). При этом стоит отметить сохранение тенденции сокращения поставок сырой нефти на экспорт в пользу загрузки НПЗ в РФ (-2,7% кв./кв. и + 6,4% кв./кв., соответственно). Именно это и стало причиной отставания роста выручки (+0,8% кв./кв.) от динамики объемов транспортировки (+1,9% кв./кв.). Мы полагаем, что не стоит ждать существенного роста доходов Транснефти в 2014 г., так как правительство одобрило "заморозку" тарифов естественных монополий на следующий год.

Расходы на персонал сократили рентабельность

Операционные расходы возросли на 7,3% кв./кв. почти до 131 млрд руб., что привело к небольшому сокращению рентабельности по ЕБИТДА. Рост издержек обусловлен значительным увеличением затрат на персонал +12,6% кв./кв. (+3,6 млрд руб.) и расходов на услуги по ремонту (+1,5 млрд руб.). Это было частично компенсировано сокращением затрат на услуги по транспортировке нефти ж/д транспортом (-0,5 млрд руб. до 1,3 млрд руб.). Напомним, в декабре 2012 г. Транснефть запустила вторую очередь ВСТО, которая позволяет поставлять нефть до порта Козьмино без использования ж/д транспорта. По итогам 3 кв. 2013 г. рентабельность по ЕБИТДА (без учета операций по реализации нефти в Китай) сократилась с 58,6% во 2 кв. 2013 г. до 56,1% в 3 кв. 2013 г., а ЕБИТДА - на 3,3% до 85 млрд руб. При этом

чистая прибыль даже увеличилась на 1,5% кв./кв. до 43,5 млрд руб. за счет дополнительной прибыли по курсовым разницам в 177 млн руб. (по сравнению с убытком 3,7 млрд руб. во 2 кв. 2013 г.).

**Минэнерго
рекомендует
Транснефти увеличить
инвестиции**

Несмотря на относительно стабильные результаты, операционный денежный поток сократился на 16% кв./кв., но причиной этого стало увеличение инвестиций в оборотный капитал. Без учета этого эффекта, снижение операционного потока составило лишь 3% кв./кв. Капитальные вложения после резкого сокращения в 1П 2013 г. вслед за завершением строительства ВСТО-II выросли на 45% кв./кв. до 61 млрд руб. В результате свободный денежный поток сократился более чем в два раза до 16 млрд руб. Напомним, Транснефть планирует инвестировать в ряд проектов, общая стоимость которых оценивается в 646 млрд руб. Более того, компании придется понести дополнительные расходы на расширение ВСТО и строительство дополнительных нефтепроводов в связи с планами Роснефти по наращиванию экспорта в Китай и строительству нового крупного нефтехимического комплекса на Дальнем Востоке. Компания предлагала повысить тарифы на ее услуги по транспортировке по ВСТО для финансирования расширения этого нефтепровода, однако предложение не было одобрено правительством. Кроме того, Минэнерго рекомендовало Транснефти увеличить свою инвестиционную программу, несмотря на "заморозку" тарифов, и ускорить расширение ВСТО.

**Не исключено
предложение нового
долга**

На текущих ценовых уровнях мы нейтрально смотрим на евробонды Транснефти. Мы не исключаем появление эмитента на публичных рынках, в случае если правительство не одобрит повышение тарифов монополии для финансирования инвестпрограммы. Рублевые облигации Транснефти имеют низкую торговую ликвидность.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика октября: тлеющий рост

Промышленность: осенняя депрессия

ВВП ростом не вышел

Инфляция

Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ

Валютный рынок

Валютные новшества регуляторов пока нейтральны для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Перспективы рынка ОФЗ с нулевым налогом

Платежный баланс

Стагнация внешней торговли продолжается

Ликвидность

Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Повышение коэффициента усреднения до 0,7 с 0,6 позитивно для ликвидности

Аукцион ЦБ: долгожданное лекарство, но не панацея

Бюджет

Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?

Трансферт в Резервный фонд: быть или не быть?

Казна прирастает доходами

Долговая политика

Минфин планирует ряд мер для повышения ликвидности рынка ОФЗ

Банковский сектор

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло

Новые уточнения к Положению №395-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	

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.