

Пульс рынка

- ▶ **Перспектива начала сворачивания QE продолжает давить на рынки.** Данные по розничным продажам в США за ноябрь оказались лучше ожиданий (+0,7% м./м. против +0,6% в октябре), что стало следствием всплеска продаж автомобилей (+1,8% м./м.). Наряду с достижением договоренности по бюджету (сегодня голосование в Палате представителей) это увеличило ожидания скорого сворачивания QE3: американские индексы просели на 0,7%, доходность 10-летних UST поднялась на 3 б.п. до УТМ 2,88%. Рост доходностей базовых активов и ослабление рубля сегодня могут усилить давление продавцов на рынок ОФЗ.
- ▶ **Еще 3 банка ушли с рынка.** Вчера ЦБ отозвал лицензии сразу у 3 относительно крупных банков: БПФ (проведение сомнительных операций), Смоленский (вывод активов) и ИнвестБанк (неудовлетворительное качество активов), что для многих участников рынка не стало сюрпризом. В связи с этим АСВ испытает очередной крупный отток средств для покрытия застрахованных вкладов (их общий размер в этих банках - 67,1 млрд руб. по итогам 3 кв. 2013 г.), в результате размер фонда сократится до 122,5 млрд руб. (с учетом недавнего случая Мастер-банка - 31,1 млрд руб.). Если регулятор продолжит отзыв лицензий текущими темпами, то уже в начале следующего года АСВ придется привлекать кредиты от ЦБ РФ (а также сократить свои вложения в ОФЗ). Отзыв лицензий у относительно крупных банков создает напряженность на денежном рынке, а также на рынке долговых ц/б. Позиция в долговых ценных бумагах у 3 указанных банков была относительно небольшой (~12,2 млрд руб.), но у банков за пределами TOP-100 по размеру активов вложения в долговые бумаги составили 570 млрд руб. (в ожидании отзыва лицензии ряд банков могут начать распродавать свои портфели).
- ▶ **Заседание ЦБ: снижения ключевой ставки не ждем, но не исключаем иных решений.** С фундаментальной точки зрения, несмотря на ухудшение динамики основных макропоказателей, снижение ставки недельного РЕПО (5,5%) сейчас выглядело бы неоправданно, т.к. ЦБ нацелен на минимизацию инфляционных рисков, а они - на повышенном уровне: инфляция ускорилась до 6,5% и по итогам года должна превысить ориентир регулятора (6%). В то же время это не означает, что сегодняшнее заседание не преподнесет сюрпризов. Короткие ставки денежного рынка уже подошли к верхней границе ЦБ (6,5%), а прогнозируемый нами на 20-е числа декабря пик дефицита может привести к ее превышению. Учитывая, что регулятор по-прежнему обеспокоен ухудшением ситуации с ликвидностью, а также активизировавшийся отзыв лицензий у банков (затрудняет переток средств на МБК), мы считаем, что ЦБ может сегодня принять нетривиальные смягчающие меры для упреждения всплеска ставок. Из изменений, затрагивающих более отдаленную перспективу, мы не исключаем сегодня решения о частичном отказе от приостановки длинного рефинансирования ЦБ по фиксированным ставкам (планировалось с 1 февраля 2014 г.) или о новых инструментах, способных его заменить (со слов К. Юдаевой).
- ▶ **Одно из последних интересных предложений этого года в 1-м эшелоне.** После затишья в связи с коррекцией ОФЗ вслед за базовыми активами на "первичке" вновь появилось предложение в 1-м эшелоне: ВЭБ (BVB/Vaa1/BVB) вышел в маркетинг с 5-летним выпуском (мин. 10 млрд руб.). Ориентир по ставке квартального купона (8,35-8,60% год.) соответствует УТМ 8,62-8,88% (=ОФЗ + 142-168 б.п.). В сравнении с близкими по дюрации БО-14 (УТМ 8,35% @ сентябрь 2018 г. = ОФЗ +120 б.п.) новые бумаги предполагают заметную премию - 22-48 б.п. Премия по нижней границе оправдана относительно высокой дюрацией в условиях неопределенности перспектив QE3. Поддержку спросу может оказать ожидаемый во 2-й половине декабря приход последнего транша пенсионных накоплений (~100 млрд руб.) до того, как они будут заморожены в ПФР.
- ▶ **Качество кредитного портфеля КБ Ренессанс Кредит (B+/B2/-) не устроило S&P.** Прогноз по рейтингу был изменен со стабильного на негативный из-за высокой стоимости фондирования (выше ожидавшейся агентством), а также худшего, чем у конкурентов, качества кредитов. Рейтинг от Moody's также имеет негативный прогноз. По отчетности за 1П 2013 г. по МСФО отчисления в резервы "съели" почти весь чистый процентный доход, а комиссионного дохода едва хватило, чтобы покрыть операционные издержки, в результате прибыль за период составила лишь 209 млн руб. (капитал - 20,4 млрд руб.). По РСБУ объем просрочки составил 9,4% портфеля (при этом по МСФО плохие кредиты были списаны в размере 6% в 1П). В то же время банк сохраняет относительно комфортный запас капитала: Н1.2 (достаточность капитала 1-го уровня) составил 8,5% на 1 ноября 2013 г. (при нормативе 5,5%, вступающим в силу с 1 января 2014 г.). На рынке евробондов мы отдаем предпочтение "суборду" АКВНС 18 (без loss-absorption).

Темы выпуска

- ▶ СИБУР: запас прочности сохраняется

СИБУР: запас прочности сохраняется

Результаты оцениваем нейтрально СИБУР (-/Ba1/BB+), ведущий российский частный вертикально-интегрированный нефтехимический холдинг, представил финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА LTM) по-прежнему остается низкой - 1,1х. Отметим, что по итогам 3 кв. существенно увеличилась краткосрочная часть долга до 37,8 млрд руб. (+40%), а накопленные денежные средства составляют всего 6,7 млрд руб. При этом, по информации менеджмента, компании доступны кредитные линии в объеме 71,8 млрд руб. (из них подтвержденные - 21,2 млрд руб.), что снижает риски рефинансирования.

Ключевые финансовые показатели СИБУРа

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	67,6	63,8	+6%	197,6	199,0	-1%
ЕБИТДА	18,9	17,6	+7%	57,0	60,2	-5%
Рентабельность по ЕБИТДА	27,9%	27,6%	+0,3 п.п.	28,8%	30,3%	-1,5 п.п.
Операционная прибыль	11,6	15,0	-23%	44,3	52,9	-16%
Операционная рентабельность	17,1%	23,5%	-6,4 п.п.	22,4%	26,6%	-4,2 п.п.
Чистая прибыль	8,9	9,9	-11%	34,4	45,5	-24%
Операционный поток	20,2	13,9	+45%	57,2	54,9	+4%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-18,9	-14,3	+32%	-55,6	-44,0	+26%
Капвложения	-16,6	-14,5	+14%	-52,6	-48,2	+9%
Финансовый поток	0,4	-13,6	-	-9,2	-30,6	-3,3х

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	94,3	94,4	0%
Краткосрочный долг	37,8	27,1	+40%
Долгосрочный долг	56,5	67,3	-16%
Чистый долг	87,6	88,4	-1%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,11х	1,14х	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла в сегменте топливно-сырьевых продуктов

Выручка кв./кв. выросла на 6% до 67,6 млрд руб. в результате повышения доходов в сегменте топливно-сырьевых продуктов на 11% до 35,9 млрд руб., при небольшом сокращении этого показателя в сегменте нефтехимии (-0,5% до 29,5 млрд руб.). В топливно-сырьевых продуктах выручка росла практически по всем видам, кроме нефти и ШФЛУ, при этом объемы внешних продаж снижались только по СПГ и ШФЛУ. В сегменте нефтехимии мы по-прежнему отмечаем неблагоприятную конъюнктуру на рынке синтетических каучуков: несмотря на повышение объемов реализации на 8% кв./кв., выручка сократилась на 3% кв./кв., также она снижалась в пластиках и продукции органического синтеза (-5% кв./кв.). Однако этот негативный эффект был почти нивелирован продажами базовых полимеров и других продуктов этого сегмента. Более того, необходимо отметить, что увеличению общего показателя выручки способствовало продолжающееся ослабление рубля в 3 кв.

Неблагоприятная конъюнктура сохраняется в синтетических каучуках

Рентабельность по ЕБИТДА не изменилась кв./кв.

Ценовая конъюнктура в топливно-сырьевом сегменте в 3 кв. была благоприятна - в основном из-за повышения цен на нефть; в нефтехимии цены оставались неизменными (за исключением их снижения на синтетические каучуки). Показатель ЕБИТДА в 3 кв. рос, немного опережая выручку - на 7% кв./кв. до 18,9 млрд руб., рентабельность кв./кв. практически не изменилась - 27,9%. При этом маржа топливно-сырьевого сегмента выросла с 39,4% до 48,5%, а у нефтехимического - просела с 11,5% до 3,8%.

По информации менеджмента, в 4 кв. наблюдается положительная ценовая динамика на СПГ и дальнейшее снижение цен на синтетические каучуки, а в целом по сегментам цены остались на тех же уровнях. При этом международные отраслевые агентства в 2014 г. прогнозируют некоторое снижение или стабильность цен на топливно-сырьевые продукты, постепенное улучшение конъюнктуры на рынке полимеров и возможное улучшение ситуации с синтетическими каучуками, но не ранее 2П 2014 г.

Падение операционной прибыли из-за признания расходов по опционному плану

Значительное различие в динамике EBITDA и операционной прибыли (она упала на 23% кв./кв.) объясняется учетом в последней "бумажных" расходов (4,1 млрд руб.) по опционному плану вознаграждения менеджмента в связи с увеличением доли топ-менеджмента в капитале компании с 5,5% до 17,5%. Соответственно, на эту же сумму был увеличен капитал в балансовом отчете. В ходе телеконференции было озвучено, что эти расходы не отражаются в реальных денежных потоках компании.

Оборотный капитал продолжает сокращаться

Высвобождение средств из оборотного капитала продолжилось и в 3 кв. (4 млрд руб. против 1,4 млрд руб. и 3,5 млрд руб. во 2 кв. и 1 кв., соответственно), и операционный денежный поток вырос на 45% кв./кв. до 20,2 млрд руб., его было достаточно для финансирования капвложений (16,6 млрд руб.).

Капвложения могут быть профинансированы в основном из операционного потока

Напомним, что на 2013 г. программа капвложений утверждена на уровне 2012 г. - 74 млрд руб. и за 9М освоено более 70% плана. Наиболее крупные проекты - строительство трубопровода для ШФЛУ Пуровск-Пыть-Ях-Тобольск (завершение в 2015 г.) и завода Тобольск-Полимер, которое было завершено в этом году. По нашим оценкам, капвложения могут быть в основном профинансированы из собственного операционного денежного потока, при этом возможно небольшое повышение долговой нагрузки, что, тем не менее, не критично.

Бонды SIBRSE 18 котируются на одном уровне с NLMKRU 18 и с дисконтом к EUCHEM 17 в размере 20 б.п., что выглядит справедливым, учитывая разницу в кредитных рейтингах.

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.