

Пульс рынка

- ▶ **Продолжающийся спад промпроизводства в Китае давит на финансовые рынки.** Предварительное значение индекса PMI за февраль (48,3) оказалось заметно хуже ожиданий (49,5), свидетельствуя о продолжающемся ухудшении условий в обрабатывающем секторе Китая. Основной причиной слабых данных стал резкий спад объема новых заказов вследствие снижения спроса на внутреннем рынке (экспортные заказы, напротив, выросли). Увеличения занятости в обрабатывающем секторе, традиционного после китайского нового года, не произошло. В то же время сигналов со стороны ЦБ Китая по поводу смягчения денежно-кредитной политики пока нет (по мнению регулятора, рост кредитования все еще высок). В опубликованном вчера протоколе с последнего заседания FOMC интерес представляет фраза о том, что дальнейшее ухудшение конъюнктуры на рынках GEM может изменить прогноз ФРС по состоянию экономики. Вероятно смещение фокуса от количественных к качественным характеристикам рынка труда при принятии решения о повышении ключевой ставки (т.е. достижение уровня безработицы 6,5% не означает автоматического ужесточения монетарной политики, особенно, в условиях низкой инфляции). Американские индексы закрылись в минусе, доходность 10-летних UST опустилась до YTM 2,71%.
- ▶ **Минфин не нашел адекватный спрос на ОФЗ.** Вчерашние аукционы были признаны несостоявшимися "в связи с отсутствием заявок по уровням цен, адекватно отражающим кредитное качество размещаемых облигаций". Это означает, что заявки были, но их цены, по мнению ведомства, несправедливы (слишком низки), т.е. имеются некие максимальные уровни доходностей, выше которых Минфин занимать не готов. Можно предположить, что для предлагавшихся вчера ОФЗ 26212 и ОФЗ 26214 они находятся на уровнях YTM 8,5% и YTM 8,0%, соответственно. Продолжившееся ослабление рубля (корзина подорожала еще на 37 копеек до 41,8 руб.), а также усилившиеся ожидания дальнейшего роста доходностей ОФЗ в результате сворачивания QE (чему способствовал Доклад ЦБ РФ о ДКП) усилили давление продавцов. Доходность длинных выпусков выросла на 10 б.п. (до YTM 8,55% для 14-летних ОФЗ 26212). С начала этого года было реализовано ОФЗ на 31,5 млрд руб. при плане на 1 кв. в 275 млрд руб. Нежелание Минфина представлять премию на аукционах обусловлено в том числе и отсутствием острой необходимости в заимствованиях (пока цены на нефть выше уровня, заложенного в бюджетном плане, а ослабление рубля позитивно сказывается на бюджетных доходах).
- ▶ **Макроданные января: вновь разочарование.** Подавляющая часть показателей продемонстрировала отрицательную динамику. Одним из самых тревожных сигналов является углубление в отрицательную зону инвестиций: падение на 7% г./г. в январе 2014 г. (-0,1% г./г. в 4 кв. 2013 г.). Хотя ухудшение отчасти может быть обусловлено сравнением с довольно высоким значением января 2013 г. (+2,9% г./г.), одними статистическими эффектами, на наш взгляд, его не объяснить. На падение инвестиций, преимущественно, могло повлиять то, что основная доля инвестпроектов приходится на капитальное строительство, на динамике которого в последнее время сильно сказалось завершение олимпийского проекта. Так, в январе падение строительства не только продолжилось, но и ускорилось (до -5,4% г./г. против -2,4% г./г. в 4 кв. 2013 г.). Не меньшее беспокойство вызывает динамика потребления населения. В январе наблюдалось замедление роста оборота розничной торговли (2,4% г./г. против 4% в 4 кв. 2013 г.). Отметим, что г./г. снижение торговой активности наблюдалось как в сфере торговли продовольствием, так и непродовольственными товарами (где сокращение темпов роста оказалось наиболее выраженным). Такое развитие событий уже носит в большей степени фундаментальный характер: об этом свидетельствует то, что динамика инфляции, напротив, улучшалась, а кредитование населения замедлялось не так сильно, чтобы привести к столь значительному эффекту. Таким образом, главной причиной торможения роста потребительского спроса, видимо, как мы и опасались, является существенное замедление роста реальных зарплат (до 2,5% г./г. против 3,9% в 4 кв. 2013 г.). В условиях промышленной и инвестиционной стагнации, а также продолжающегося ухудшения ожиданий производителей, не исключено, что реальная зарплата продолжит сбавлять обороты, что не сулит сохранения прежних высоких темпов роста торговли в ближайшее время и является одним из основных рисков для динамики ВВП в 2014 г. В целом по данным одного месяца (при этом не самого показательного из-за длинных новогодних праздников) мы не склонны делать однозначных выводов по поводу среднесрочных перспектив. Однако новая статистика становится одним из важных аргументов против повышения ставок ЦБ на следующем заседании.

Темы выпуска

- ▶ **ЛУКОЙЛ: сухие скважины подпортили рентабельность**

ЛУКОЙЛ: сухие скважины подпортили рентабельность

Резкое сокращение показателей из-за одноразовых списаний

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB-) опубликовал относительно слабые результаты за 4 кв. 2013 г. Однако мы отмечаем, что негативный эффект оказали одноразовые списания и переоценка активов (для сопоставления с отчетностью по МСФО, которую компания планирует выпустить по итогам 2014 г.). Рентабельность по EBITDA сократилась с 14,3% до 11,9%, а чистая прибыль упала практически до нуля. При этом свободный денежный поток "скатился" в отрицательную зону (-1 млрд долл.). Тем не менее, компания не планирует сокращать дивидендные выплаты, что, по нашему мнению, потребует привлечения дополнительного финансирования.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	35 892	36 737	-2%	141 452	139 171	+2%
EBITDA	4 282	5 245	-18%	18 564	18 872	-2%
Рентабельность по EBITDA	11,9%	14,3%	-2,3 п.п.	13,1%	13,6%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	42	3 105	-99%	7 832	11 004	-29%
Чистая рентабельность	0,1%	8,5%	-8,3 п.п.	5,5%	7,9%	-2,4 п.п.
Операционный поток	3 531	5 225	-32%	16 449	18 997	-13%
Капитальные вложения	-4 535	-3 647	+24%	-14 957	-11 647	+28%
Свободный денежный поток	-1 004	1 578		643	6 429	-90%
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				10 821	9 409	+15%
Краткосрочный долг				1 338	590	+127%
Долгосрочный долг				9 483	8 819	+8%
Чистый долг				8 746	5 725	+53%
Чистый долг/EBITDA LTM*				0,47x	0,30x	

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Новые приобретения способствуют росту

ЛУКОЙЛу удалось существенно сократить падение добычи на зрелых месторождениях в 2013 г., а новые проекты и приобретения обеспечили небольшой рост. В частности, в 4 кв. 2013 г. компания удержала добычу на уровне предыдущего квартала, а в целом за год суммарный показатель повысился на 1% г./г. до 684 млн барр. Напомним, в апреле 2013 г. ЛУКОЙЛ приобрел 100% ЗАО Самара-нафта за 2,1 млрд долл. и 50% ЗАО Кама-оил за 400 млн долл. (увеличив свою долю до 100%). В сегменте переработки компания также демонстрирует устойчивые показатели: производство нефтепродуктов составило 17,4 млн тонн (+0,6% г./г.).

Рост продаж поддержал выручку

В 2013 г. цены на нефть на мировых рынках снизились в среднем на 1,6% г./г. до 108 долл./барр., что не помешало компании нарастить выручку на 1,6% г./г. благодаря увеличению объемов реализации нефти (+6,7% г./г.) и нефтепродуктов (+3,8% г./г.). Однако обратной стороной роста стало повышение расходов на приобретение нефти и нефтепродуктов для перепродажи. Отметим, что в 4 кв. выручка незначительно снизилась (-2% г./г.) на фоне сезонного сокращения спроса на нефтепродукты.

Списания сократили рентабельность

Рентабельность по EBITDA в 2013 г. несколько сократилась - с 13,6% до 13,1%, что мы считаем в целом хорошим показателем, учитывая небольшое снижение цен, рост налоговой нагрузки и увеличение тарифов монополий. В результате EBITDA уменьшилась на 2% г./г. Давление оказал рост затрат на геологоразведку (компания списала расходы по сухим скважинам в Гане, Кот-д'Ивуаре, Сьерра-Леоне и во Вьетнаме). Рост расходов по этой статье составил 238 млн долл. Их признание в отчетности пришлось в основном на 4 кв. 2013 г., что привело к падению рентабельности по EBITDA до 11,9% в этот период. Мы ожидаем улучшения показателя в 1 кв. (кв./кв.) как за счет сокращения одноразовых убытков, так и ослабления рубля. Мы отмечаем, что ЛУКОЙЛ остается одной из самых эффективных компаний в отрасли по показателю EBITDA на барр. собственной добычи (28,7 долл./барр.).

Капвложения

Капитальные вложения ожидаемо выросли в 4 кв. 2013 г. (+24% кв./кв. до 4,5 млрд долл.), так как

останутся на высоком уровне

в предыдущие 9М ЛУКОЙЛ существенно отставал от плана на 2013 г. Но все равно в итоге инвестиции оказались несколько ниже прогнозного уровня (15 млрд долл. против запланированных 16 млрд долл.). На телеконференции менеджмент сообщил, что по итогам 2014 г. инвестиции ожидаются на уровне 2013 г. При этом в 2015-2016 гг. стоит ожидать сокращения инвестпрограммы. Более подробные планы менеджмент намерен представить 5 марта на Дне инвестора.

Неожиданно слабый свободный денежный поток

Негативным моментом в отчетности компании за 4 кв. стал "провал" свободного денежного потока в отрицательную зону. Помимо увеличения капитальных вложений давление оказал рост инвестиций в оборотный капитал на 1 млрд долл. Но, несмотря на это, менеджмент не планирует сокращать дивиденды, и даже намерен их увеличить, чтобы частично компенсировать инвесторам ослабление российской валюты. По нашим оценкам, в 2014 г. ЛУКОЙЛ может потратить на дивиденды более 2,5 млрд долл.

ЛУКОЙЛу потребуется финансирование

Учитывая высокий уровень капитальных вложений и дивидендных выплат, мы полагаем, то ЛУКОЙЛу потребуется дополнительное финансирование, тем более, что компания продолжает рассматривать активы для приобретения.

Длинные еврооблигации ЛУКОЙЛа выглядят дороговато, котируясь с небольшим дисконтом (~25 б.п.) по доходности к бумагам Роснефти и Газпрома. Относительно короткий выпуск LUKOIL 18 также стоит дорого, лучшей альтернативой являются бумаги GAZPRU 18 (YTM 3,8%) или TMENRU 18 (YTM 3,7%), которые в текущих условиях (ослабления рубля и волатильности) могут являться защитными активами.

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	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.