

Пульс рынка

- ▶ **Налоги завели банки в валютный своп.** Рост дефицита рублевой ликвидности вследствие уплаты налогов (вчера был последний день выплаты НДС) достиг того уровня, на котором ряд участников использовали валютный своп с ЦБ (весь лимит был выбран, банки привлекли 91,5 млрд руб.). Одновременно банки нарастили задолженность по фиксированному РЕПО до 233 млрд руб. Мы полагаем, что причиной использования банками дорогих инструментов рефинансирования (10,5%) могло стать не только отсутствие свободного обеспечения (РЕПО и 312-П) у некоторых, скорее всего, небольших банков (при этом в целом утилизация еще далека от максимума), но и ограничение лимитов по аукционному РЕПО (ниже потребностей банков в налоговый период). Это сейчас оказывает заметную поддержку рублю, как следствие, с окончанием налогового периода (28 ноября предстоит уплата налога на прибыль) и улучшением ситуации с рублевой ликвидностью может произойти ослабление рубля. Увеличение дефицита рублевой ликвидности на фоне стабилизации на валютном рынке могло стать причиной предоставления ЦБ банкам 200 млрд руб. в рамках "тонкой настройки" и расширения лимита недельного аукционного РЕПО на 100 млрд руб. (2,79 трлн руб.). На этом фоне мы ждем некоторого снижения ставок денежного рынка с текущих 10,6% (наиболее выраженным оно должно быть с понедельника, после окончания налогов).
- ▶ **Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками.** По данным СМИ, ведомство рассматривает возможность размещения краткосрочных гособлигаций (с погашением через 3, 6 и 12 месяцев) с целью более эффективного использования бюджетных средств: сейчас в преддверии крупных погашений ведомству приходится удерживать большой запас денежных средств, которые могли бы быть размещены в банковской системе. Краткосрочные гособлигации планируется задействовать вместе с введением Казначейством операций РЕПО, однако решение еще не принято. Таким образом, новый инструмент предполагается использовать не для финансирования бюджетного дефицита (как это было в 1998 г.), а для покрытия кассовых разрывов внутри года, что может позволить Казначейству размещать большой объем временно свободных средств в банках. В свою очередь, банки получают еще один инструмент денежного рынка, доходность которого к ставке РЕПО ЦБ, скорее всего, будет минимальной.
- ▶ **Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.** Обзор ЦБ по динамике банковского сектора за октябрь свидетельствует об относительно скромном росте валюты на счетах клиентов (~9,3 млрд долл. - расчетные счета и депозиты юрлиц и физлиц, из них 6,8 млрд долл. банки разместили на корсчетах в банках-нерезидентах) в сравнении с объемом валюты, проданной ЦБ в октябре (~30 млрд долл.). Учитывая довольно небольшой размер погашений внешнего долга в октябре (7,35 млрд долл.), часть валюты, купленной у ЦБ, могла осесть в банках за пределами РФ, также вероятен некоторый отток в наличность. Но основной причиной оттока валюты, по нашему мнению, стало сокращение конвертации экспортной выручки (в ожидании ослабления рубля на фоне падения цен на нефть). В результате потребность для оплаты импортных товаров/услуг не была удовлетворена встречным притоком валюты от экспорта. Таким образом, существенный объем валюты, проданный ЦБ, "ушел" в импорт. Кстати говоря, уже в ноябре, как мы думаем, могла произойти корректировка стратегии продаж валютной выручки экспортерами (напомним, что ЦБ намеревался обсудить с экспортерами этот вопрос), что стало одним из основных факторов стабилизации рубля (который сейчас в большей степени следует за ценой на нефть). За счет заемных средств мог быть куплен относительно небольшой объем валюты: прирост рублевого корпоративного кредитования составил 289 млрд руб. (~6,7 млрд долл.) и в большой степени связан, на наш взгляд, со спросом корпораций, накапливающих валюту для предстоящего погашения внешнего долга. В валюту могли уйти и средства на расчетных счетах (-458 млрд руб.). Население, несмотря на сильное ослабление рубля, не демонстрировало ажиотажного спроса на валюту, на это указывает сокращение рублевых депозитов лишь на 47 млрд руб. В отличие от сентября, физлица увеличили свои валютные депозиты (на 2 млрд долл.), что, по-видимому, стало реакцией на повышение ставок по ним. Суммируя указанные цифры, мы делаем вывод, что компании (за счет собственных и заемных средств) и население не могли сформировать такой большой спрос на валюту в октябре, соответственно, это косвенно подтверждает наше предположение о том, что заметная часть валюты от ЦБ могла "уйти" в импорт. Рублевое кредитование и снижение остатков на расчетных счетах, обусловленные валютным фактором (с интервенциями ушло >1,2 трлн руб.) образовали дефицит рублей, который был покрыт ЦБ (+514 млрд руб.) и Минфином (+164 млрд руб.). Пик погашений внешнего долга в декабре (банкам и корпорациям предстоит выплатить 32 млрд долл.), скорее всего, не создаст дефицита валютной ликвидности благодаря инструментам валютного рефинансирования (пока не востребованы, несмотря на приемлемую стоимость).

Темы выпуска

- ▶ **Башнефть: готовится к смене акционеров**

Башнефть: готовится к смене акционеров

Башнефть получила согласие большинства банков не применять ковенанту о смене акционеров

Вчера Башнефть (-/Ba2/BB) опубликовала сильные финансовые результаты по итогам 3 кв. 2014 г. по МСФО. В очередной раз компания существенно улучшила свои производственные показатели, что позволило ей продемонстрировать рост финансовых результатов на фоне снижения цен на нефть. Так, добыча нефти увеличилась на 5,1% кв./кв., EBITDA выросла на 3% кв./кв., а рентабельность по этому показателю достигла 18,6%. Свободный денежный поток составил значительные 17,7 млрд руб. Из-за выплаты дивидендов (35,6 млрд руб.) чистый долг повысился на 20%. В результате долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA выросла до 1,15x. В следующем году компании может понадобиться рефинансировать ~20 млрд руб., что при плохой конъюнктуре может быть осуществлено за счет кредитов российских банков.

На телеконференции менеджмент сообщил о получении согласия банков (95% долгового портфеля, включая предоплаты по поставкам нефти) не применять ковенанту о смене контролирующего акционера. Напомним, 30 октября, Арбитражный суд Москвы постановил истребовать в пользу России 81,6% обыкновенных и 20,9% привилегированных акций Башнефти ранее принадлежавших АФК Системе и Системе-Инвест. Правительство рассматривает возможность проведения приватизации компании в 2015 г. Мы полагаем, что Башнефть, вероятно, сократит дивидендные выплаты (до не более 25% от чистой прибыли по МСФО), что должно позитивно отразиться на ее долговой нагрузке. Отметим, что, по словам менеджмента, несмотря на ситуацию вокруг контролирующего акционера, компания работает в обычном режиме и намерена достичь ранее озвученных операционных и финансовых прогнозов.

Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2014	2 кв. 2014	изм.	9М 2014	9М 2013	изм.
Выручка	162 861	163 176	0%	472 705	417 054	13%
EBITDA	30 298	29 520	3%	85 293	76 981	11%
Рентабельность по EBITDA	18,6%	18,1%	+2,8 п.п.	18,0%	18,5%	-2,2 п.п.
Чистая прибыль	15 793	15 868	0%	45 605	32 802	39%
Чистая рентабельность	9,7%	9,7%	-0,3 п.п.	9,6%	7,9%	+22,7 п.п.
Операционный поток	30 575	42 001	-27%	77 697	58 932	32%
Капвложения	-12 832	-9 758	32%	-31 643	-22 989	38%
Свободный поток	17 743	32 243	-45%	46 054	35 943	28%

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2014	30 июнь 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	166 436	164 604	1%
Краткосрочный долг	27 227	24 079	13%
Долгосрочный долг	139 209	140 525	-0,9%
Чистый долг	128 816	107 124	20%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,15x	0,93x	-

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: Башнефть, оценки Райффайзенбанка

Башнефть продолжает наращивать добычу...

В 3 кв. 2014 г. Башнефть существенно увеличила добычу (+5,1% кв./кв. до 4,6 млн тонн) за счет повышения показателей на месторождениях им. Требса и Титова (+15% кв./кв.) и Бурнефтегаза (+35% кв./кв.), приобретенного в конце 1 кв. Объем переработки нефти на НПЗ компании практически не изменился (5,5 млн тонн, +0,8% кв./кв.). Напомним, по итогам 2014 г. Башнефть планирует добыть 17,8 млн тонн нефти (+11% г./г.), а в 2015 г. этот показатель может достичь 19 млн тонн (+7% г./г.). Пиковый уровень добычи на месторождениях им. Требса и Титова ожидается к 2020 г. на уровне 4,8 млн тонн. В 2014 г. компания планировала добыть 0,9 млн тонн на этих месторождениях.

**...и увеличивает
рентабельность**

Несмотря на падение рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов (снижение цен на нефть при стабильно высоких экспортных пошлинах) рентабельность по EBITDA увеличилась с 18,1% до 18,6%, а сам показатель вырос на 3% до 30,3 млрд руб. Рост эффективности связан с увеличением добычи льготных объемов нефти с новых месторождений (не облагаются НДС). Более того, рост собственной добычи позволил компании сократить расходы на закупку углеводородов на 6% кв./кв. до 34,9 млрд руб. Дополнительную поддержку рентабельности оказало сокращение транспортных расходов (-9,6% кв./кв.).

**Высокий свободный
денежный поток**

В 3 кв. операционный денежный поток сократился на 27% кв./кв., но только лишь из-за эффекта высокой базы, так как во 2 кв. Башнефть получила аванс от Vitol в размере 17,3 млрд руб. Без учета этих платежей рост операционного потока составил 27% кв./кв. до 30,6 млрд руб. Капитальные вложения выросли на 32% кв./кв. до 12,8 млрд руб. в связи с разработкой новых месторождений. Но, несмотря на это, свободный денежный поток (без учета авансов) вырос на 19% кв./кв. до 17,7 млрд руб. Напомним, ранее Башнефть планировала капитальные вложения на уровне 8,1 млрд долл. в период 2014-2018 гг.

Рублевые облигации эмитента неликвидны, последние котировки по длинным выпускам Башнефти находились на уровне YTM 11-16% @ ноябрь, декабрь 2016 г. Для увеличения позиции в рублевых коротких бумагах 1-го эшелона лучшие варианты предлагает первичный рынок, однако, такие инвестиции сопряжены с риском еще одного повышения ключевых ставок до конца этого года.

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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	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

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика сентября: тень роста

Производство: начало импортозамещения или статистический выброс?

Валютный рынок

Готов ли рубль к свободному плаванию?

Валютное РЕПО: ЦБ РФ выстроил мощную линию обороны вдали от фронта

ЦБ решился на предоставление валюты через свопы

Долговая политика

Амбициозный план по размещению ОФЗ не означает агрессивного предложения

Рынок облигаций

Спред к ОФЗ > 200 б.п.: новая реальность или временная диспропорция?

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция в 8,1% не предел?

Запрет на импорт: роста цен не избежать

Ликвидность

ЦБ готов поддержать рынок длинной ликвидностью

ЦБ упрощает процедуру получения рефинансирования

Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Банки РФ продолжают наращивать рублевое кредитование и выводить средства со счетов нерезидентов

Компании аккумулируют средства для выплаты внешнего долга в 4 кв.

Интервенции ЦБ временно покрыли дефицит валюты

Несмотря на дефицит валютного фондирования, банки не сокращают «лонг» в валюте

Для погашения 100 млрд долл. в 2015 г. потребуется вмешательство ЦБ

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

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
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 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. 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](#).