

Пульс рынка

- ▶ **Инвесторы настороженно восприняли резкое ослабление юаня.** Внимание участников рынка в последнее время обращено на резкое ослабление юаня (CNH) к доллару, которое продолжилось вчера, с середины февраля составив ~1,45%. Для сравнения в 2010-2013 гг. он демонстрировал стабильное укрепление в среднем на 3% в год. Напомним, что юань полностью контролируется ЦБ Китая, который время от времени подвергается критике со стороны США за искусственное занижение курса. По мнению ряда экспертов, текущее ослабление юаня является попыткой регулятора внести волатильность и снизить предсказуемость курса (что приведет к сокращению позиций carry-trade и выведет часть спекулятивного капитала). Также не исключено, что ослаблением своей валюты Китай стимулирует экспорт (последняя статистика свидетельствует о его спаде) и, как следствие, экономический рост. Позитивным настроениям не способствовало и ухудшение уверенности американских потребителей в феврале (ожидалось улучшение).
- ▶ **Аукционы ОФЗ: попытка №2 имеет шанс на успех.** Сегодня Минфин предложит 6-летние ОФЗ 26214 (УТМ 8,06%) и 14-летние ОФЗ 26212 (УТМ 8,46%) по 10 млрд руб. каждый. Напомним, что на аукционах в прошлую среду (были предложены те же выпуски) ведомство не реализовало бумаги из-за отсутствия адекватных, по его мнению, заявок. Готовность Минфина выйти на рынок сейчас свидетельствует о том, что текущие доходности на "вторичке" выглядят приемлемыми. За неделю произошло некоторое восстановление рынка госбумаг: так, доходность ОФЗ 26212 снизилась на 10 б.п. до УТМ 8,46% по вчерашним котировкам. Однако уже сегодня доходность выросла до УТМ 8,5%. Мы оцениваем доходности, на которых ведомство в настоящий момент готово размещать ОФЗ, на уровне не выше УТМ 8,55% для 14-летних бумаг и не выше УТМ 8,15% - для 6-летних. По нашему мнению, разместить бумаги в полном объеме, скорее всего, не удастся. Негативными факторами являются как узкий спред ОФЗ к ставкам ХССУ, так и продолжающееся давление на рубль (ситуация на Украине не добавляет позитива). С другой стороны, острой потребности в госзаимствованиях сейчас нет. Это, кстати говоря, подтверждается и заявлением А. Силуанова, что в этом году бюджет может быть бездефицитным. По нашим оценкам также получается, что, если курс рубля и цены на нефть останутся на текущих уровнях до конца года (35,6 руб./долл. и 108 долл./барр., соответственно) федеральный бюджет будет бездефицитным. Как следствие, в этом году Минфин может разместить ОФЗ лишь для рефинансирования погашаемых бумаг (ГСО и ОФЗ), а их объем составляет 316 млрд руб. (заметно меньше плана в 825 млрд руб.). Таким образом, если чистое размещение будет нулевым, рынок ОФЗ превратится в источник рублевой ликвидности (на сумму НКД, ~280 млрд руб. в год). Это может позволить ему выглядеть лучше суверенных бумаг (в локальных валютах) других стран GEM, несмотря на негативную динамику рубля.
- ▶ **Сужение лимитов РЕПО - негативно для ставок.** Вчера ЦБ сократил лимиты по недельному РЕПО, основному инструменту после отмены с 3 февраля регулярных о/п операций, с 2,26 до 2,22 трлн руб. (при спросе на аукционе 2,52 трлн руб.). В иных условиях вызванную в связи с этим необходимость погашения банками сегодня 40 млрд руб. (когда будут осуществляться расчеты) нельзя было бы назвать существенной. Но важно то, что ЦБ урезал лимиты в разгар уплаты налогов, когда, напротив, логично было бы ожидать их расширения. Мы оценивали, что дополнительный спрос на ликвидность в связи с налогами на этой неделе вырастет на ~300 млрд руб. (а с ним и РЕПО), а теперь альтернативных источников остается немного. Одной из причин такого шага ЦБ могло стать желание ограничить госрефинансирование с учетом сложностей на валютном рынке. Во время уплаты налогов ситуация на денежном рынке и так достаточно напряженная, средства утекают на счета Казначейства, и расширение недельных лимитов в обычных масштабах не создало бы излишка, только компенсировав отток. Второй причиной могло стать то, что ЦБ ожидает нетипично высоких встречных поступлений из бюджета. В пользу этого говорит прогноз ЦБ оттока в бюджет 19-25 февраля всего в 39 млрд руб. (но в действительности в этот период, по оценкам ЦБ, из системы "ушло" 300 млрд руб.). Как следствие, наши опасения, что лимитная политика может временно ухудшить ситуацию подтвердились: о/п ставки МБК поднялись к 6,5%, фиксированное РЕПО уже неделю держится вблизи 30 млрд руб., а вчера банки были вынуждены нарастить задолженность по валютным свопам с ЦБ с 50 до 108 млрд руб.. Мы не исключаем, что, если при сокращении лимитов ЦБ руководствовался слишком оптимистичными оценками, то уже завтра регулятор может отреагировать срочным аукционом РЕПО в рамках "тонкой настройки" для смягчения ситуации.

Темы выпуска

- ▶ **НОВАТЭК: заморозка тарифов не помеха**

НОВАТЭК: заморозка тарифов не помеха

Сильные операционные и финансовые показатели

Вчера НОВАТЭК (BBB-/Ваа3/BBB-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2013 г., которые мы оцениваем в целом позитивно, несмотря на некоторое увеличение долговой нагрузки (при этом показатель Чистый Долг/ЕБИТДА остается на низком уровне - 1,3х). На фоне высоких темпов роста производственных показателей за год выручка выросла на 41% г./г., а ЕБИТДА - на 25% г./г. Мы полагаем, что в 2014 г. НОВАТЭК вновь сможет продемонстрировать опережающую динамику за счет увеличения добычи газа и переработки конденсата.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	83,9	58,7	+43%	298,2	211,0	+41%
ЕБИТДА	35,1	25,4	+39%	121,5	97,0	+25%
Рентабельность по ЕБИТДА	41,9%	43,2%	-1,3 п.п.	40,8%	46,0%	-5,2 п.п.
Чистая прибыль	52,1	18,5	+181%	110,0	69,5	+58%
Чистая рентабельность	62,1%	31,6%	+30,5 п.п.	36,9%	32,9%	+4,0 п.п.
Операционный денежный поток	21,2	18,2	+17%	88,5	75,8	+17%
Капитальные вложения	-14,3	-12,3	+17%	-59,2	-43,6	+36%
Свободный денежный поток	6,9	5,9	+17%	29,3	32,3	-9%
в млрд руб., если не указано иное				31 дек. 2013	30 сен. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				165,6	140,7	+18%
Краткосрочный долг				24,0	1,0	+24x
Долгосрочный долг				141,6	139,8	+1%
Чистый долг				157,7	130,4	+21%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*				1,30x	1,17x	

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 2013 г. газовые доходы увеличились на 44% г./г.

В 2013 г. добыча природного газа (с учетом зависимых предприятий) выросла на 8,4% г./г. (при первоначальном плане 7% г./г.), а объемы реализации - на 9% г./г. Реализация газа по-прежнему является основным видом бизнеса для компании (69% общих доходов). В 2013 г. выручка от реализации газа увеличилась на 44% г./г., чему способствовал рост цен на газ в России на 15% г./г. Однако мы полагаем, что в будущем доля этого сегмента будет снижаться (за счет увеличения доли жидких углеводородов) как в выручке, так и в ЕБИТДА, тем более, принимая во внимание заморозку тарифов на газ в 2014 г. и их индексацию по инфляции в последующем.

Сегмент жидких углеводородов может стать новым драйвером роста

НОВАТЭК наращивает объемы реализации жидких углеводородов более высокими темпами (+29,4%) за счет дополнительных объемов закупок у связанных компаний для последующей переработки. В прошлом году НОВАТЭК запустил комплекс по переработке собственного стабильного газового конденсата в Усть-Луге и реализовал 1,6 млн тонн продуктов переработки (30% от общего объема реализации сегмента). Мы ожидаем, что в 2014 г. именно сегмент жидких углеводородов станет основным драйвером роста. Напомним, что НОВАТЭК также завершил модернизацию Пуровского завода, увеличив его мощность с 5 до 11 млн тонн, а завод в Усть-Луге с этого года сможет перерабатывать до 7,2 млн тонн конденсата. Кроме того, мы полагаем, что этот завод имеет высокий потенциал в долгосрочной перспективе. Более 80% реализации комплекса приходится на нефть, на которую с 2011 г. действует заградительная пошлина (90% от пошлины на нефть). Ожидается, что она будет отменена в 2016-2017 гг. после стабилизации внутреннего рынка бензинов.

Сокращение рентабельности по ЕБИТДА - естественное следствие увеличения переработки

Рентабельность НОВАТЭКа по ЕБИТДА ожидаемо продолжает сокращаться на фоне увеличения закупок углеводородов для переработки. Так, в 2013 г. она упала с 46% до 41%. Однако мы отмечаем, что эффективность в расчете на баррель собственной добычи продолжает расти высокими темпами (+18,4% г./г. до 332 руб./барр. н.э.).

Капитальные вложения останутся на высоком уровне

В 2013 г. капитальные вложения возросли на 36% до 59,2 млрд руб., что было обусловлено продолжением разработки основных добывающих активов и расширением мощностей Пуровского перерабатывающего завода. В 2014 г. мы ожидаем сокращения вложений в перерабатывающие активы, но дополнительных инвестиций потребует сегмент добычи. Напомним, что в январе 2014 г. НОВАТЭК довел свою долю до контрольной (59,8%) в СеверЭнергии, одном из самых перспективных проектов по добыче углеводородов. По нашим оценкам, капитальные вложения компании в этом году останутся на уровне 2013 г.

Несмотря на существенный рост капитальных вложений, НОВАТЭКу удалось продемонстрировать значительный свободный денежный поток, который составил 29 млрд руб. Мы полагаем, что в 2014 г. компания сможет профинансировать капвложения за счет собственных средств, однако, свободный денежный поток, скорее всего, будет распределен на дивиденды. В связи с этим мы не ожидаем заметного снижения уровня долга.

Рублевые выпуски эмитента БО-2,3,4 (УТМ 7,7% @ октябрь 2015 г.) неликвидны, последние котировки предполагают спред к ОФЗ в размере всего 70 б.п., что не соответствует рынку (по нашим оценкам, справедливый спред составляет 100 б.п.). Сужение этого спреда на 50 б.п. по сравнению с ноябрем прошлого года произошло исключительно в связи с повышением доходностей ОФЗ. Евробонды NOVATEK 21,22 не интересны для покупки без премии к кривой Газпрома.

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.