

24 января 2012 г.

Пульс рынка

- **Германия, наконец, предложила "пряник".** В обмен на принятие условий для вступления стран еврозоны в фискальный союз Германия, наконец, озвучила готовность увеличить фонд помощи (в рамках механизма ESM) до 750 млрд евро (сейчас размер свободных средств фонда EFSF составляет 250 млрд евро). Таким образом, Германия, которая ранее отказывалась обсуждать форму и размер помощи до формирования фискального союза, несколько смягчила свою позицию, стимулируя страны еврозоны к более активным действиям. Однако остается еще много вопросов, в частности, какие санкции будут предприниматься в отношении стран, нарушивших условия союза. Заявление немецкой стороны последовало за встречей А. Меркель и представителя МВФ, по мнению которого, глобальной экономике угрожает Великая депрессия. Также МВФ предлагает использовать инструменты ЕЦБ для рефинансирования периферийных стран еврозоны (насколько мы понимаем, это означает более активные интервенции регулятора на рынке госдолга). Рынки позитивно восприняли данную новость: доходности на рынке суверенных облигаций еврозоны продолжили снижение (например, 10-летние облигации Италии опустились до 3-месячного минимума YTM 6,10%), при этом евро подорожал до 1,30 долл. Сегодня начинается заседание ФРС США, на котором будут даны оценки текущего состояния и прогноза развития американской экономики на 2012 г. и, возможно, намек на QE3.
- **Греческий вопрос буксует на месте.** Новое препятствие в переговорах, которые уже принимают характер торга, с частными кредиторами поставила Еврогруппа (министры финансов еврозоны), высказавшаяся за снижение ставки купона <4% годовых. Напомним, что кредиторы, по неофициальным данным, договорились о плавно повышающейся ставке купона в период обращения новых облигаций Греции, которая в среднем превысит 4% годовых. Очевидно, что оптимальной, с точки зрения отношения размера госдолга к показателю ВВП, является процентная ставка ниже темпа роста ВВП. Греции, экономика которой находится в глубокой депрессии, скорее всего, будет трудно выйти на экономический рост на уровне 4% в течение следующих 5 лет.
- **Вслед за обострением проблем с ликвидностью, сегодня ЦБ ощутимо расширил лимиты по однодневному и недельному РЕПО** - до 50 млрд руб. о/п и до 200 млрд руб., соответственно, после того, как 2 недели подряд он удерживал их на уровне 10 млрд руб. Дополнительное предложение средств по гораздо менее дорогостоящим (в среднем 5,3-5,7%), чем 28-дневные депозиты Минфина (мин. 6,15%), операциям РЕПО может только приветствоваться, учитывая что общий объем выпадающих на середину недели выплат оценивается нами в ~390 млрд руб. (215 млрд руб. - НДПИ и акцизы, 170 млрд руб. - депозиты). Из-за ожиданий дальнейшего сужения ликвидности спрос на сегодняшнем аукционе Минфина превысил предложение на 41%, а ставка составила 7,47% год. Мы полагаем, что и другие инструменты (в частности, недельное РЕПО) будут востребованы практически полностью.
- **Эмитенты стремятся успеть, пока окно на первичный рынок открыто.** Почти каждый день первичное предложение пополняется новыми выпусками. Вчера начался сбор заявок по ГПБ БО-3 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,68-8,94% к 2-летней оферте (ОФЗ + 150-180 б.п.), что соответствует премии к рынку около 20-45 б.п. О появлении спроса инвесторов свидетельствует успешно завершившаяся продажа облигаций Х5-4 в объеме 3,6 млрд руб., в результате цена была определена на уровне 96,67% от номинала (YTP 9,55% @ июнь 2014 г.), что выше верхней границы ценового ориентира 95,35-96,30%. Стоит отметить, что несмотря на улучшение рыночной конъюнктуры, спрос концентрируется лишь в коротких бумагах (с дюрацией до 3-х лет), удовлетворяющим критериям включения в список РЕПО ЦБ.

Темы выпуска

- ТМК: операционные результаты оказались немного лучше ожиданий
- Промсвязьбанк может остаться без источников роста

ТМК: операционные результаты оказались немного лучше ожиданий

Отгрузки ТБД в 4 кв. увеличились на 13,3% кв./кв., несмотря на негативный прогноз

Сезонное снижение отгрузки промышленных труб

Отгрузки за год выросли на 6,6% (прогноз - 5%)

В 2012 г. прогнозируется рост в сегменте ОСТГ, но некоторый спад в сегменте ТБД

Вчера ТМК (B+/B1/-) представила операционные результаты за 4 кв. и весь 2011 г., которые оказались несколько лучше скорректированных в 3 кв. прогнозов самой компании. Так, в последнем квартале года ожидалось продолжение спада в сегменте ТБД. Однако объем отгрузки этого вида труб увеличился на 13,3% по сравнению с предыдущим кварталом. Объемы ТБД в 2011 г. в целом все-таки оказались ниже, чем в рекордном 2010 г.

ТМК также ожидала снижения отгрузки труб промышленного назначения в связи с сезонным спадом спроса в российском строительном секторе и сфере ЖКХ. В итоге объемы отгрузки относительно 3 кв. 2011 г. упали на 12,6% для сварных труб и на 8,3% для бесшовных. Однако по году в целом объемы реализации бесшовных и сварных труб оказались выше показателей 2010 г. на 2,7% и 2,4%, соответственно. Американский дивизион ТМК, на долю которого приходится около 28% всех отгрузок группы, продемонстрировал увеличение объемов реализации в целом на 9,9% кв./кв.

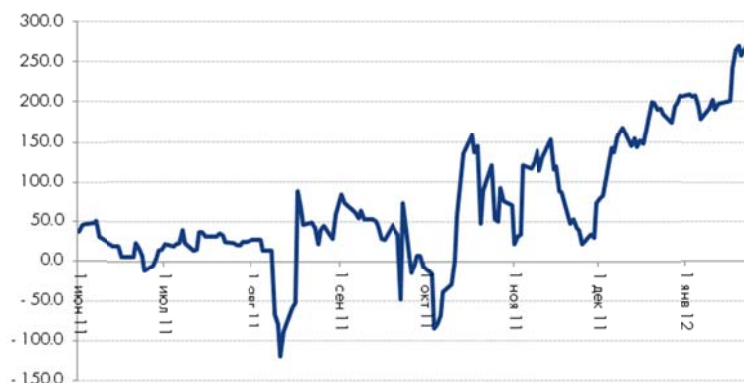
В результате общий объем отгрузок увеличился на 6,6%, что ближе к первоначальным оценкам ТМК (7-8%).

Компания также представила позитивный прогноз на 2012 г. по сегменту нефтегазовых труб, в частности, ОСТГ, ввиду запланированного роста расходов нефтегазовых компаний на разведку и добычу, реализации трубопроводных проектов, а также подписания договора с Лукойлом, по которому ТМК будет полностью обеспечивать его потребности в трубной продукции. В отношении ТБД некоторое снижение отгрузок в 2012 г. не исключается, а по трубам промышленного назначения компания планирует сохранить свою рыночную долю.

В целом ТМК ожидает в 2012 г. небольшое увеличение отгрузки продукции относительно 2011 г. при условии сохранения сложившихся рыночных тенденций.

Мы оцениваем представленные результаты как умеренно-позитивные и продолжаем считать, что спред ТМК18 к Evraz18 неоправданно широк, учитывая идентичный уровень кредитного рейтинга (B+/B1).

Динамика спреда ТМК18-Evraz18



Источник: Bloomberg

Промсвязьбанк может остаться без источников роста

До июня 2012 г. Commerzbank продаст свою долю в ПСБ

По информации Ведомостей, до июня этого года Commerzbank полностью выйдет из капитала Промсвязьбанка (-/Ba2/BB-), продав свою долю (14,37%) в рамках сокращения размера непрофильных активов для улучшения ситуации с капиталной базой. Стоит отметить, что Commerzbank понес одни из самых больших потерь среди европейских банков, согласно EBA. Как сообщают Ведомости, от продажи своей доли Commerzbank планирует выручить порядка 150 млн евро, или 6 млрд руб. (таким образом, весь ПСБ оценен в половину капитала). По мнению аналитика агентства Fitch, уход иностранного акционера является негативным фактором для рейтинга.

Она будет выкуплена мажоритарными акционерами, что может ограничить дальнейший рост

Президент ПСБ заявил, что доля Commerzbank будет выкуплена Алексеем и Дмитрием Ананьевыми, являющимися мажоритарными акционерами с долей 73,9% в уставном капитале. Учитывая низкую достаточность капитала ПСБ (показатель Н1 составлял 11,01% на 1 января 2012 г. при минимальном уровне 10%), выкуп доли Commerzbank за счет средств мажоритарных акционеров может ограничить их возможности по дальнейшей докапитализации банка, что может существенно замедлить рост активов в этом году. Кроме того, низкая достаточность капитала ПСБ повышает его уязвимость к ухудшению качества активов. Дополнительное давление на достаточность капитала окажет погашение субординированного выпуска PSB12 номиналом 200 млн долл. в мае этого года.

Субординированный выпуск PSB18 выглядит недооцененным

Мы обращаем внимание на субординированный выпуск PSB 18 (YTC 8,5/9,5% @ 31 января 2013 г.), котирующийся на уровне 104% от номинала, что, на наш взгляд, слишком дешево вне зависимости от того, исполнит эмитент call-опцион или нет. По нашим оценкам, в случае неисполнения call-опциона (вероятность чего мы оцениваем как высокую) доходность составит YTM 11,6% @ январь 2018 г., что предполагает избыточную премию к субординированному выпуску PSB 16 в размере 210 б.п. Мы оцениваем справедливую цену PSB 18 выше 106% от номинала, а в случае неисполнения call-опциона около 110%. С другой стороны, стоит учитывать относительно незначительный объем выпуска (всего 100 млн долл.), что ограничивает торговую ликвидность в бумаге.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaiкова@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.