

Пульс рынка

- **"Бегство в качество" усиливается.** Основной темой, определяющей динамику финансовых рынков, остается ситуация вокруг Сирии. Естественной реакцией стало усиление "бегства в качество": американские индексы акций упали на 1,6%, 10-летние UST снизились в доходности на 7 б.п. до YTM 2,71%. Неплохие данные по уверенности американских потребителей (несмотря на рост процентных ставок и негативную динамику рынков акций) имели второстепенное значение. Риск начала военных действий подстегнул рост котировок нефти Brent (на 6 долл. до 116 долл./барр.). Сочетание относительно высоких цен на нефть и снижения доходностей базовых активов удерживает котировки суверенных евробондов РФ от падения. Не осталось в стороне и золото, подорожавшее на 16 долл. до 1431 долл./унция. Стоит отметить, что, несмотря на заметное повышение котировок металла (с конца июля на 19%), цены евробонда NORDLI 18 остаются около 92% от номинала, а PGILLN 20 даже подешевел на 3 п.п. до 96% от номинала (по-видимому, инвесторы не верят в устойчивость роста цен на золото).
- **Размещение длинных ОФЗ - почти без шансов на успех.** Сегодня Минфин предложит 10-летние ОФЗ 26211 на 12,5 млрд руб. (недоразмещенный остаток выпуска) с ориентиром YTM 7,70-7,75%, который не предполагает никакой премии к рынку (вчера котировки были в диапазоне YTM 7,76-7,79%). Со среды прошлой недели выпуск подешевел на 1,25 п.п., а доходность выросла на 20 б.п. до YTM 7,79%. Основными продавцами выступили нерезиденты, что обусловлено как несколько запоздалой реакцией на сдвиг доходностей базовых активов (мы отмечали отставание ОФЗ от рынка), так и продолжающимся ослаблением рубля (вчера бивалютная корзина укрепилась на 15 коп. до 38,25 руб.). Иностранные инвесторы, заходившие в ОФЗ в начале года и получившие убыток от своих вложений (по причине ценового снижения облигаций и ослабления рубля), не готовы на текущих уровнях стратегически наращивать свои позиции в ОФЗ. То же касается и локальных участников, которые более склонны в настоящий момент к реализации краткосрочных торговых идей. Спрос на аукционе может быть сформирован лишь для закрытия коротких позиций, хотя, по нашему мнению, потенциал дальнейшего повышения доходностей ОФЗ не исчерпан. На этом фоне план Минфина по размещению ОФЗ в объеме 270 млрд руб. в 3 кв. выглядит трудно выполнимым: из госбумаг, оставшихся для размещения (162 млрд руб.), большая часть (~57%) приходится на длинные выпуски со сроком до погашения не менее 10 лет.
- **ЛОКО-Банк (-/B2/B+): неплохой результат на плохом рынке.** Отчетность банка по МСФО за 1П 2013 г. произвела на нас в целом позитивное впечатление. Прирост кредитного портфеля (на 10,4% до 49,9 млрд руб.) обеспечили в основном кредиты физлицам (+17,2% до 16,1 млрд руб.), а объем кредитов крупным предприятиям немного сократился. Качество портфеля ухудшилось: главным образом, из-за роста просрочки в рознице общий показатель NPL 90+ в абсолютном выражении вырос на 132% до 1,3 млрд руб. (списания в 1П 2013 г. почти не производились) и в отношении к портфелю с 1,2% в 2012 г. до 2,6%, что соответствует все еще приемлемому уровню риска (но есть признаки ухудшения качества розничных кредитов, судя по динамике NPL 1-90). Резервы полностью (на 149%) покрывают NPL 90+. Также NPL 90+ выглядит умеренным в сравнении с чистой процентной маржой (по нашим оценкам, 4,9%). Прирост кредитования (4,4 млрд руб.) был профинансирован в основном увеличением средств на текущих счетах и депозитах клиентов (+3,1 млрд руб.), а также МБК (+1,9 млрд руб.). В течение 12 мес. после отчетной даты ЛОКО-Банку предстоит исполнить обязательства (в т.ч. пройти оферту по БО-2) по долговым инструментам на 11 млрд руб., что, скорее всего, будет осуществлено за счет размещения новых облигаций/установления рыночных ставок купонов на новый период. Несмотря на повышение доходностей на долговых рынках в 1П 2013 г., от переоценки портфеля облигаций (16,7 млрд руб.) была получена прибыль 600 млн руб. Рентабельность (ROAE) на уровне 15,4% оказалась ниже темпа прироста RWA, что было компенсировано допэмиссией акций в начале года (500 млн руб.). Достаточность капитала 1-уровня по МСФО выросла на 0,6 п.п. до 16%. По РСБУ банк также имеет высокий запас капитала 1-го уровня: по нашим оценкам, Н1.1 составил 11,26% на 1 августа 2013 г. Выпуски эмитента БО-1,2 предлагают YTW 8,5-8,6% к погашению/оферте в феврале 2014 г. и являются неплохой возможностью для реализации стратегии carry-trade над ставками РЕПО ЦБ (спред ~300 б.п.) при невысоком рыночном риске.

Темы выпуска

- ТМК: снижение долговой нагрузки пока не ожидается
- Башнефть: месторождения им. Требса и им. Титова запущены

ТМК: снижение долговой нагрузки пока не ожидается

Результаты оцениваем
нейтрально

ТМК (B+/B1/-), крупнейшая российская трубная компания, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем в целом нейтрально. Выручка снизилась на 4% кв./кв. за счет ухудшения структуры продаж в РФ и ослабления рубля. Отметим, что американский дивизион, напротив, показал рост всех ключевых показателей после слабого предыдущего квартала. Рентабельность группы в целом осталась практически на тех же уровнях, что и кварталом ранее (валовая маржа: +0,1 п.п. до 21,5%, рентабельность по EBITDA: -0,6 п.п. до 15,2%).

Негативным моментом
остается высокая
долговая нагрузка

Негативным моментом по-прежнему остается высокая долговая нагрузка (3,7х Чистый долг/EBITDA). Привлеченные в отчетном периоде 500 млн долл. от размещения евробонда TRUBRU 2020 были направлены на рефинансирование банковских займов (что привело как к удлинению срочности долга, так и снижению средней ставки - до 6,67% с 7,02%). При этом мы отмечаем невысокие риски рефинансирования - до конца этого года компании предстоит погасить 337 млн долл. (из них 159 млн долл. - рублевый выпуск ТМК, БО-1) и 289 млн долл. в 2014 г., при том, что у компании имеются подтвержденные невыбранные кредитные линии общим объемом 1 млрд долл.

Риски
рефинансирования
невысоки

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	1 649	1 725	-4%	1 781	-7%
Валовая прибыль	355	369	-4%	389	-9%
Валовая рентабельность	21,5%	21,4%	+0,1 п.п.	21,9%	-0,4 п.п.
EBITDA	250	273	-8%	280	-11%
Рентабельность по EBITDA	15,2%	15,8%	-0,6 п.п.	15,7%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	40	85	-53%	76	-47%
Операционный поток	197	89	+2,2х	103	+1,9х
Инвестиционный поток, в т.ч.	-101	-101	0%	-101	0%
Капвложения	-74	-93	-20%	-101	-27%
Финансовый поток	-87	-92	-5%	-75	+16%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	3 769	3 849	-2%		
Краткосрочный долг	530	1 056	-50%		
Долгосрочный долг	3 239	2 793	+16%		
Чистый долг	3 636	3 731	-2%		
Чистый долг/EBITDA LTM *	3,7х	3,7х	-		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Физические объемы продаж во 2 кв. повысились на 6% кв./кв. до 1,12 млн т: объемы реализации бесшовных труб выросли на 3% кв./кв. до 645 тыс. т, сварных труб - на 9% кв./кв. до 472 тыс. т.

Выручка снизилась за
счет ухудшения
структуры продаж в
РФ и ослабления
рубля...

Несмотря на это, выручка снизилась на 4% кв./кв. до 1,65 млрд долл. Наибольшее давление на выручку оказал российский дивизион, в котором она упала на 9% до 1,16 млрд долл. в результате ухудшения структуры продаж как в сегменте бесшовных, так и сварных труб, а также ослабления рубля относительно доллара США. Показатель выручки на тонну трубной продукции снизился в РФ на 13% кв./кв. до 1,4 тыс. долл./т. В американском дивизионе, напротив, выручка выросла на 12% кв./кв. до 413 млн долл. на фоне увеличения объемов продаж, в частности, сварных труб и бесшовных OCTG. Удельный показатель остался в этом дивизионе без изменений. В европейском подразделении выручка сократилась на 9% кв./кв. до 72 млн долл. за счет снижения объемов (-5%) и цен реализации.

... что также повлияло на EBITDA, но рентабельность осталась практически на прежнем уровне

Поскольку до 83% EBITDA приходится на российский дивизион, те же неблагоприятные факторы, повлиявшие на выручку в РФ, оказали негативное влияние и на общий показатель EBITDA (-8% кв./кв.). В РФ этот показатель упал на 16% кв./кв., рентабельность по EBITDA снизилась на 1 п.п. до 18%. В американском дивизионе и в Европе EBITDA повысилась на 65% и 48%, соответственно, рентабельность по EBITDA выросла на 3 п.п. до 8% в США и на 5 п.п. до 12% в Европе за счет улучшения структуры продаж (в частности, большей доли бесшовных труб в продажах).

Менеджмент по-прежнему прогнозирует, что результаты 2013 г. в целом останутся на уровне 2012 г., что планируется достичь, в частности, благодаря традиционно более сильному 4 кв.

Капвложения полностью профинансированы из операционного потока

Чистый операционный денежный поток ТМК во 2 кв. вырос существенно - более чем вдвое до 197 млн долл. в результате сокращения инвестиций в оборотный капитал - до 28 млн долл. против 132 млн долл. в 1 кв. (что было связано с поставкой труб большого диаметра по проекту Газпрома "Южный поток"). Операционного денежного потока было достаточно для финансирования капвложений (74 млн долл.). За 1П 2013 г. на капвложения было направлено 166 млн долл., или 41,5% от общего плана капзатрат на 2013 г. (400 млн долл.). На поддержание существующих мощностей компания тратит около 100 млн долл. в год, а остальное направляется на два ключевых проекта: строительство электропечи на Тагмете (уже завершено) и модернизация производства бесшовных труб на Синарском заводе (завершение в 2014 г.).

Пока не ожидаем существенного снижения долговой нагрузки

Общий долг ТМК за 2 кв. сократился на 2% до 3,77 млрд долл. в основном в результате ослабления рубля (чистые погашения составили всего 36 млн долл.). В целом до конца 2013 г., по оценкам менеджмента, компания может погасить еще свыше 100 млн долл. Соответственно, пока мы не ожидаем существенного снижения долговой нагрузки (на конец 2 кв. - 3,7х Чистый долг/EBITDA), но ее сокращение возможно после завершения ключевых проектов в 2014 - 2015 гг. (ранее компанией озвучивался ориентир до 2,5х-3,0х Чистый долг/EBITDA).

Бонды ТМК выглядят дорого

Единственный обращающийся рублевый выпуск облигаций ТМК БО-01 (с погашением в октябре 2013 г.) неликвиден. Несмотря на отсутствие факторов снижения долговой нагрузки ТМК, с начала лета его евробонды продемонстрировали динамику заметно лучше рынка, в результате спреда EVRAZ 18 - ТМК 18 и EVRAZ 20 - ТМК 20 расширился с почти нулевого значения до 140 б.п. По-видимому, наличие постоянных заказов на трубы со стороны Газпрома и Транснефти инвесторы воспринимают как фактор, существенно усиливающий кредитный профиль ТМК (в сравнении с Евразом). В настоящий момент бонды ТМК котируются с премией к кривой Северстали/ВымпелКома всего 70 б.п., которая не в полной мере отражает кредитный риск ТМК.

Башнефть: месторождения им. Требса и им. Титова запущены

Вчера Башнефть (-/Ba2/BB) опубликовала позитивные финансовые результаты за 2 кв. 2013 г. по МСФО. Компания улучшила операционные показатели и сохранила рентабельность по EBITDA, несмотря на снижение мировых цен на нефть. Долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA снизилась до 0,7х, а общий долг сократился на 15% кв./кв. до 106 млрд руб. По данным менеджмента, после отчетной даты общий долг уменьшился еще на 20 млрд руб. - до 86 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	134 903	125 580	+7%	260 483	245 261	+6%
EBITDA	22 730	21 223	+7%	43 953	48 713	-10%
Рентабельность по EBITDA	16,8%	16,9%	-0,1 п.п.	16,9%	19,9%	-3,0 п.п.
Чистая прибыль	13 162	11 992	+10%	25 154	24 038	+5%
Чистая рентабельность	9,8%	9,5%	+0,2 п.п.	9,7%	9,8%	-0,1 п.п.
Операционный поток	19 816	2 941	+574%	22 757	35 812	-36%
Капвложения	-8 462	-5 820	+45%	-14 282	-13 352	+7%
Свободный денежный поток	11 354	-2 879	n/a	8 475	22 460	-62%

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	105 832	125 186	-15%
Краткосрочный долг	14 879	33 133	-55%
Долгосрочный долг	90 953	92 053	-1%
Чистый долг	67 853	73 416	-8%
Чистый долг/EBITDA LTM *	0,72x	0,77x	

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонное восстановление спроса поддержало выручку

Во 2 кв. 2013 г. выручка увеличилась на 7,4% кв./кв. до 134,9 млрд руб. благодаря росту доходов от реализации продуктов переработки (80% в общем показателе) на 12% кв./кв. - до 107,3 млрд руб. Продажи нефтепродуктов и нефтехимии выросли на 14,5% кв./кв. до 5,08 млн тонн после сезонного сокращения в 1 кв. Для покрытия возросшего спроса на нефтепродукты Башнефть использовала часть запасов, накопленных в предыдущие периоды, так как производство увеличилось только на 4,7% до 4,9 млн тонн. Но, по данным менеджмента, большая часть запасов была сохранена для реализации в 3 кв. Выручка от продаж сырой нефти сократилась на 8,7% из-за падения цен и ее большего использования для переработки на собственных НПЗ.

Улучшение производственных показателей...

Башнефть улучшила производственные показатели кв./кв., как в сегменте добычи, так и в переработке. На НПЗ компании было переработано сырой нефти на 1,3% больше кв./кв. Глубина переработки достигла 86%, а выпуск светлых нефтепродуктов возрос до 61,2%. Добыча сырой нефти увеличилась на 2,1% кв./кв. Это вкупе с высвобождением запасов оказало положительное влияние на финансовые результаты и позволило сохранить рентабельность при снижении мировых цен на нефть.

...продолжится с запуском месторождений им. Требса и им. Титова

Мы ожидаем улучшения производственных показателей во 2П в секторе добычи, так как в августе 2013 г. была начата добыча на блоке месторождений им. Требса и им. Титова. В 2013 г. на них должно быть добыто около 300 тыс. тонн, а в 2014 г. - 900 тыс. тонн. Пиковый уровень добычи планируется к 2020 г. - 4,8 млн тонн. По данным менеджмента, в проект уже было инвестировано 20,4 млрд руб., без учета затрат на приобретения лицензий. Общие капвложения в проект должны составить около 180 млрд руб.

Запасы позволили сократить расходы

Рентабельность по EBITDA составила 16,9%, что соответствует уровню предыдущего квартала. А показатель EBITDA/ барр. добычи собственной нефти возрос на 4,9% до 813,5 руб./барр. Поддержку прибыльности оказало использование запасов: при росте выручки на 7,4% кв./кв. расходы на закупку сырой нефти и нефтепродуктов увеличились лишь на 3,5% кв./кв.

Снижение рабочего капитала поддержало свободный поток Башнефть может осуществить капвложения за счет собственных средств

Во 2 кв. положительный свободный денежный поток превысил 11,3 млрд руб. благодаря росту операционного денежного потока, который был поддержан сокращением рабочего капитала.

Капитальные вложения за 1П составили 14,3 млрд руб. Менеджмент подтвердил, что инвестиционные планы остались без изменений. Капвложения, без учета инвестиций в проект им. Требса и им. Титова, должны составить около 30-31 млрд руб. в 2013 г. На сам проект будет направлено около 15 млрд руб. в 2013 г. Дополнительные инвестиции планируется осуществить для ребрендинга АЗС. В результате суммарные капвложения в этом году могут составить 45-50 млрд руб. Таким образом, во 2П они не должны превысить 36 млрд руб. С учетом денежных средств на балансе компании (19,6 млрд руб.), мы полагаем, что инвестиции могут быть осуществлены без привлечения долга.

Бумаги Башнефти выглядят дорого

Рублевые выпуски Башнефти не отличаются высокой ликвидностью и котируются на уровне YTP 8,8% @ февраль 2020 г. (Башнефть-7,9) и YTP 8,6% @ февраль 2018 г. (Башнефть-6,8), что соответствует премии к суверенной кривой в размере 160 б.п. Как мы и предполагали, премия корпоративных облигаций к ОФЗ сократилась (в частности, для Башнефти спред к ОФЗ сузился на 50 б.п.), однако произошло это, главным образом, за счет роста доходностей ОФЗ. Мы ожидаем повышение доходностей корпоративных бумаг в связи с негативной динамикой рынка ОФЗ.

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	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?
Промышленность «обнулила счет»

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

Рубль обновил минимум

Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную
область реальных доходностей

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока
капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной
коррекции рубля пока нет

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко,
даже Резервного фонда

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на
270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент
сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по
Базель 3

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 Кеняйкин		(+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.