



Утренний Express-О

26 мая 2014 г.



Технический монитор



Капитализация системно значимых банков будет увеличена с помощью конвертации субординированных кредитов.



ТМК (B1/B+/-): финансовые результаты за 1 кв. 2014 г.

Капитализация системно значимых банков будет увеличена с помощью конвертации субординированных кредитов.

С точки зрения бумаг сдержанного позитива мы ждем в еврооблигациях ВТБ как первого кандидата на конвертацию в рамках поддержки системно значимых банков. Мы по-прежнему позитивно смотрим на субординированный выпуск ВТБ-22, дающий премию порядка 100 б.п. с собственной кривой. Кроме того, привлекательно смотрятся субординированные займы Банка Москвы, дающие премию к кривой ВТБ около 150 б.п. (BOM-17 subd). Учитывая, что государство опосредованно делает вливания в капитал госбанков и системно значимых банков, по нашему мнению, можно говорить, что риски субординированных выпусков снижаются.

Комментарий. Капитализация системно значимых банков будет увеличена, в том числе с помощью конвертации субординированных кредитов, заявил президент РФ Владимир Путин, выступая на пленарном заседании ПМЭФ. Напомним, ранее А.Силуанов озвучивал, что решение о переводе антикризисных субординированных кредитов, выданных банкам в 2008-2009 годах, в капитал первого уровня может быть принято в случае значительного ухудшения условий деятельности кредитных организаций и снижения достаточности их капитала.

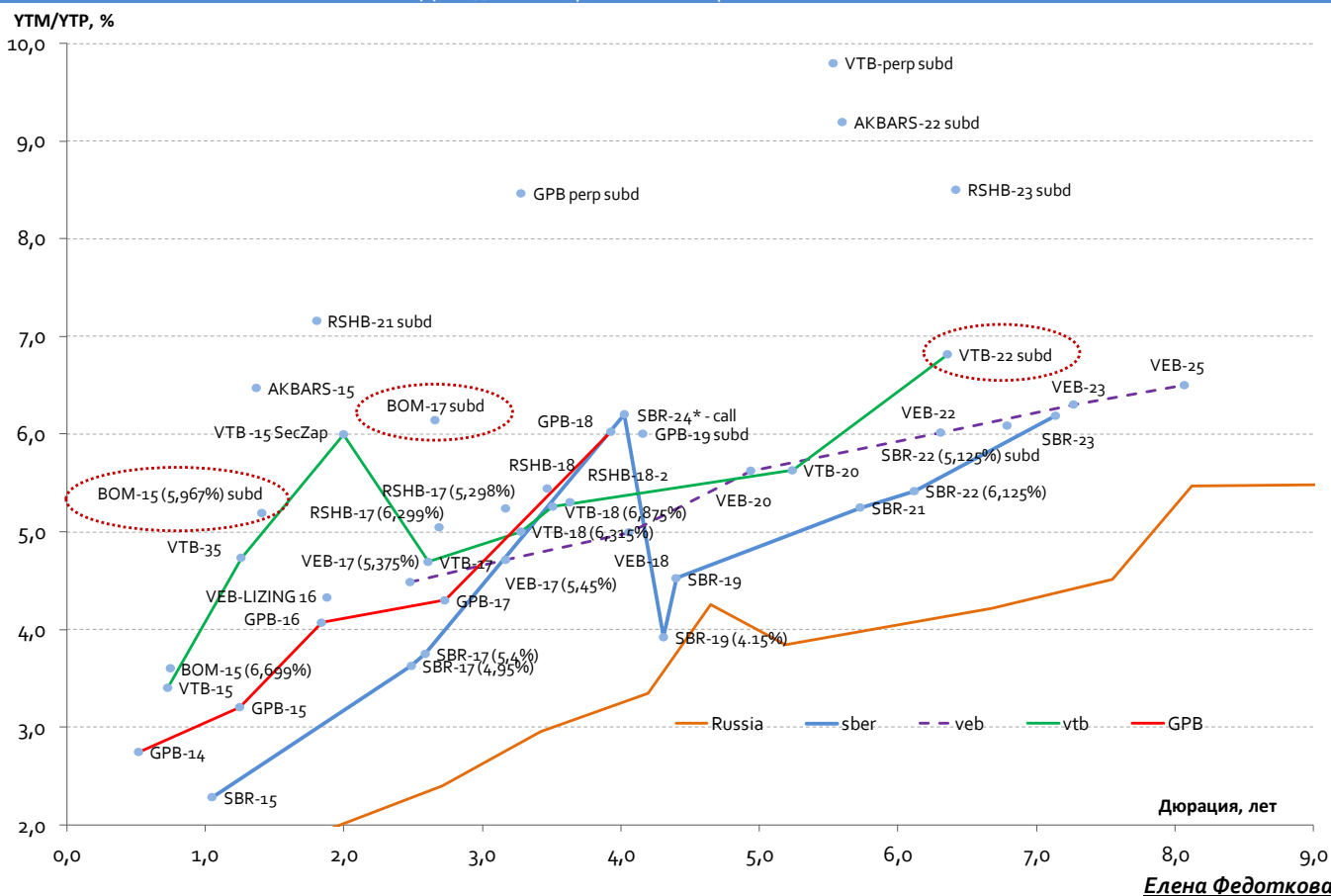
На наш взгляд, речь идет именно об антикризисных государственных кредитах, выданных ЦБ и ВЭБом в 2008-2009 годах. То есть по сути, рассматривается вариант государственной поддержки при ухудшении ситуации. В большей степени, по нашему мнению, это затронет Сбербанк и ВТБ, на показатели которых сейчас оказывает давление в том числе ситуация в Украине. Напомним, что субординированные кредиты ВЭБа также получали: РСХБ, Банк Москвы, Газпромбанк, Альфа-Банк, Банк Санкт-Петербург, НОМОС-БАНК, Ханты-Мансийский Банк, ТрансКредитБанк, Банк Русский Стандарт, Банк ЗЕНИТ, СКБ-Банк, Первобанк, Новикомбанк. При этом открытым остается вопрос, каким образом будет идти конвертация. В большей степени сейчас говорят о привилегированных акциях, однако рассматривается и вариант приравнивания субординированных кредитов к бессрочным.

В целом готовность государства к поддержке сектора, а именно системно значимых банков, это, безусловно, позитивная новость, в первую очередь для банков, привлечший наибольшие объемы субординированных кредитов в 2008-2009 годах: Сбербанк (500 млрд руб., досрочно погашено 200 млрд руб.), ВТБ (200 млрд руб.), ГПБ

(90 млрд руб.), Альфа-Банк (40 млрд руб.), РСХБ (25 млрд руб.). Наиболее интересна конвертация в акции была бы ВТБ и ГПБ, у которых Н1.1 (min 5%) опустился на 1 мая до 7,28% и 7,26% соответственно. При это стоит отметить, что обоим банкам не помешало бы и пополнение капитала в целом, поскольку Н1.0 (min 10%) опустился до 10,90% и 11,19% соответственно. Скорее всего, после конвертации банки пойдут по пути выпуска новых субордов на «высвободившееся» место в капитале 2 уровня. В частности, А.Костин уже озвучил, что в качестве возможно ресурса рассматривает азиатско-арабские рынки.

С точки зрения бумаг сдержанного позитива мы ждем в еврооблигациях ВТБ как первого кандидата на конвертацию в рамках поддержки системно значимых банков (впрочем, ранее ВЭБ уже конвертировал суборд в обыкновенные акции ГПБ, войдя в состав акционеров). Мы по-прежнему позитивно смотрим на субординированный выпуск VTB-22, дающий премию порядка 100 б.п. с собственной кривой. Кроме того, привлекательно смотрятся субординированные займы Банка Москвы, дающие премию к кривой ВТБ около 150 б.п. (BOM-17 subd). Учитывая, что государство опосредованно делает вливания в капитал госбанков и системно значимых банков, по нашему мнению, можно говорить, что риски субординированных выпусков снижаются.

Доходности еврооблигаций российских банков



Елена Федоткова

ТМК (В1/В+/-): финансовые результаты за 1 кв. 2014 г.

Финансовые показатели ТМК в 1 кв. 2014 г. оказались слабыми, но лучше консенсус-прогноза как по выручке, так и EBITDA. Влияние оказало снижение реализации труб в России, в частности большого диаметра, а также низкие цены на продукцию и рост издержек производства из-за увеличения цен на штрипс в США. Долговая нагрузка ТМК выросла из-за снижения прибыльности – Чистый долг/EBITDA достиг 4,1х против 3,8х в 2013 г. Компания ждет улучшения результатов уже во 2 кв. на фоне роста буровой активности, а также начала реализации Газпромом Восточной газовой программы уже во 2 пол. Впрочем, для ТМК это будет иметь не столь значительный эффект из-за небольшой доли этого сектора в общих отгрузках (16%). Тем не менее, евробонды ТМК уже во многом отыграли данные события, показав заметный рост котировок в последние дни прошлой недели.

ТМК представила финансовые результаты за 1 кв. 2014 г. по МСФО...

Ключевые показатели снизились, но были лучше консенсус-прогноза...

Давление на финансы оказало снижение спроса на ТБД и ослабление цен, а также рост себестоимости в США...

Комментарий. В пятницу ТМК представила финансовые результаты за 1 кв. 2014 г. по МСФО, которые оказались слабыми, но лучше консенсус-прогноза как по выручке, так и EBITDA.

Так, в отчетном периоде выручка компании сократилась на 15% до 1,5 млрд долл. (г/г), показатель EBITDA – на 32% до 184 млн долл. (г/г), при этом рентабельность EBITDA составила 13% против 16% годом ранее. Влияние оказало снижение реализации труб в России (на 3% г/г), в частности труб большого диаметра (ТБД), поскольку строительство крупных магистральных проектов завершалось. Кроме того, компания отметила снижение цен на продукцию и рост издержек производства из-за увеличения цен на штрипс в США. За 1 кв. 2014 г. у ТМК был получен убыток в размере 16 млн долл. (против чистой прибыли 85 млн долл. годом ранее) из-за отрицательных курсовых переоценок.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ТМК (МСФО)		
	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %
Объем реализации труб, тыс. тонн	1 058	1 026	-3,0
Выручка	1 725	1 466	-15,0
EBITDA	273	184	-32,6
EBITDA margin	15,8%	12,6%	-3,2 п.п.
Чистая прибыль	85	-16	-
margin	4,93%	отриц	-
	2013	1 кв. 2014	Изм. %
Денежные средства и эквиваленты	93	68	-26,9
Долг	3 694	3 594	-2,7
краткосрочный	406	719	76,9
долгосрочный	3 288	2 875	-12,5
Чистый долг	3 601	3 526	-2,1
Долг/EBITDA	3,9	4,2	
Чистый долг/EBITDA	3,8	4,1	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка выросла на фоне снижения прибыльности – Чистый долг/EBITDA достигла 4,1х...

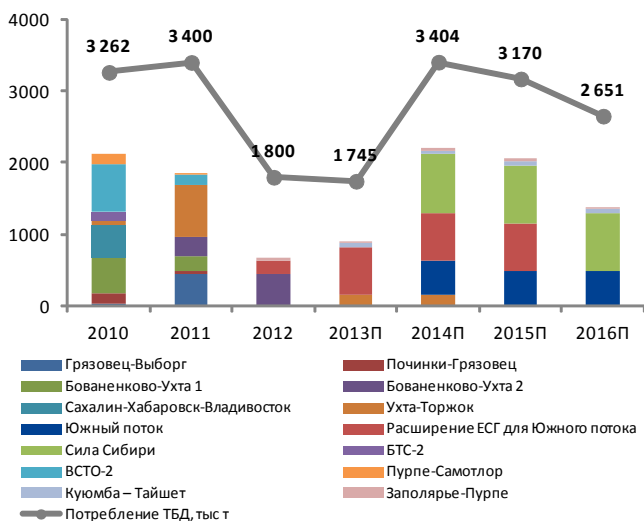
Короткий долг преимущественно покрывался невыбранными кредитами...

ТМК может улучшить финансы, в том числе за счет Восточной газовой программы...

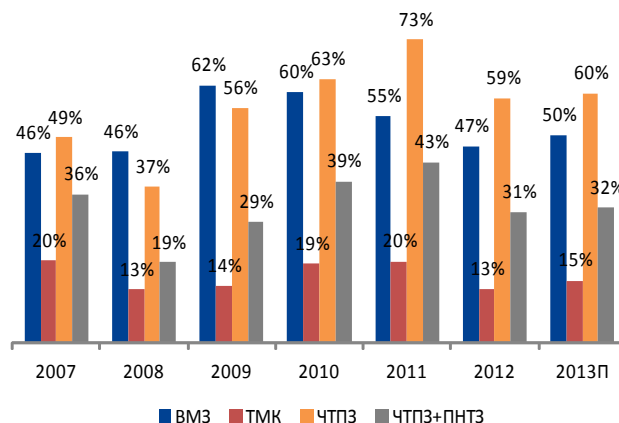
Долговая нагрузка ТМК выросла из-за снижения прибыльности бизнеса – Чистый долг/EBITDA достиг 4,1х против 3,8х в 2013 г. При этом короткий долг компании на конец марта вырос, составив 719 млн долл. («+77%» к/к), который только на 10% покрывался запасом денежных средств на счетах (68 млн долл.). В то же время, по данным ТМК, объем невыбранных кредитных линий составлял около 1,1 млрд долл., которые полностью закрывали потребности компании в рефинансировании.

В свою очередь, ТМК ждет улучшения своих финансовых результатов уже во 2 кв. на фоне роста буровой активности нефтегазовых компаний, а также вследствие начала реализации Газпромом Восточной газовой программы после подписания газового контракта с Китаем, что вполне может найти отражение уже во 2 пол. Вместе с тем, запуск проекта Сила Сибири кардинально меняет ситуацию на рынке ТБД, возвращая объемы реализации и загрузку мощностей российских заводов на уровни 2010-2011 гг. – спрос может увеличиться в 1,6 раза относительно 2013 г. Отечественные компании в среднем получают прибавку к выручке от 7% до 12%. Впрочем, для ТМК это будет иметь не столь значительный эффект (порядка 6,6% к доходам) из-за небольшой доли этого сектора в общих отгрузках (16%).

Прогноз потребления ТБД и крупнейшие проекты по строительству трубопроводов



Доля ТБД в общей структуре физических отгрузок труб



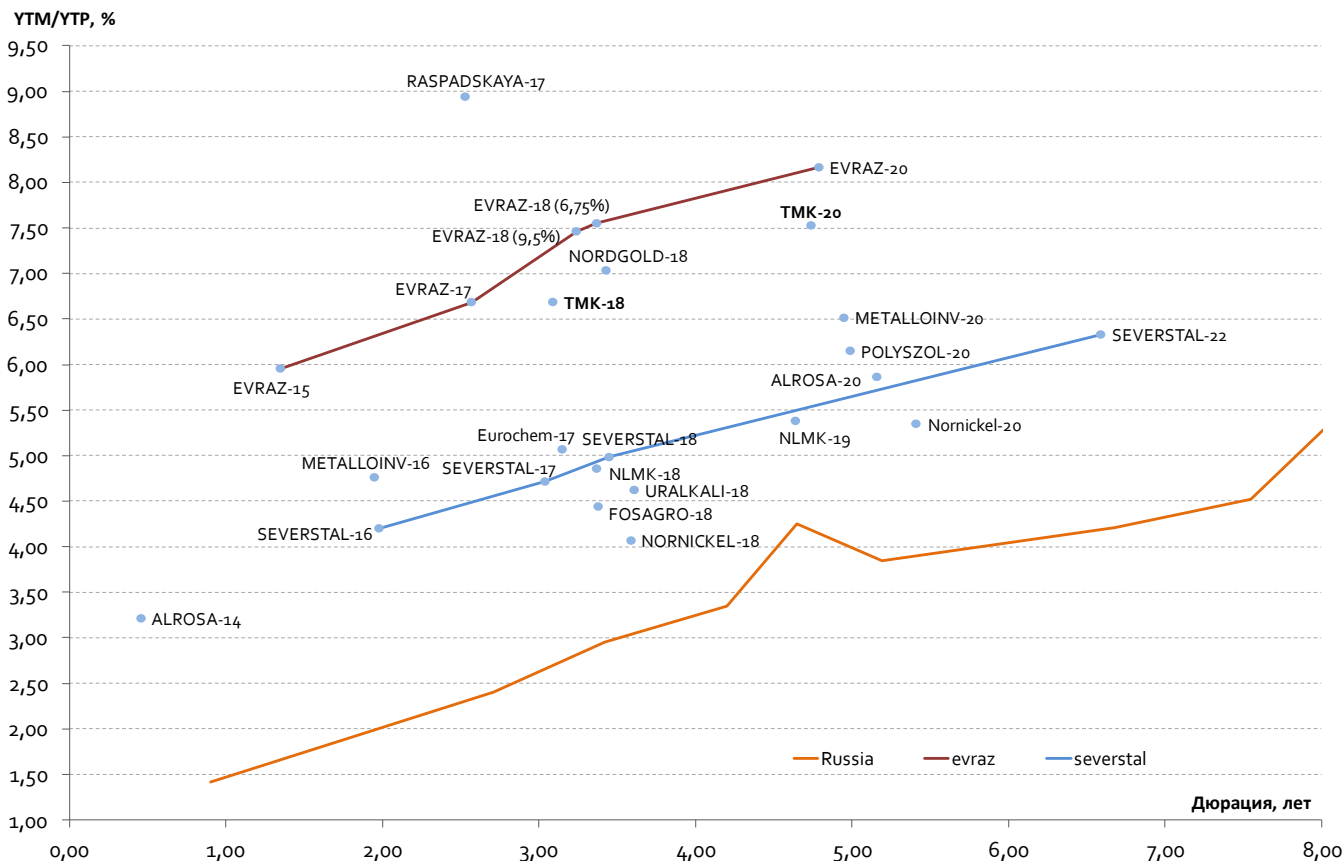
Источник: данные компаний, PSB Research

Источник: данные компаний, PSB Research

Евробонды ТМК показали значительный рост, дальнейший потенциал, скорее, ограничен...

Тем не менее, евробонды ТМК уже во многом отыграли данные события, показав заметный рост котировок после подписания газового контракта. Так, выпуск ТМК-18 (YTM 6,69%/3,09 г.) вырос с 99,56% до 103,39%, а ТМК-20 (YTM 7,53%/4,74 г.) – с 91,176% до 96,367%. В связи с этим потенциал дальнейшего роста котировок евробондов ТМК, скорее всего, уже ограничен и возможен вместе с рынком.

Доходности еврооблигаций металлургических и горнодобывающих компаний



Александр Полютков
Игорь Нуждин

Кредитный комментарий

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
 e-mail: RD@psbank.ru
 Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашцев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

Роман Османов OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов Shagov@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова FedotkovaEV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Богдан Круть KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский Khmelevsky@psbank.ru +7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Денис Семеновых SemenovyxDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

Николай Фролов FrolovN@psbank.ru +7 (495) 228-39-23

Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7 (495) 411-51-34

Иван Заволоснов ZavolosnovIV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили DavitashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ

Сергей Миленин Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

Александр Бараночников Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.