

## Пульс рынка

---

- ▶ Пятничный отчет о ситуации на рынке труда в США оказался хуже ожиданий: общее число рабочих мест в несельскохозяйственных отраслях за август не увеличилось. Частный сектор не смог, как ожидалось, компенсировать снижение рабочих мест в государственном секторе. Уровень безработицы остался на отметке 9,1%. Также сокращение произошло в почасовой оплате труда. Таким образом, США близки к негативной динамике на рынке труда, что, по мнению экономистов, указывает на наступление рецессии в экономике. Поскольку столь слабые данные по рынку труда существенно увеличивают вероятность запуска QE3 (означающее, в частности, выкуп длинных бумаг UST) реакцией UST 10Y стало снижение доходностей, которые достигли рекордно низкого уровня YTM 1,98%. Участники рынка акций решили использовать слабую макростатистику для сокращения позиций в рискованных активах (американские индексы упали более чем на 2%) в преддверии длинных выходных (в США сегодня День Труда). Доллар укрепился к евро до отметки 1,41 долл./евро, при этом, с технической точки зрения, в краткосрочной перспективе евро может подешеветь до 1,40 долл./евро. Сегодня внимание инвесторов будет обращено на данные по ЕС, в частности на PMI (индекс ожиданий менеджеров по закупкам), а также уровень розничных продаж.
- ▶ Нефть Brent подешевела на 1,5% до отметки 113 долл./барр., что на фоне роста волатильности (индекса VIX) будет способствовать ослаблению рубля, при этом корзина может подешеветь на 30 копеек до 34,90 руб., а ставки по валютным свопам могут подрасти (до 4,0-4,2% годовых по однодневным свопам).
- ▶ Коррекция на сырьевых рынках была не такой сильной, как в акциях, что удержало евробонды сырьевых стран от заметного снижения. На внешний негатив рынок рублевых облигаций, скорее всего, отреагирует традиционным расширением ценовых спредов. Объем свободной ликвидности не спешит восстанавливать потери, понесенные в последний период налоговых платежей (сумма остатков на корсчетах и депозитах ниже 800 млрд руб.), что также не способствует покупке рублевых облигаций.
- ▶ Завтра Минфин проведет аукцион по размещению депозитов на сумму 10 млрд руб. со сроком на месяц, при этом минимальная ставка составит 4,05% годовых. Учитывая, что ставки по валютным свопам и MosPrime на аналогичный срок составляют 4,3 - 4,5% годовых, а также невысокий объем предложения, мы считаем, что спрос на предлагаемые депозиты сформируется выше 4,6% годовых.

## Темы выпуска

---

- ▶ Бивалютная корзина: что дальше?
  - ▶ АИЖК - предложение новых бумаг не за горами
  - ▶ ТМК: динамика расходов на сырье немного подпортила впечатление от сильных результатов
-

## Бивалютная корзина: что дальше?

Отток капитала не дает курсу рубля вернуться в зону целевых покупок ЦБ

Подобная ситуация повторялась несколько раз после 2008 г.

В настоящий момент бивалютная корзина колеблется в диапазоне 34,1- 35,1 руб., где ЦБ не осуществляет валютных интервенций. Несмотря на то, что цена на нефть держится на высоком уровне, отток капитала, ставший более интенсивным в связи с негативными зарубежными новостями, продолжается и не дает курсу рубля вернуться в зону целевых покупок ЦБ (33,1-34,1 руб. за корзину).

Подобная ситуация (когда, несмотря на высокие цены на нефть и солидное сальдо текущего счета, курс рубля оказывается вне зоны покупок ЦБ) случалась уже несколько раз после кризиса 2008 г. Достаточно вспомнить конец 2010-начало 2011 гг.: взлет цен на нефть на фоне волнений на Ближнем Востоке с большим запозданием привел к укреплению рубля. Нам кажется, что и в нынешней ситуации наиболее вероятен именно такой сценарий - цена на нефть выше 110 долл. постепенно успокоит рынок, и до конца года корзина опустится в зону целевых покупок 33,1-34,1 руб.

### Динамика цен на нефть и бивалютной корзины



Источник: Bloomberg

Приток валюты по текущему счету оказывает поддержку рублю

При снижении цен на нефть до 100 долл. корзина будет колебаться на уровне 34,1-35,1 руб.

При падении цен на нефть до 70-80 долл. произойдет резкое ослабление рубля...

...но интервенции ЦБ и приток валюты по текущему счету должны охладить девальвационные настроения

Текущие нефтяные котировки предполагают приток валюты по текущему счету в сентябре-декабре на уровне 30 млрд долл. что дает серьезную поддержку рублю в среднесрочной перспективе. Однако, несомненно, при определенных условиях отток капитала может превысить эту сумму, как, например, случилось в сентябре-декабре 2010 г.

По нашему мнению, дальнейшая интенсификация оттока капитала возможна, если данные по США будут давать все новые основания опасаться скорой рецессии. Это вызовет новое падение фондовых рынков и уход из рискованных активов, в т.ч. и рубля. Тем не менее, даже в подобных условиях прогноз нефти группы RBI сохраняется на уровне 100 долл. за баррель. Однако ухудшение новостного фона не даст рублю начать ожидаемое нами укрепление - корзина продолжит колебаться в диапазоне 34,1-35,1 руб.

Еще более негативное развитие событий возможно в случае, когда рецессия в США станет преобладающим сценарием для рынка. Тогда серьезного падения цен не избежать. Однако участники рынка уже имеют опыт конца 2008-начала 2009 гг. и должны понимать, что цена ниже 50-60 долл. неустойчива даже при самом плохом сценарии, поэтому, скорее всего, нефтяные котировки Urals остановятся на уровне 70-80 долл. По нашему мнению, это приведет к резкому ослаблению рубля, а бивалютная корзина может на некоторое время значительно превысить 36 руб.

На этих уровнях ЦБ будет продавать около 300 млн долл. в день, или 7 млрд долл. в месяц. Сальдо текущего счета при ценах на нефть выше 70 долл. хотя и серьезно снизится, но останется положительным, так как произойдет значительное снижение импорта на фоне ухудшения экономической ситуации в стране (как это было в конце 2008-начале 2009 гг.). Массовые интервенции ЦБ плюс приток валюты по текущему счету должны в конце концов охладить девальвационные настроения участников рынка, и курс рубля опустится в зону его целевых продаж (по нашим оценкам, около 150 млн долл. в день).

При самом негативном сценарии корзина может достигнуть 35,5-36,5 руб.

Наш целевой уровень корзины до конца года - 34,0 руб.

Сейчас зона целевых продаж ЦБ находится на уровне 35,1-36,1 руб. за корзину. Однако в связи с тем, что при массовом оттоке валюты Банк России повышает границы коридора на 5 копеек за каждые 600 млн долл. «нецелевых» продаж, то разумно предположить, что при описанных выше событиях в первые панические дни этот диапазон сдвинется вверх и, по нашему мнению, может составить 35,5-36,5 руб.

Таким образом,, в зависимости от внешнего новостного фона в следующие несколько месяцев, бивалютная корзина может стоять как 33 руб., так и 36 руб. Мы все же пока рассматриваем выходящую сейчас плохую статистику по США, Европе и Китаю как сигнал о замедлении роста, а не как начало новой рецессии, которая может свергнуть мировую экономику в затяжную стагнацию. Безусловно, не может не настораживать, что ряд опережающих индикаторов, таких как Philadelphia Fed index, упали до уровня, который в прошлом соответствовал рецессии в США. Однако пока это достаточно маргинальные показатели, отличающиеся высокой волатильностью и не слишком большой предсказательной силой. Поэтому, хотя в нынешней ситуации и существуют высокие риски для нашего прогноза, мы видим целевой уровень корзины на конец года на уровне 34,0 руб. (сейчас 34,7 руб.).

## АИЖК - предложение новых бумаг не за горами

АИЖК (BBB/Baa1/-) представило финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые в целом произвели на нас умеренно-позитивное впечатление. Портфель закладных увеличился на 7,6%, составив 147,7 млрд руб., при этом доля закладных с просрочкой более 90 дней (показатель NPL) снизилась с 8,9% до 8,4%. Достаточность капитала остается на высоком уровне, о чем свидетельствует отношение Капитала/Активы более 51%. На этой неделе Агентство планирует провести телеконференцию и подробно обсудить с инвесторами итоги своей деятельности.

### Ключевые финансовые показатели АИЖК

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изм.
Активы	216 119	197 458	+9%
Закладные до начисления резервов	147 705	137 731	+7%
Резервы	5 874	5 826	+1%
Закладные, нетто	141 831	131 905	+7%
Просрочка по закладным	9,44%	9,98%	-0.5 п.п.
Капитал	110 281	106 858	+3%
Облигации выпущенные	100 869	84 075	+20%
	1П 2011 г.	1П 2010 г.	изм.
Процентные доходы, в т.ч.:	10 469	8 998	+16%
-закладные	8 161	6 158	+32%
-средства в кредитных учреждениях	1 774	2 396	-26%
Процентные расходы, в т. ч.:	4 346	2 738	+59%
-облигации выпущенные	4 186	2 628	+59%
Чистый процентный доход после начисления резервов	5 904	7 252	-19%
Операционные доходы	4 895	5 799	-16%
Чистая прибыль	3 421	4 125	-17%

Источник: отчетность АИЖК, оценки Райффайзенбанка

По темпам роста портфеля ипотечных активов АИЖК отстает от рынка

С начала года агентство рефинансировало ипотечные кредиты на сумму 22,4 млрд руб., что составило 9,3% в количественном и 8,4% в денежном выражении от всех выданных в этот период ипотечных кредитов в РФ. Агентство продолжило осуществлять начатую в 2009 г. государственную программу по поддержке заемщиков, заключающуюся в выкупе проблемных ипотечных кредитов у первичных кредиторов в обмен на собственные облигации. Так, в 1П

2011 г. было выкуплено реструктурированных кредитов на сумму 1,2 млрд руб., при этом их общий объем на балансе достиг 2,4 млрд руб.

Мы отмечаем, что по темпам роста портфеля закладных АИЖК отстает от общерыночной динамики увеличения ипотечных кредитов. Объем выданных ипотечных кредитов в 1П 2011 г. в 2 раза превысил выдачу аналогичного периода прошлого года, в то время как объем закладных на балансе агентства увеличился лишь на 27%. Такое отставание мы связываем с тем фактом, что первичные кредиторы еще не успели сформировать на своих балансах достаточно большие пулы ипотечных закладных для перепродажи.

Во 2П 2011 г. согласно законтрактованным обязательствам агентство должно рефинансировать ипотечные активы в объеме 50 млрд руб.

**Низкий уровень резервирования обусловлен высоким LTV**

Мы отмечаем, что в абсолютном выражении показатель NPL почти не изменился за отчетный период, составив 12 млрд руб. Общая доля закладных с просрочкой более 30 дней в портфеле составляет 9,4%, что на 5 п.п. ниже чем на конец 1П 2010 г. Агентство формирует резервы под обесценение закладных на уровне 4%, что покрывает показатель NPL лишь на 50%. Низкий уровень резервирования обуславливается высоким показателем LTV (среднее значение составляет 58%).

**ЧПМ продолжила сокращаться по причине снижения ипотечных ставок**

За счет увеличения портфеля закладных произошел рост процентного дохода на 16%, однако опережающее увеличение процентных расходов на 59% привело к сокращению чистого процентного дохода на 3% до 6,1 млрд руб. в 1П 2011 г. по сравнению с 1П 2010 г. По нашим оценкам чистая процентная маржа снизилась с 7,0% в 2010 г. до 6,3% в 1П 2011 г., отразив как общую тенденцию снижения процентных ставок по ипотеке (в среднем по рынку на 0,9 п.п. с начала года), так и повышение стоимости фондирования.

**Потребность в новых выпусках облигаций до конца года не высока**

Обязательства АИЖК почти полностью формируются за счет выпущенных облигаций, размер которых за отчетный период увеличился на 16,6 млрд руб. (были размещены выпуски АИЖК-17,18,19). Поскольку денежные средства в сумме со средствами в кредитных учреждениях составляют 60 млрд руб., что полностью покрывает объем законтрактованных обязательств по выкупу закладных, АИЖК не имеет высокой потребности в выпуске новых облигаций. Однако для поддержания комфортного уровня ликвидности на балансе мы считаем, что АИЖК все-таки выйдет на первичный рынок облигаций до конца года, по крайней мере, с одним выпуском. Напомним, что всего зарегистрировано три выпуска АИЖК номиналом 44 млрд руб.

**Короткие ипотечные бумаги АИЖК стоят дорого, за исключением выпуска ВИА**

Из обращающихся бумаг эмитента мы обратили внимание на короткие выпуски с ипотечным покрытием. Предполагая, что амортизация выпусков останется на текущих уровнях, мы пришли к выводу, что облигации ИА-2008-1 (YTW4,6% при цене 105,3% от номинала), ИА-2010 (YTW3,45% при цене 102,8% от номинала), ПИА АИЖК (YTW5,45% при цене 100,4% от номинала) выглядят переоцененными. Эти бумаги должны стоить на 1-2 п.п. ниже от своих текущих ценовых уровней, чтобы соответствовать облигациям финансовых институтов первого эшелона. Поэтому мы рекомендуем продавать данные выпуски.

Доходность выпуска ВИА АИЖК при текущих котировках на уровне 102,5% от номинала составляет YTW8,1% к оферте в 2014 г. в предположении, что амортизация бумаги останется на текущем уровне 140 руб. в год. (или 35 руб. за купонный период). Таким образом, облигации ВИА АИЖК (расчетная дюрация - 1,23 года) имеют потенциал ценового роста около 1-2 п.п., если их удастся купить по цене 102,5-103,5% от номинала.

## ТМК: динамика расходов на сырье немного подпортила впечатление от сильных результатов

Трубная металлургическая компания (ТМК) (В/В1/-), крупнейший производитель трубной продукции в РФ, опубликовала сильные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2011 г. Существенный рост выручки (38% г./г. и 12% кв./кв.) сопровождался не менее динамичным повышением себестоимости и, как следствие, некоторым снижением темпов роста валовой прибыли (39% г./г. и всего 8% кв./кв.). Однако за счет контроля над другими операционными расходами Компании удалось повысить EBITDA на 51% г./г. и 13% кв./кв., рентабельность по EBITDA с 16,2% в 1П 2010 г. до 17,6% в 1П 2011 г. На фоне улучшения основных показателей P&L долговая нагрузка ТМК продолжает снижаться.

### Ключевые финансовые показатели ТМК

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2011	1 кв. 2011	изм.	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	1 878	1 669	+12%	3 547	2 566	+38%
Валовая выручка	423	391	+8%	814	586	+39%
EBITDA	332	293	+13%	625	415	+51%
Чистая прибыль	154	104	+48%	258	67	+3,8x
Валовая рентабельность	22,5%	23,4%	-0,9 пп	23,0%	22,8%	+0,2 п.п.
Рентабельность EBITDA	17,7%	17,5%	+0,2 пп	17,6%	16,2%	+1,4 п.п.
Чистая рентабельность	8,2%	6,2%	+2пп	7,3%	2,6%	+4,7 п.п.
Операционный поток	218	160	+36%	378	197	+1,9x
Инвестиционный поток	-98	-86	+14%	-184	-162	+14%
Свободный денежный поток	120	74	+62%	194	35	+5,5x

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 017	3 872	+4%
Краткосрочный долг	539	702	-23%
Долгосрочный долг	3 478	3 170	+10%
Чистый долг	3 843	3 711	+4%
Чистый долг/EBITDA*	3,3x	3,9x	

Сегмент	Объемы (тыс. тонн)			Выручка (млн долл.)		EBITDA (млн долл.)		Рентабельность EBITDA	
	1П 2011 г.	изм. к 1П 2010 г.	% в общем объеме	1П 2011 г.	изм. к 1П 2010 г.	1П 2011 г.	изм. к 1П 2010 г.	1П 2011 г.	изм. к 1П 2010 г.
Россия	1 648	+19%	76%	2 589	+41%	430	+51%	16,6%	+1 п.п.
Америка	436	+6%	20%	765	+23%	160	+31%	20,9%	+1,2 п.п.
Европа	95	+7%	4%	193	+66%	35	+338%	18,1%	+11,2 п.п.

Источник: отчетность Компании, оценки Райффайзенбанка

**Основными факторами роста выручки стали увеличение продаж, изменение сортамента и высокие цены на трубы**

Рост выручки в 1П 2011 г. на 38% относительно 1П 2010 г. был обусловлен преимущественно увеличением объемов реализации, улучшением структуры сортамента труб в пользу более высокомаржинальной продукции (бесшовные OCTG и линейные трубы, трубы большого диаметра для проектов строительства трубопроводов Ухта-Торжок, Бованенково-Ухта, Починки-Грязовец), а также высоким уровнем цен на конечную продукцию. Объемы продаж Компании выросли на 16% г./г., в основном, в связи с активизацией нефтегазовых проектов в сложившейся благоприятной ценовой конъюнктуре на рынке нефти (75% выручки ТМК приходится на нефтегазовую отрасль). Кроме того, на рост продаж североамериканского подразделения повлияло введение заградительных пошлин на ввоз труб китайских производителей. Дополнительный рост выручки российского подразделения был обеспечен укреплением рубля к доллару США (+124 млн долл.)

**Замедление роста валовой прибыли и рентабельности обусловлено удорожанием сырья**

Тем не менее, валовая прибыль и рентабельность в 1П 2011 г. не показали столь существенного роста (особенно в российском сегменте), а при поквартальном сравнении валовая рентабельность даже немного сократилась с 23% до 22%. Основной причиной стало удорожание ключевых видов сырья - металлического листа, штрипса (+24% в России и +26% в Америке) и металлолома (+34% и +21% в России и Америке, соответственно), формирующих 70% себестоимости ТМК. При этом мы считаем, что снижение валовой рентабельности кв./кв. носит временный характер, поскольку существует некоторый лаг (~3 мес.) в переносе затрат на заказчика при контрактной системе трубных поставок.

Другими важными статьями затрат для компании остаются расходы на персонал (12%) и электроэнергию (8%). Повышение первых составило 27% и было обусловлено, помимо всего прочего, увеличением ставки ЕСН в РФ с 26% до 34% с 1 января 2011 г. Расходы Компании на электроэнергию в 1П 2011 г. остались почти на том же уровне, что и в 1П 2010 г.

**Замедление роста валовой прибыли не сказалось на EBITDA**

Несмотря на замедление роста валовой прибыли в 1П 2011 г., ТМК удалось повысить показатель EBITDA на 51% г./г. благодаря контролю над SG&A (коммерческими, общими и административными расходами). Так, большую часть этих затрат составляют транспортные издержки, которые лишь незначительно изменились на 3% г./г. В итоге, рентабельность EBITDA повысилась с 16,2% в 1П 2010 г. до 17,6% в 1П 2011 г.

**Немаловажное влияние на увеличение чистой прибыли оказало снижение средней ставки по займам**

Чистая прибыль в 1П 2011 г. увеличилась почти вчетверо по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до 258 млн долл., чему способствовало, среди прочего, снижение процентных расходов почти на 40 млн долл. в связи с более благоприятными условиями заимствования (средняя ставка по займам составила 7,33% на 30 июня 2011 г. против 8,95% годом ранее), увеличение прибыли от валютной переоценки (19 млн долл.) и продажа актива в Румынии (19 млн долл.).

Инвестиции ТМК в 1П 2011 г. были полностью профинансированы операционными потоками. Ключевыми проектами остаются строительство электропечи на Тагмете и модернизация производства бесшовных труб на Синарском заводе, запуск которых запланирован на 2013 г.

**Комфортная структура долга по срокам, долговая нагрузка немного снизилась за счет роста EBITDA**

В 1П 2011 г. компания рефинансировала часть своего долга, снизив долю краткосрочной задолженности до 13% в кредитном портфеле, общий объем которого составил свыше 4 млрд долл., из которых 47% представлено в рублях, еще 47% - в долларах США, остальные 6% - в евро. В ходе телеконференции было заявлено, что ТМК не планирует наращивать долг, но будет стремиться снижать его во втором полугодии, поскольку в отчетном периоде денежные средства были направлены в оборотный капитал. В 1П 2011 г. показатель Чистый долг/EBITDA продолжил снижаться и достиг отметки 3.3x (3.9x на начало года, 6.0x на конец 1П 2010 г.) только за счет стабильного роста EBITDA.

**Пик инвестиций пройден, новых существенных инвестиций не ожидаем**

Поскольку пик инвестиций по основной программе модернизации ТМК пришелся на кризисные годы, и необходимости в значительных инвестициях в ближайшем будущем, скорее всего, не ожидается, мы не предполагаем существенного роста долговой нагрузки.

Что касается 2П 2011 г., то в 3 кв. 2011 г. компания ожидает снижение операционных показателей в среднем на 10% из-за плановых ремонтных работ, что ощутимо скажется на финансовых результатах. Однако к концу года ТМК планирует компенсировать это снижение и закончить 2П 2011 г. на том же уровне, что и 1П 2011 г., что, на наш взгляд, вполне достижимо при благоприятной рыночной конъюнктуре.

В настоящий момент в обращении находится один рублевый выпуск облигаций ТМК БО-1 (дюрация -1,93 года). Сделки с этими бумагами проходят крайне редко, поэтому мы не даем торговых рекомендаций по ним. Выпуск евробондов ТМК18, напротив, является недооцененным, на наш взгляд. Премия к сопоставимому выпуску Evraz 18 (B+/B1/BB-) составляет более 80 б.п. При сложившейся разнице в рейтингах подобный спред представляется нам завышенным.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

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

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

**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.