

Пульс рынка

- **Поводов для игры на повышение не нашлось.** Вчера, после непродолжительного отскока накануне, финансовые рынки оказались под преобладающим влиянием медвежьих настроений: американские индексы потеряли 1,5%, европейские и азиатские индексы просели на 2,5%, что сопровождалось покупками базовых активов (доходности 10-летних UST опустились на 3,5 б.п. до YTM 1,685%). Таким образом, как мы и предполагали, позавчерашний ценовой рост на рынках был обычной технической коррекцией. О долговых проблемах еврозоны вновь напомнило заявление главы Бундесбанка, что кризис еще далек от завершения, и ЕЦБ, возможно, потребуются снизить ключевые ставки (в условиях спада экономики). Озвученное одобрение решения долговых проблем Кипра за счет вкладчиков может свидетельствовать о том, что кипрский сценарий все-таки может быть использован для решения проблем других периферийных стран. Опубликованные данные Бежевой книги не стали сюрпризом: экономика США растет сдержанными темпами, которые ограничиваются прекращением льгот по подоходному налогу. Несмотря на снижение доходностей базовых активов, суверенные бонды РФ продемонстрировали негативную ценовую динамику: длинные Russia 42 подешевели на 1 п.п. до 118% от номинала.
- **"Нездоровый" интерес к ОФЗ.** На вчерашнем аукционе участники предъявили неожиданно высокий спрос на длинные ОФЗ 26211, который более чем в два раза превысил предложение, при этом доходность по цене отсечения YTM 6,95% оказалась ниже верхней границы ориентира, без премии к рынку. Интерес к коротким ОФЗ 25081 оказался заметно ниже: спрос едва превысил предложение, отсечка была определена по верхней границе (YTM 6,25%). Столь значительный спрос на длинные ОФЗ в условиях возобновившегося ослабления рубля (вчера бивалютная корзина подорожала на 50 копеек до 36,22 руб.) выглядит нелогично. Те иностранные участники рынка, которые покупали ОФЗ неделю назад (покупки носили агрессивный характер), с учетом валютной переоценки, пока имеют по ним убыток (корзина подорожала более чем на 1 рубль, ОФЗ также немного подешевели). Возможно, движения ОФЗ определяются в большей степени настроениями на внешнем рынке (которые вчера были умеренно позитивными), а не динамикой курса рубля. Стоит упомянуть и события на остальных GEM, которые будут оказывать все большее влияние на рынок ОФЗ. Вчера ЦБ Бразилии повысил ключевые ставки на 0,25 п.п. в условиях растущих инфляционных рисков, завершив тем самым цикл мягкой монетарной политики, который длился 2 года. Сегодня мы ожидаем коррекцию в ОФЗ на фоне ухудшения внешнего фона.
- **ЛУКОЙЛу пришлось предложить небольшую премию.** ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba2/BBB-) разместил бонды в объеме 3 млрд долл. сроком обращения 5 и 10 лет с YTM 3,42% (G-спред = 271 б.п.) и YTM 4,56% (G-спред = 287 б.п.). Короткие бонды были реализованы почти без премии к кривой нефтегазовых эмитентов инвестиционной категории. По длинным бумагам в ходе размещения была предложена премия порядка 10-15 б.п. в сравнении с кривой доходностей остальных выпусков эмитента, а также с выпусками ROSNEFT 22 (G-спред = 278 б.п.), GAZPRU 22 (G-спред = 270 б.п.). Отметим, что длинные бумаги GAZPRU 28, которые размещались в начале февраля 2013 г. также при неблагоприятной конъюнктуре, котируются ниже номинала.
- **Новая ставка купона по МКБ (B+/B1/BB-): не так уж и щедро.** Новая ставка купона по выпуску МКБ БО-3 номиналом 4 млрд руб. была установлена на уровне 9,4% годовых, что соответствует YTM 9,6% @ апрель 2015 г. (по номиналу). Более короткие МКБ БО-5 сейчас котируются с YTM 9,20-9,39% @ июнь 2014 г. По итогам сбора книги заявок ставка купона по 2-летним БО-5 Кредит Европа Банка (-/Ba3/BB-) была определена на уровне 9,4% годовых. Таким образом, новая ставка купона выглядит не слишком щедрой и в случае ухудшения конъюнктуры рынка может оказаться недостаточной компенсацией, чтобы не предъявлять бумаги к оферте (8 мая 2013 г.).

Темы выпуска

- Макростатистика марта споткнулась на инвестициях
 - НМТП: нефть и зерно подкачали
-

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Экономические показатели за март больших сюрпризов не преподнесли: ни хороших, ни плохих

Кроме падения инвестиций, которое, пожалуй, стало единственной неожиданностью опубликованной вчера макростатистики, экономические показатели за март никаких сюрпризов не преподнесли, причем, ни хороших, ни плохих. На фоне довольно неоднородных данных последних месяцев, которые, кроме сильной волатильности, еще и искажены статистическими и календарными эффектами, можно выделить лишь несколько примечательных особенностей вышедшей статистики.

Темпы роста розничной торговли стабилизировались на уровне 4%, и мы не ждем их дальнейшего замедления

Главной из них является то, что потребление, с динамикой которого связаны наши наибольшие опасения, с точки зрения его влияния на экономический рост, пока замедляется незначительно. Если говорить о марте, то рост оборота розничной торговли даже несколько ускорился (до 4,4% г./г. с 3%), но его сглаженные значения (скользящее среднее) остаются достаточно стабильными, и, что особенно важно, они не сильно ниже показателей 4 кв. 2012 г. (3,9% по сравнению с 4,9%). Нужно отметить, что в 2013 г. мы прогнозируем некоторое замедление роста потребления (до 5% г./г. против 5,9% в 2012 г.). Исходя из анализа динамики поддерживающих факторов, оснований для ожидания резкого сокращения темпов роста оборота розничной торговли пока не прослеживается. Так, рост реальных заработных плат, хоть и замедлился, по-прежнему демонстрирует опережающую динамику (если анализировать сглаженные значения) по отношению к динамике розничного товарооборота. Таким неплохим результатом не помешало даже повышение инфляционного фона, который во 2П 2013 г. должен быть намного более благоприятным, что приведет к определенному ускорению реальных зарплат. Рост кредитования, по нашим оценкам, пока также замедляется не столь сильно, чтобы оказать значимый эффект на потребление. Временный дополнительный эффект на рост реальных располагаемых доходов может оказывать индексация пенсий.

Негативная динамика инвестиций в 1 кв. 2013 г. во многом объясняется эффектом высокой базы, во 2 кв. падение должно смениться небольшим ростом

Что касается инвестиций, то нельзя не признать, что такое замедление (до -0,8% г./г. в апреле и 0.1% г./г. в 1 кв. 2013) отчасти вызвано сравнением с высокой базой 2012 г., когда инвестиции росли на 16% г./г. (ввиду активизации бюджетных расходов накануне выборов). Таким образом, картина инвестиционной активности также не столь однозначна. Следует отметить, что сглаженный тренд инвестиционного импорта (в основном машин и оборудования), который является хорошим индикатором потребности в инвестиционных товарах, не указывает на какое-либо резкое сокращение инвестиционного спроса. Таким образом, не исключено, что уже во 2 кв. падение инвестиций сменится небольшим ростом с учетом того, что перестанет действовать эффект высокой базы (во 2 кв. 2012 г. темпы роста инвестиций упали до 10%).

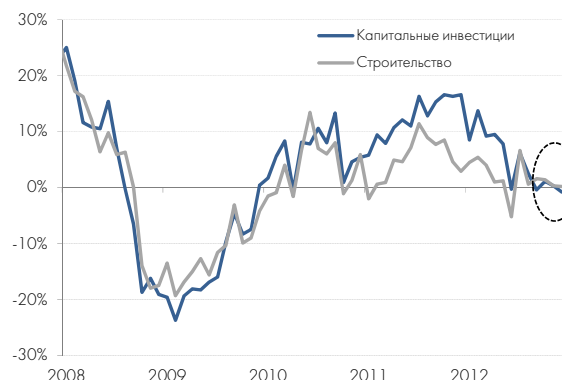
Падение инвестиций в купе с улучшением инфляционной динамики оставляет пространство для снижения ставок ЦБ

Как бы то ни было, новые данные не убеждают нас в необходимости резкого снижения нашего прогноза по росту ВВП в 2013 г. (сейчас 3%). Хотя с учетом определенных негативных сигналов, отмеченных в 1 кв., более вероятным мы видим рост в этом году в диапазоне 2-3%. В отношении монетарной политики, падение инвестиций может стать серьезным аргументом для реализации ожидаемого нами сценария снижения всех ключевых ставок на 25 б.п. уже в мае. Отсутствие выраженных негативных тенденций в потреблении, на наш взгляд, не сильно "скрасит" общую экономическую картину в глазах ЦБ, что в купе с улучшением инфляционной динамики оставляет пространство для снижения ставок. Сегодня будущая глава ЦБ Эльвира Набиуллина заявила, что в настоящее время рост экономики находится ниже потенциального, который, согласно ее оценке, составляет 3%-4% в год. По нашему мнению, подобные заявления закладывают основу для скорого начала стимулирующей денежно-кредитной политики.

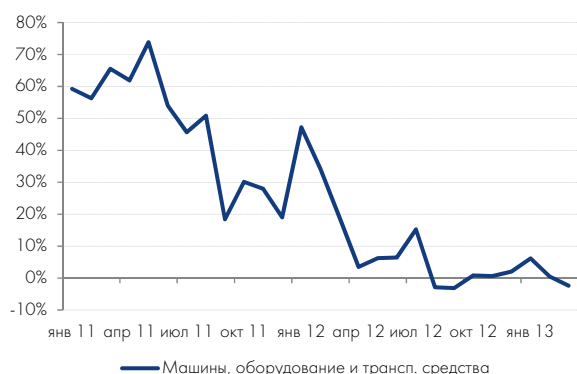
Динамика оборота розничной торговли, реальных зарплат и кредитов физлицам, % г./г.



Динамика инвестиций, строительства, ввода жилых домов в эксплуатацию, % г./г.



Импорт машин, оборудования и транспортных средств, % г./г.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

НМТП: нефть и зерно подкачали

НМТП показал слабые результаты

НМТП (ВВ-/Ваз/-), крупнейший портовый оператор в РФ, опубликовал финансовые показатели за 4 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем негативно. Рентабельность по EBITDA существенно сократилась за квартал на фоне опережающего роста расходов, достигнув минимального в 2012 г. значения. Кроме того, прогноз на 1 кв. 2013 г. также не внушает оптимизма: грузооборот группы снизился на 10% г./г. из-за продолжающегося падения перевалки нефти и зерна. Менеджмент прогнозирует, что ситуация с перевалкой этих двух видов грузов нормализуется во втором полугодии.

Совокупный долг остался без изменений (2,3 млрд долл.), и его краткосрочная часть по-прежнему минимальна (всего 4% от общего долга). В терминах Чистый долг/EBITDA долговая нагрузка остается на высоком уровне – 3,4х, менеджмент прогнозирует ее снижение до 2,9х на конец этого года.

Ключевые финансовые показатели НМТП

| в млн долл., если не указано иное | 4 кв. 2012 | 3 кв. 2012 | изм. | 2012 | 2011 | изм. |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|-------|-------|-----------|
| Выручка | 248 | 245 | 1% | 1034 | 1050 | -2% |
| EBITDA | 120 | 150 | -20% | 590 | 553 | 7% |
| Рентабельность по EBITDA | 48.4% | 61,4% | -13,0 п.п. | 57.1% | 52.7% | +4,4 п.п. |
| Чистая прибыль | -4 | 179 | -102% | 316 | 130 | 142% |
| Операционный поток | 83 | 106 | -22% | 427 | 320 | 33% |
| Инвестиционный поток, в т.ч. | 35 | -86 | - | -52 | -2173 | -98% |
| Капвложения | -17 | -19 | -12% | -56 | -95 | -41% |
| Финансовый поток | -18 | -42 | -57% | -273 | 1722 | - |

| в млн долл., если не указано иное | 31 дек. 2012 | 30 сент. 2012 | изм. |
|-----------------------------------|--------------|---------------|------|
| Совокупный долг, в т.ч. | 2 271 | 2 274 | 0% |
| Краткосрочный долг | 93 | 91 | +2% |
| Долгосрочный долг | 2 178 | 2 183 | 0% |
| Чистый долг | 2 028 | 2 142 | -5% |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM* | 3,44x | 3,48x | - |

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение общего грузооборота продолжилось в 4 кв. 2012г. и 1 кв. 2013г.

Выручка в 4 кв. 2012 г. практически не изменилась кв./кв. и составила 248 млн долл., что объясняется стабильными объемами бункеровки и нейтральной динамикой выручки от стивидорных услуг. Падение грузооборота по группе составило 5,6% кв./кв. из-за продолжающегося негативного тренда в перевалке нефти (-10%) и зерне (-29%), что частично было компенсировано улучшением грузооборота нефтепродуктов (+13%), черных металлов (+17%) и контейнеров (+8%). Несмотря на это, выручка от стивидорных услуг в рублевом эквиваленте упала на 2% из-за роста некоторых тарифов, что в совокупности с укреплением рубля на 3% привело к стабильному результату в долларах (валюте отчетности).

Операционные данные за 1 кв. 2013 г. также не впечатляют: грузооборот упал на 10% г./г. и на 2% кв./кв. из-за падения перевалки наливных грузов на 8% кв./кв. (нефть -6%, нефтепродукты +25%), навалочных грузов на 35% (зерно -90%, руда и ЖРС +41%), что частично было компенсировано ростом перевалки генеральных грузов на 15% (черные металлы +22%). С другой стороны, продолжившееся укрепление рубля в 1 кв. 2013 г. нивелирует данную динамику, так как компания отчитывается в долларах.

Рентабельность за квартал упала до минимума за 2012 г.

Опережающий рост расходов на топливо (+25% кв./кв.), зарплату (+23%), а также ремонты и техобслуживание (+49%) привел к падению ЕБИТДА на 20% и соответствующему сокращению рентабельности с 61,4% в 3 кв. до 48,4% в 4 кв. В ходе телеконференции менеджмент пояснил, что рост расходов по зарплате был связан с принятием новой программы поощрения менеджмента, а затраты на ремонты и т/о растут в 4 кв. сезонно, так как большая часть оплаты за услуги начисляется именно в этом квартале.

Инвест. программа на 2013 г. может вырасти

Операционный денежный поток сократился пропорционально ЕБИТДА до 83 млн долл., и его было достаточно для финансирования капвложений в размере 17 млн долл. (-12% кв./кв.). Отметим, что всего за 2012 г. капзатраты составили 56 млн долл., что ниже изначально запланированного уровня 100-120 млн долл. Компания сообщила, что инвестиционная программа на этот год находится в процессе утверждения после внесенных корректировок, связанных с модернизацией нефтерайона Шехарис, средства на которую изначально отсутствовали в мастер-плане группы. Напомним, что бюджет до корректировок должен был составить 160-200 млн долл.

В облигациях эмитента торговых идей нет

НМТП, БО-02 характеризуется низкой торговой ликвидностью и на текущих уровнях, на наш взгляд, неинтересен. Последние сделки проходили по YTM8,4% @ апрель 2015 г. с премией к ОФЗ менее 247 б.п., которая соответствует качественному 2-му эшелону.

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 | |

Электроэнергетика

| | |
|------------|----------|
| Энел ОГК-5 | МОЭСК |
| Ленэнерго | РусГидро |
| Мосэнерго | ФСК |

Прочие

| |
|-------------|
| АФК Система |
|-------------|

| | |
|------------|----------|
| ЛОКО-Банк | Сбербанк |
| МКБ | ТКС Банк |
| НОМОС Банк | ХКФ Банк |
| ОТП Банк | |

| |
|---------------|
| Промсвязьбанк |
| РСХБ |

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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 |
| Анастасия Евстигнеева | | (+7 495) 721 9971 |
| 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.