

21 сентября 2011 г.

Пульс рынка

- ▶ Внешний рынок находится в ожидании результатов заседания Комитета ФРС США, которые появятся сегодня в 22:15 по московскому времени. Надежды на запуск программы twist, суть которой состоит в удлинении дюрации UST на балансе ФРС, по-прежнему высоки, о чем свидетельствуют минимальные уровни доходностей 10Y UST. Поводов для оптимизма пока немного: прогнозы экономического роста указывают на замедление, что способствует бегству в качество и укреплению доллара и иены к валютам развивающихся стран (в частности, Бразилии, Мексики, России).
- ▶ Лишь во второй половине вчерашнего дня рост бивалютной корзины прекратился, на закрытии она составила 36,6 руб., при этом стоимость валютных свопов overnight снизилась до 3,8%. Не исключено, что после довольно сильного ослабления рубля сегодня некоторые участники решат зафиксировать прибыль.
- ▶ В ходе аукциона по размещению 43-дневных депозитов Минфина на сумму 140 млрд руб. спрос составил 197,7 млрд руб., при этом размещено было лишь 97 млрд руб. на депозиты 10 банков по средневзвешенной ставке 5,98% годовых, что более чем на 1,1 п.п. выше минимальной ставки. На сегодняшнем аукционе Минфин предложит на депозиты 180 млрд руб. сроком на 47 дней (минимальная ставка - 5,05%), спрос на которые также будет высоким. Задолженность по прямому о/п РЕПО с ЦБ выросла на 55 до 192 млрд руб. В ходе вчерашних торгов длинные выпуски ОФЗ 26204, 26206 потеряли в цене около 1 п.п., что оправдывает нашу рекомендацию по открытию коротких позиций, которую мы давали в ежедневном обзоре 19 сентября 2011 г.
- ▶ Новая ставка купона по облигациям РСХБ-4 номиналом 10 млрд руб. была установлена на уровне 7,5% годовых, что предполагает доходность YTP 7,65% к 2-летней оферте. Этот уровень доходности соответствует дисконту (около 35 б.п.) к собственной кривой эмитента (к близким по дюрации бумагам РСХБ-10 и РСХБ-11), поэтому мы считаем, что большая часть выпуска будет предъявлена к оферте 7 октября.

Темы выпуска

- ▶ Рубль - курс на ослабление?
 - ▶ Транснефть - продажа нефти снизила маржу
-

Рубль - курс на ослабление?

Противодействуя ослаблению рубля ЦБ мог продать свыше 600 млн долл. и сдвинуть границу целевого коридора

Вероятность дальнейшего ослабления рубля растет

Динамика рубля будет определяться интенсивностью оттока капитала

Последние несколько дней рубль теряет ежедневно по 2-3% к бивалютной корзине. Такое резкое ослабление вызывает более активные продажи валюты Центробанком. Мы предполагаем, что к настоящему времени Банк России мог нарастить ежедневную величину продаж валюты до 400 млн долл. против 100-150 млн долл. на прошлой неделе. По мере приближения к верхней границе плавающего коридора в дополнение к целевым интервенциям ЦБ производит так называемые "нецелевые" продажи, накопленный объем которых с начала сентября, по нашим расчетам, уже превысил 600 млн долл., а это эквивалентно смещению границы плавающего 5-рублевого коридора вверх на 5 копеек. Исходя из того, что озвученные А. Улюкаевым 15 сентября границы целевого коридора составляли 32,15-37,15 руб., сейчас они могли быть смещены в интервал 32,20-37,20 руб.

Поскольку охватившее валютный рынок беспокойство ничуть не стихает, вероятность дальнейшего ослабления рубля только растет. Мы ожидаем увеличение продаж валюты регулятором, стерилизующее все больше рублевых средств, что крайне нежелательно в условиях и без того истощенного бюджетной политикой запаса ликвидности банковской системы. Причем основным поводом для волнений может служить не столько факт снижения курса рубля, сколько стремительность наблюдаемого падения, которую нельзя объяснить фундаментальными причинами.

Цена на нефть, несмотря на резкое ухудшение внешнего фона, остается достаточно высокой (110,4 долл./барр. Brent), чтобы обеспечить стабильный приток валюты по текущему счету. Однако даже при такой цене на нефть резкое падение рубля стало возможным. Причина ослабления национальной валюты кроется в оттоке капитала. Однако и в терминах оттока капитала имеющая место реакция валютного выглядит необоснованно негативной. Отток капитала не является сюрпризом - капитал утекает с самого начала года (более 31,2 млрд долл.). Поэтому, чтобы вызвать столь сильное падение рубля, которое мы наблюдаем в последние дни, нужно, чтобы отток капитала существенно превысил приток валюты по текущему счету. В противном случае, влияние субъективного "фактора страха" в нынешнем падении рубля слишком значительно. Следовательно, при улучшении внешнего фона, рубль может довольно быстро замедлить падение.

Поскольку наиболее вероятным развитием событий является дальнейшее ослабление рубля, а степень его глубины будет целиком определяться динамикой сальдо капитального счета, мы проанализировали три сценария изменения курса рубля в течение месяца в зависимости от интенсивности оттока капитала.

Сценарии	Сдвиг коридора		Курс бивалютной корзины*	Интервенции, млрд долл.	Отток капитала, млрд долл.
Негативный	от 12 до 14 раз	от 60 до 70 копеек	37,2-37,6**	9,2-11,6	14,2-16,8
Базовый	от 4 до 6 раз	от 20 до 30 копеек	36,5-36,9	4,4-6,8	9,4-12,0
Позитивный	0 раз	0 копеек	35,5-36,5	2,0-3,2	7,0-8,4

* через месяц

** с последующим расширением целевого коридора

Источник: Банк России, расчеты Райффайзенбанка

1. Негативный сценарий. Данный сценарий подразумевает, что цена бивалютной корзины подавляющую часть времени будет находиться вблизи верхней границы плавающего коридора, где ЦБ, по нашим оценкам, может продавать 400-600 млн долл. ежедневно. Причем рост бивалютной корзины будет проходить настолько стремительно, что ЦБ прибегнет к регулярному сдвигу верхней границы плавающего коридора по 5 копеек. При этом за месяц смещение целевого коридора может произойти от 12 до 14 раз, что соответствует сдвигу на 60-70 копеек.

По нашим оценкам, если негативный сценарий получит развитие, в рамках интервенций Банк России будет вынужден продавать по 9,2-11,6 млрд долл. в месяц, а общий отток капитала

может достичь 14,2-16,8 млрд долл., что приведет к масштабному вымыванию рублевой ликвидности из системы. Объем РЕПО с ЦБ будет расти, что обернется внушительным всплеском ставок денежного рынка.

Поскольку, как мы понимаем, в настоящий момент приоритетной задачей Банка России является именно процентная, а не курсовая политика, ЦБ едва ли допустит подобное развитие событий в течение продолжительного периода времени. По этой причине, если стремительное падение рубля продолжится по прошествии месяца, ЦБ скорее примет решение о расширении плавающего коридора, нежели допустит стерилизацию ликвидности с рынка посредством интервенций в столь масштабных объемах. В этом случае цена бивалютной корзины через месяц сложится в диапазоне 37,2-37,6 руб.

На наш взгляд, негативный сценарий возможен, если охватившие валютный рынок страхи примут неуправляемый характер. Однако спрос на рублевое фондирование ЦБ и Минфина, судя по результатам последних аукционов, предъявляет очень ограниченное количество крупных банков, что позволяет усомниться в том, что наблюдаемая напряженность с ликвидностью - удел всей банковской системы, а не индивидуальная проблема отдельных банков. Есть основания предполагать, что отдельные банки держат крупные длинные позиции, что побуждает их покрывать текущий недостаток ликвидности за счет альтернативных источников, в числе которых аукционы ведомств. В пользу такого предположения говорит и то, что несмотря на резкое ослабление рубля, ежедневные обороты в наиболее активной секции рубль-доллар расчетами завтра остаются сравнительно невысокими - всего около 5,0-5,6 млрд долл., в то время как на пике бегства от риска в начале августа они достигали и 8,0-9,0 млрд долл. Поскольку причины повышенного спроса на ликвидность могут объясняться не только "фактором страха" на валютном рынке, мы склонны придерживаться более оптимистичного базового сценария.

2. Базовый сценарий. Этот сценарий предполагает, что стоимость бивалютной корзины преимущественно находится в том диапазоне, где продажи валюты ЦБ минимальны - 100-150 млн долл. в день. По мере появления внешних шоков ЦБ периодически увеличивает их объем, накапливая 600 млн долл. и сдвигая верхнюю границу. В такой сценарий мы закладываем возможное смещение границ плавающего коридора 4-6 раз в месяц, что соответствует сдвигу его границ вверх на 20-30 копеек за соответствующий период. При таком сценарии для сопротивления ослаблению рубля ЦБ понадобится продавать по 4,4-6,8 млрд долл. ежемесячно, а совокупный отток капитала может достигать 9,4-12,0 млрд долл. ежемесячно. Курс рубля к бивалютной корзине через месяц при таком сценарии составит 36,5-36,9 руб.

3. Позитивный сценарий. В отсутствие негативных внешних шоков цена бивалютной корзины держится в том диапазоне, где интервенции ЦБ минимальны - 100-150 млн долл. Границы коридора в течение месяца не претерпевают изменений, а общий объем интервенционных продаж составит 2,0-3,2 млрд долл. ежемесячно, совокупный отток капитала при этом достигнет 7,0-8,4 млрд долл., что во многом компенсируется притоком валюты по текущему счету. Прогнозируемый курс бивалютной корзины при таком сценарии - 35,5-36,5 руб. Реализация позитивного сценария, на наш взгляд, возможна только в двух случаях: 1) если спрос на ликвидность вызван исключительно индивидуальными проблемами отдельных банков, или 2) внешняя конъюнктура улучшится настолько, чтобы убедить рынок в субъективности сложившейся напряженности.

Поскольку турбулентность внешнеэкономической ситуации едва ли утратит актуальность в ближайшее время, наиболее реалистичным нам видится развитие базового сценария, при котором в течение месяца возможен отток капитала в 9-10 млрд долл., а цена бивалютной корзины сложится на уровне 36,5-36,9 руб.

Курс рубля против бивалютной корзины составит 36,5-36,9 руб. через месяц

Транснефть - продажа нефти снизила маржу

Транснефть (BBB/Baa1/-), госмонополия на рынке транспортировки нефти и нефтепродуктов в РФ, опубликовала финансовые результаты за 1П 2011 г. по МСФО, влияние которых на кредитный профиль эмитента мы оцениваем нейтрально.

Выручка компании выросла на 42% до 296 млрд руб. по сравнению с 1П 2010 г., при этом рентабельность по EBITDA снизилась на 3,6 п.п., составив 49%. С начала года долг компании сократился как в абсолютном выражении (на 33 млрд руб. до 551 млрд руб., что учитывая отсутствие значимых погашений, скорее всего, связано с переоценкой из-за укрепления рубля), так и в отношении к показателю LTM EBITDA с 2,4х до 2,0х.

Во 2 кв. 2011 г. по сравнению с предыдущим кварталом произошло небольшое снижение выручки (на 2 млрд руб., во многом из-за снижения поступлений по китайскому контракту) на фоне повышения EBITDA, что отразилось в росте маржи по EBITDA на 3,5 п.п. до 50,8%. В то же время поквартально операционный поток сократился на треть, а капитальные расходы выросли почти в 2,5 раза, что привело к сокращению денежных средств на балансе (на 74 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	2кв. 2011	2кв. 2010	изм.	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	147 297	105 436	+40%	296 478	208 221	+42%
EBITDA	74 790	51 544	+45%	145 362	109 640	+32%
Рентабельность EBITDA	50,8%	48,9%	+1,9 п.п.	49,0%	52,6%	-3,6 п.п.
Чистая прибыль	45 054	20 479	+2,2х	130 512	55 316	+2,4х
Чистая рентабельность	30,6%	19,4%	+11,2 п.п.	44,0%	26,6%	+17,4 п.п.
Операционный поток	27 624	70 661	-2,6х	69 039	112 525	-39%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-100 936	-59 533	+69%	-170 282	-117 079	+45%
капитальные затраты	-67 854	-63 560	+7%	-117 068	-104 967	+11%
Свободный денежный поток	-73 312	11 128	-	-101 243	-4 554	-

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	551 245	583 803	-6%
Краткосрочный долг	52 663	10 655	+4,9х
Долгосрочный долг	498 582	573 148	-13%
Чистый долг	374 714	300 150	+25%
Чистый долг/EBITDA*	1,36х	1,25х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Индексация тарифов и поставки в Китай обусловили рост выручки

Увеличение выручки в 1П 2011 г. было, главным образом, обусловлено как повышением тарифов, так и началом поставки нефти китайской CNPC с января 2011 г. При этом объем прокачиваемой нефти по трубопроводам Транснефти вырос лишь на 2,1% до 232 млн тонн., а объем транспортировки нефтепродуктов увеличился на 5,5% до 15,4 млн тонн.

Согласно схеме поставки нефти в Китай, Транснефть закупает ее у Роснефти и продает CNPC, что позволяет Транснефти зарабатывать не только на транспортировке, но и получать дополнительную, хоть и незначительную прибыль от перепродажи нефти. За 1П 2011 г. валовая прибыль от этих операций составила 564 млн руб., валовая маржа - 1,2%.

Напомним, что согласно договору, заключенному еще в феврале 2009 г., Транснефть до 2031 г. будет осуществлять поставку сырой нефти в Китай в объеме 6 млн тонн. ежегодно. Сам контракт является обеспечением по двадцатилетнему кредиту, который Транснефть привлекла у Банка развития Китая на сумму 10 млрд долл. в 2009 г. (погашение равными долями, льготный период 5 лет). Заемные средства были направлены в том числе на строительство ответвления ВСТО от Сковородино до границы с КНР, которое было завершено осенью 2010 г.

Существуют

В марте 2011 г. стало известно, что между Роснефтью, Транснефтью и CNPC возникли

разногласия с Китаем по поводу цены на нефть

разногласия по поводу цены. Китайская сторона решила, что покупает российскую нефть по завышенным на 2-3% ценам, и просит рассчитывать цену на нефть не от Козьмино (порт в конечной точке ВСТО), а от начала отвода ВСТО в Китай (Сковородино). По данным Интерфакс, одновременно Китай перестал выплачивать РФ сумму, на которую он рассчитывает снизить тариф, что привело к образованию задолженности в 85 млн долл. на середину сентября. Следующий раунд переговоров по возникшим разногласиям намечен на конец сентября - начало октября.

Продажа нефти снизила рентабельность Транснефти

Реализация китайского контракта также отразилась на операционных затратах: себестоимость реализованной нефти выросла с 3,7 млрд руб. в 1П 2010 г. до 45 млрд руб. в 1П 2011 г. Минимальная прибыльность по этим поставкам обусловила снижение общей маржи по EBITDA, которая, тем не менее, остается на высоком уровне (49%).

Мы отмечаем, что согласно решению ФСТ с 1 сентября тарифы на транспортировку нефти по ВСТО для поставок в Китай были повышены на 3,03% (до 1,87 тыс. руб. за тонну), с 1 ноября тариф вырастет еще на 0,96%. При этом дополнительных индексаций тарифов на услуги Транснефти в 2012 г. не планируется. Мы не исключаем, что рост эксплуатационных затрат (в частности, в связи с планируемым запуском в 4 кв. 2011 г. первой очереди БТС-2), а также возможное снижение цен на нефть, поставляемую в Китай, могут оказать давление на операционную рентабельность во 2П 2011 г.

Инвестиционные расходы отвлекли денежные средства, что привело к росту отношения Чистый Долг/LTM EBITDA

По причине заметного повышения оплаты поставщикам и персоналу (которое опять же, скорее всего, связано с "китайской" схемой) на 70% до 248 млрд руб., за отчетный период произошло сокращение поступления денежных средств от операционной деятельности на 38% до 70 млрд руб. Капитальные расходы с начала года составили порядка 117 млрд руб., что вместе с приобретением векселей (чистый отток - 52 млрд руб.) и выдачей займа контролируемой компании Omigco (5 млрд руб.) привело к снижению денежных средств на балансе на 107 млрд руб. до 176 млрд руб.

Это, в свою очередь, обусловило повышение чистого долга в абсолютном выражении на 74 млрд руб. до 375 млрд руб. и в отношении к показателю LTM EBITDA с 1,25x в 2010 г. до 1,36x. Стоит отметить, что на долю краткосрочного долга приходится около 10% от всей задолженности, что свидетельствует о незначительных краткосрочных рисках рефинансирования. Около половины всего долга Транснефти представлено облигациями, в частности, на рублевые выпуски приходится 135 млрд руб., а на евробонды - 3,45 млрд долл. и 700 млн евро. (~132 млрд руб.).

Инвестиционная программа профинансирована на половину

В 1П 2011 г. Транснефть осуществила капитальные расходы в размере 49% от общего объема инвестиционной программы (включающей расходы на модернизацию), запланированной на 2011 г. Более половины от всех капитальных расходов приходится на проект ВСТО-2 (строительство трубопровода от Сковородино до порта Козьмино). Кроме того, в инвестпрограмму входят расширение ВСТО-1, БТС-2, Заполярье-Пурпе, Тихорецк-Туапсе-2. Компанией также разработана программа на период до 2017 г. по модернизации и ремонту объектов трубопроводного транспорта. На ее реализацию планируется направлять 70-80 млрд руб. ежегодно, в частности, в 2011 г. затраты составят 76,9 млрд руб. По нашему мнению, финансирование инвестиционной программы потребует привлечения компанией нового долга, в том числе за счет выпуска долговых ценных бумаг. Общий объем зарегистрированных выпусков биржевых облигаций Транснефти составляет 119 млрд руб.

Привлечение нового долга не исключено

Торговых идей в бумагах эмитента нет

Рублевые облигации Транснефть-1,2 имеют низкую ликвидность. До блокировки на купон (с выплатой 26 сентября) облигации Транснефть-3 (со ставкой купона, равной годовой ставке РЕПО с ЦБ плюс 240 б.п. с офертой через 4 года) торговались на уровне 108,0-108,5% от номинала, и, по нашему мнению, были оценены справедливо. Новый купон должен составить 10,15%.

Еврооблигации эмитента торгуются с традиционным дисконтом к кривой Газпрома на уровне 50 б.п.. При этом текущий спред TransNef13 - Russia30 на уровне 50 б.п. слишком мал, чтобы компенсировать большую разницу в ликвидности выпусков.

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
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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) 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.