

Пульс рынка

- ▶ **Американские индексы поставили новый рекорд.** Объем продаж домов на первичном рынке в США за апрель вырос (+6,4% м./м.), заметно выше ожиданий (+3,2%). Это оказало позитивное влияние на настроения инвесторов, учитывая, что недавно Дж. Йеллен отмечала рынок недвижимости как одно из "слабых мест" текущего состояния американской экономики, которая все еще требует монетарного стимулирования. Индекс S&P прибавил 0,42%, покорила "круглую" отметку 1900 пунктов, что является новым рекордом. По-видимому, это не последняя "красивая" отметка, которую американский рынок еще достигнет в ближайшее время, принимая во внимание нежелание ФРС отказываться от нетрадиционных механизмов регулирования, несмотря на появившиеся инфляционные риски и улучшение рынка труда. Сегодня будет неактивный торговый день: американские площадки закрыты по случаю празднования Дня Поминовения.
- ▶ **На Украине прошли выборы,** в результате которых, согласно предварительным данным, победу одержал П. Порошенко. Отсутствие нового негатива по Украине и нейтральная позиция РФ в отношении выборов позволили рублю продемонстрировать опережающую динамику. Бивалютная корзина с пятницы обесценилась еще на 33 копейки до 39,63 руб., что уже ближе к нижней границе нейтрального диапазона 38,35-41,35 руб. Продолжающийся ценовой рост ОФЗ обусловлен, по нашему мнению, интересом нерезидентов к рублю, в то время как локальные участники предпочитают продавать госбумаги, которые сейчас выглядят дорого в сравнении со ставками денежного рынка. Длинные евробонды Russia 42 подорожали на 1 п.п. до 102,5% от номинала на общем позитивном фоне в сегменте GEM, премия к бразильским бумагам остается на уровне 35 б.п. По нашему мнению, важен не столько сам итог выборов на Украине, сколько способность новой власти стабилизировать ситуацию на юго-востоке, где продолжаются военные столкновения. Кроме того, уже в начале июня на первый план выйдет "газовый" вопрос: из-за неплатежей РФ переходит на авансовые поставки газа на Украину, что может создать угрозу транзита в ЕС.
- ▶ **Налоги - основной негативный фактор для ставок на этой неделе.** Несмотря на то, что на прошлой неделе выплачивался НДС, это, как и предполагалось, не привело к значительному длительному ухудшению ситуации на денежном рынке. На фоне выплат ставка RUONIA 20-21 мая повысилась до 8,4%, однако, к концу недели она упала до 8,2%-8,3%. Этому способствовал приход средств от депозитных аукционов Казначейства (которые перекрыли погашения), а также интенсификация бюджетных расходов: за неделю чистый приток бюджетных средств составил 140 млрд руб., несмотря на налоги. Банки использовали этот приток, чтобы погасить задолженность по валютным свопам с ЦБ. Кроме того, средства банки нашли за счет ожидаемого расширения лимитов со стороны Банка России по недельному РЕПО: задолженность по данному инструменту повысилась с 2,95 до 3,15 трлн руб. На текущей неделе завершатся выплаты по основным налогам в месяце: НДС и части экспортных пошлин (26 мая), причем основная нагрузка, вероятнее всего, придется на сегодня. К тому же до 28 мая будет уплачиваться налог на прибыль. В связи с этим бюджет, по нашим оценкам, изымет из банковской системы за неделю около 350 млрд руб. Мы полагаем, что возможностей РЕПО (мин. ставка 7,5%) будет недостаточно, чтобы компенсировать этот отток, поэтому банкам снова придется активизировать валютные свопы с ЦБ (по ставке 8,5%). Смягчить ситуацию может предложение от Казначейства 185 млрд руб. (нетто), но, исходя из результатов последних аукционов, эти средства привлекает лишь узкий круг банков. Поэтому мы не исключаем, что, как и в конце апреля, краткосрочные ставки могут на несколько дней подняться до 8,5%.
- ▶ **ЕАБР (BBB-/A3/-) выходит на "первичку" на уровне АИЖК (BBB-/Ba1/-).** Сегодня открывается книга заявок на покупку 2-летних облигаций ЕАБР номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 9,88 - 10,15%. Нижняя граница этого ориентира соответствует дисконту 12 б.п. к 2-летним облигациям АИЖК, которые были размещены на прошлой неделе с высоким спросом. Принимая во внимание более высокий кредитный рейтинг ЕАБР, мы считаем, что этот дисконт может составить и 25 б.п. Мы считаем покупку бумаг 1-го эшелона на первичном рынке лучшей альтернативой дорогим ОФЗ.

Темы выпуска

- ▶ **ТМК: в ожидании улучшений**

ТМК: в ожидании улучшений

ТМК (В+/В1/-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2014 г. по МСФО, негативное влияние на которые оказали сезонное снижение продаж сварных труб, изменение структуры продаж, а также обесценение рубля.

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	1 кв. 2013	изм.
Выручка	1 466	1 571	-7%	1 725	-15%
Валовая прибыль	281	351	-20%	369	-24%
Валовая рентабельность	19,2%	22,3%	-3,1 п.п.	21,4%	-2,2 п.п.
ЕБИТДА	184	247	-25%	273	-32%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,5%	15,7%	-3,2 п.п.	15,8%	-3,3 п.п.
Чистая прибыль	-16	55	n/a	85	n/a
Операционный поток	131	280	-53%	89	+47%
Отток по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-65	-122	-47%	-101	-36%
Капвложения	-68	-125	-46%	-93	-27%
Отток по финансовой деятельности	-96	-135	-29%	-92	+4%

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2014	31 декабря 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 593	3 694	-3%
Краткосрочный долг	718	398	+80%
Долгосрочный долг	2 875	3 296	-13%
Чистый долг	3 526	3 601	-2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	4,08x	3,78x	

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Продажи сварных труб снизились на 18% кв./кв.

В 1 кв. 2014 г. физические объемы продаж сократились на 6% кв./кв. до 1,03 млн тонн в связи с заметным снижением реализации сварных труб (-18% кв./кв.), вызванным как сезонными факторами (трубы промышленного назначения), так и замедлением строительства газопроводов Газпромом (ТБД). Спад реализации был отмечен во всех регионах деятельности компании (РФ: -4% кв./кв.; Америка: -11% кв./кв.; Европа: -3% кв./кв.).

Рост цен на сырье оказал дополнительное давление на ЕБИТДА

Помимо вышеперечисленных факторов, дополнительное давление на ЕБИТДА оказало повышение цен на сырье, в то время как цены на готовую продукцию компании реагируют с определенным лагом. В результате ЕБИТДА сократилась на 25% кв./кв. до 184 млн долл., а рентабельность по этому показателю - на 3,2 п.п. до 12,5%. Отметим, что ТМК объявила о повышении цен на свою продукцию с апреля 2014 г. (по данным менеджмента, на 2-5%), позитивный эффект от которого в полной мере найдет отражение в отчетности 2П 2014 г.

ТМК ожидает роста спроса в 2014 г.

Несмотря на слабые результаты 1 кв. 2014 г., менеджмент ТМК по-прежнему позитивно оценивает перспективы трубного рынка в этом году, ожидая увеличения спроса со стороны нефтегазовых компаний. Дополнительную поддержку рынку может оказать начало реализации Газпромом Восточной газовой программы.

Компания ограничивает инвестиции

На фоне снижения прибыли чистый операционный поток сократился на 53% кв./кв. до 131 млн долл., тем не менее, благодаря оптимизации инвестиционной программы его хватило для финансирования капитальных вложений (68 млн долл.). В ходе телеконференции менеджмент подтвердил планы по ограничению капитальных затрат в ближайшие 3 года уровнем 1,1 млрд долл.

Снижение общего долга в 1 кв. 2014 г., прежде всего, было связано с курсовым эффектом (погашения составили ~8 млн долл.). Однако из-за негативной динамики LTM ЕБИТДА долговая нагрузка в отношении Чистый долг/ЕБИТДА повысилась с 3,8x до 4,1x. Возможности компании по заметному сокращению долга достаточно ограничены (также принимая во внимание ее дивидендную политику, в соответствии с которой ТМК намерена распределять в виде

дивидендов не менее 25% чистой прибыли по МСФО). В 1 кв. 2014 г. краткосрочная задолженность выросла до 718 млн долл. в связи с реклассификацией выпуска TRUBRU 2015 на ~401 млн долл. (погашение в феврале 2015 г.). При этом запас денежных средств на балансе компании составляет лишь 68 млн долл. По информации менеджмента, ТМК доступны кредитные линии российских банков на общую сумму - 1,1 млрд долл.

Длинные бонды ТМК отыграли премию

В нашем комментарии от 13 марта 2014 г. мы указывали на избыточно широкий спред TRUBRU 20 - TRUBRU 18, составлявший на тот момент 170 б.п., сейчас он сузился до нормально значения 85 б.п. (за счет опережающего роста длинных бумаг). Лучшей альтернативой TRUBRU 18 (YTM 6,7%) мы по-прежнему считаем бонды NORDLI 18 (YTM 7,0%).

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Минфин о рисках технической рецессии, инфляции и отсутствии планов смягчать бюджетное правило

Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Промышленность «растеряла» энергию

Валютный рынок

Минфин рубль бережет

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Новые грани «тонкой настройки»

Долговая политика

Минфин корректирует планы по заимствованиям

Рынок облигаций

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Нерезиденты в ОФЗ: назад в «долиберализационный» период

Где верхний предел доходностей ОФЗ?

Платежный баланс

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

Инфляция

Новые оттенки инфляции

Ликвидность

Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

Казначейство РФ меняет схему трансферта в пользу ликвидности

Ликвидность: Казначейство РФ выходит с новыми мерами

Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

Банковский сектор

Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов

Госбанки запасаются наличной валютой для защиты от санкций

Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности

Избыток инвалюты позволяет банкам РФ обойтись без внешних заимствований

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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

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

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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.