

Пульс рынка

- **Рынки в поисках направления.** Очередная порция макростатистики по США не добавила инвесторам определенности в отношении состояния экономики и, соответственно, перспектив сворачивания QE. Заметно хуже консенсус-прогноза оказалось значение индекса потребительской уверенности в ноябре (упало до 7-месячного минимума): несмотря на непрекращающийся рост американских индексов акций, низкие цены на топливо и улучшения на рынке труда, произошло заметное ухудшение оценки потребителями будущего состояния экономики. Некоторый рост продемонстрировало число разрешений на новое строительство, однако, главным образом, за счет жилья, предназначенного для проживания нескольких семей, которое в основном для сдачи в аренду. Финансовые рынки в боковом движении, доходности 10-летних UST умеренно снижаются (до YTM 2,71%).
- **Ориентиры по ОФЗ не предполагают премий.** На сегодняшних аукционах Минфин предложит 10-летние ОФЗ 26215 и 5,5-летние ОФЗ 26216 на сумму 20 и 15 млрд руб. с ориентирами YTM 7,7-7,75% и YTM 7,24-7,29%, соответственно. Эти ориентиры не предполагают какую-либо заметную премию к рынку. Вчера последние сделки по ОФЗ 26215 проходили на уровне YTM 7,76%. Выпуски ОФЗ 26210 и ОФЗ 26208, близкие по дюрации к ОФЗ 26216, вчера котировались с YTM 7,32% и YTM 7,22%, что означает премию по верхней границе ориентира всего в 2 б.п. С начала недели доходность 10-летних ОФЗ выросла на 10 б.п., что, по нашему мнению, стало реакцией участников на объявление большого объема предложения на аукционах (невзирая на ухудшение внешней конъюнктуры). Учитывая отсутствие премий, мы не видим спекулятивного интереса для участия в них. Тем не менее, принимая во внимание неоднократные успешные аукционы ОФЗ даже на плохом рынке (когда спрос формировался в основном крупными покупателями), мы не исключаем, что Минфину и в этот раз удастся реализовать большую часть предложения.
- **Олимпиада обошлась ВЭБу "в копейку".** В ходе вчерашней встречи ВЭБа с представителями финансового рынка был озвучен ряд интересных подробностей предстоящей докапитализации на сумму 200 млрд руб., которая, скорее всего, будет осуществлена за счет реформирования существующих депозитов ФНБ в субординированный инструмент (капитал 2-го уровня). Потребность в дополнительном капитале возникла исключительно вследствие кредитования олимпийских объектов (тогда как нерыночные кредиты, выданные в 2008-2009 гг., не являются проблемными). По данным СМИ, из 20 выданных кредитов реструктурировать требуется 9 (79% от всего объема), что составляет 190 млрд руб. (наиболее крупными проектами являются горнолыжный курорт Роза Хутор - 73 млрд руб., спортивно-туристический комплекс Горная карусель - 52 млрд руб.). Эти проекты изначально были убыточными (NPV < 0), их кредитование осуществлялось по распоряжению правительства, согласно которому убытки при дефолте будут покрываться из федерального бюджета, однако эти средства в бюджете на 2014-2016 гг. заложены не были. Мы считаем, что в ближайшее время ВЭБ будет докапитализирован, что должно способствовать ликвидации премии его евробондов к кривой Сбербанка (сейчас ~40 б.п.).
- **ПрофМедиа (S&P: B): уже не третий эшелон.** Газпром-медиа (Fitch: BB), принадлежащая ГПБ, покупает 100% холдинга ПрофМедиа у текущего акционера (Интеррос). Завершить сделку планируется в начале 2014 г. (после одобрения ФАС). В результате Газпром-медиа будет контролировать 32% федерального рынка телерекламы (к телеканалам НТВ, ТНТ добавятся ТВЗ, Пятница, 2x2). Данная сделка усиливает кредитное качество ПрофМедиа с точки зрения инвесторов (характеризуется повышенной долговой нагрузкой - 2,4-2,7x в терминах отношения Долг/LTM EBITDA, по нашим оценкам). Вчера после объявления новости в течение часа можно было купить облигации ПрофМедиа-1 с YTM 10,5% @ июль 2015 г., однако затем предложения на продажу ушли в район YTM 9,0%, что в настоящий момент уже выглядит справедливым. Кроме того, отметим, что выпуски эмитента имеют низкую ликвидность.

Темы выпуска

- **ЛУКОЙЛ: свободный денежный поток ушел в дивиденды**
- **ТМК: сезонное падение показателей в РФ**

ЛУКОЙЛ: свободный денежный поток ушел в дивиденды

Свободный денежный поток составил 1,6 млрд долл., но не сократил долговую нагрузку

Вчера ЛУКОЙЛ (BBV/Baa2/BBB) опубликовал финансовые результаты по стандартам US GAAP за 3 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Компании удалось существенно увеличить свободный денежный поток, но большая часть средств была направлена на выплату дивидендов. Мы отмечаем, что на рентабельность позитивно повлиял контроль над расходами и улучшение производственных показателей в секторе переработки. Но в сегменте добычи положительный эффект от покупки новых активов (в апреле 2013 г.) был уже практически незаметен в 3 кв. Долговая нагрузка остается неизменно низкой, что говорит о высоком потенциале развития новых проектов за счет заемных средств.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	36 737	35 053	+5%	105 560	103 152	+2%
Операционная прибыль	3 657	2 856	+28%	9 891	10 695	-8%
Операционная рентабельность	10,0%	8,1%	+1,8 п.п.	9,4%	10,4%	-1 п.п.
ЕБИТДА	5 245	4 283	+22%	14 282	14 139	+1%
Рентабельность по ЕБИТДА	14,3%	12,2%	+2,1 п.п.	13,5%	13,7%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль	3 105	2 104	+48%	7 790	8 316	-6%
Чистая рентабельность	8,5%	6,0%	+2,4 п.п.	7,4%	8,1%	-0,7 п.п.
Операционный денежный поток	5 225	3 793	+38%	12 918	12 830	+1%
Капитальные вложения	-3 647	-3 490	+4%	-10 422	-8 061	+29%
Свободный денежный поток	1 578	292	+5,4x	1 647	4 769	-65%

в млн долл., если не указано иное	30 сен. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 409	9 344	+1%
Краткосрочный долг	590	570	+4%
Долгосрочный долг	8 819	8 774	+1%
Чистый долг	5 725	5 867	-2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,30x	0,31x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост добычи замедлился до 0,7% кв./кв.

В 3 кв. 2013 г. компании вновь удалось продемонстрировать хоть и небольшой (+0,7% кв./кв.), но все же рост суточной добычи. В 2013 г. увеличение этого показателя является одним из ключевых приоритетов для ЛУКОЙЛа, так как за предыдущие 3 года его суммарная добыча сократилась почти на 8%. Компания стабилизировала показатели на зрелых месторождениях в Западной Сибири: сокращение суточной добычи в 3 кв. составило всего 0,8% кв./кв. Это снижение было компенсировано разработкой новых проектов и приобретением активов в РФ. В сегменте переработки ЛУКОЙЛ также улучшил показатели, увеличив производство нефтепродуктов на 5,1% кв./кв. до 17 млн т.

Конъюнктура рынка стала основным фактором роста выручки

Конъюнктура рынка в 3 кв. способствовала росту финансовых показателей компании: цены на внутреннем рынке РФ выросли на 11% кв./кв. до 344 долл./т. Выручка увеличилась на 4,8% кв./кв. в основном за счет роста доходов от продаж сырой нефти (+27% кв./кв.). Для обеспечения спроса ЛУКОЙЛ нарастил закупки нефти на 31% кв./кв., которая использовалась для трейдинговых операций и обеспечения собственных зарубежных заводов сырьем. Доходы от продаж нефтепродуктов остались на уровне 2 кв. Но при этом компания сократила трейдинговые операции в сегменте переработки, частично компенсировав "выпавшие" объемы продажами собственной продукции.

Контроль расходов поддержал рентабельность

Благоприятная конъюнктура ожидаемо стала причиной роста рентабельности ЛУКОЙЛа, которая по показателю ЕБИТДА выросла до 14,3%. Стоит отметить стабилизацию операционных и коммерческих расходов, которые существенно увеличились кварталом ранее. Так, операционные расходы сократились на 0,1% кв./кв., а коммерческие - выросли всего на

0,7% кв./кв. По нашим оценкам, рентабельность в терминах EBITDA на барр. собственной добычи нефти увеличилась на 21% кв./кв. до 32,1 долл./барр.

Капитальные вложения не растут

Капитальные вложения (с учетом затрат на приобретение лицензий) выросли незначительно (+4%), и они равномерно распределены между зрелыми месторождениями (для поддержания добычи) и новыми проектами. В российские добывающие активы ЛУКОЙЛ направляет более половины инвестиций.

Неожиданно высокий свободный денежный поток в 1,6 млрд долл.

Основным положительным моментом представленных результатов мы считаем значительный свободный денежный поток, который составил почти 1,6 млрд долл. Но напомним, ранее менеджмент компании выражал сомнения, что по итогам года удастся выйти по данному показателю на положительную величину из-за масштабной инвестпрограммы. План по капвложениям на 2013 г. составляет 16 млрд долл., из них за 9М 2013 г. освоено 10,4 млрд долл. Таким образом, в 4 кв. инвестиции могут достичь 5,5 млрд долл. С учетом денежных средств на балансе в размере 3,4 млрд долл. мы полагаем, что ЛУКОЙЛ сможет покрыть программу инвестиций до конца года без дополнительного долга. Но, вероятно, долговая нагрузка будет увеличена в будущем для финансирования капвложений и M&A сделок. По прогнозам менеджмента, капвложения в 2014 г. будут на уровне 2013 г. и могут сократиться до 14 млрд долл. в 2015 г. Кроме того, ЛУКОЙЛу необходимо финансировать выплату дивидендов, которые планируется увеличивать минимум на 15% в год. (за 2012 г. компания выплатила около 2,2 млрд долл., за 9М 2013 г. -).

Рублевые выпуски ЛУКОЙЛа имеют низкую ликвидность. В настоящий момент мы нейтрально смотрим на евробонды эмитента, которые торгуются на кривой Газпрома. Несколько выбивается из кривой доходностей нефтегазовых бондов 1-го эшелона недавно размещенный выпуск SIBNEF 23 (YTM 5,76%), который с момента выхода на рынок подорожал на 1,5 п.п., однако небольшая премия еще сохраняется (в размере 10 б.п. по доходности).

ТМК: сезонное падение показателей в РФ

Слабые результаты за 3 кв.

ТМК (В+/В1/-), крупнейшая российская трубная компания, опубликовала слабые финансовые результаты за 3 кв. 2013 г. по МСФО. Выручка снизилась на 10% кв./кв., главным образом, за счет сезонного сокращения продаж высокомаржинальных бесшовных труб в РФ и плановых ремонтов на российских предприятиях. Американский дивизион, напротив, продолжает демонстрировать рост всех ключевых показателей второй квартал подряд. При этом рентабельность группы в целом снизилась существенно - валовая маржа: -2,5 п.п. до 19%, рентабельность по EBITDA: -3 п.п. до 12,2%.

На фоне сокращения EBITDA рост долговой нагрузки продолжился - до 3,95х Чистый долг/EBITDA, однако возможно ее некоторое снижение после традиционно сильного 4 кв., тем более, что компания ограничена в увеличении размера долга при превышении Долг/EBITDA значения 3,5х. При этом ТМК планировала погасить во 2П 2013 г. до 100 млн долл. долга, однако по итогам 3 кв. эти ожидания были скорректированы - до 30 млн долл.

Риски рефинансирования компании остаются невысокими - краткосрочный долг (после погашения ТМК, БО-1 с помощью кредита от Газпромбанка после отчетной даты) составляет около 300 млн долл., при этом ей доступны подтвержденные невыбранные кредитные линии общим объемом 1 млрд долл. Также менеджмент среди возможностей рефинансирования евробонда TRUBRU, 2015 рассматривает новый выпуск.

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	1 487	1 649	-10%	4 861	5 056	-4%
Валовая прибыль	283	355	-20%	1 007	1 152	-13%
Валовая рентабельность	19,0%	21,5%	-2,5 п.п.	20,7%	22,8%	-2,1 п.п.
ЕБИТДА	182	250	-27%	705	809	-13%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,2%	15,2%	-3 п.п.	14,5%	16,0%	-1,5 п.п.
Чистая прибыль	35	40	-12%	160	250	-36%

Операционный поток	137	197	-30%	423	538	-21%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-99	-101	-2%	-301	-297	+1%
Капвложения	-104	-74	+40%	-271	-307	-12%
Финансовый поток	-93	-87	+7%	-272	-352	-23%
в млн долл., если не указано иное		30 сент. 2013		30 июня 2013		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 775			3 769		0%
Краткосрочный долг	606			530		+14%
Долгосрочный долг	3 170			3 239		-2%
Чистый долг	3 701			3 636		+2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	3,95x			3,68x		-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонное сокращение объемов продаж в РФ Физические объемы продаж в 3 кв. снизились на 9% кв./кв. до 1,02 млн т: объемы реализации бесшовных труб упали на 17% кв./кв. до 534 тыс. т из-за сезонного спада спроса со стороны нефтегазовых компаний в РФ и плановых ремонтов на предприятиях ТМК, в то время как реализация сварных труб, напротив, повысилась на 3% кв./кв. до 488 тыс. т за счет продаж сварных ОСТГ и труб промышленного назначения.

Общая выручка снижалась теми же темпами, что и объемы продаж В итоге выручка сокращалась почти теми же темпами, что и объемы реализации (-10% кв./кв. до 1,5 млрд долл.). При этом наибольшее давление оказал российский дивизион, в котором она упала на 14% до 998 млн долл. (помимо перечисленных факторов, из-за ослабления рубля относительно доллара США в среднем на 3,5%). Показатель выручки на тонну трубной продукции снизился в РФ на 2% кв./кв. до 1,39 тыс. долл./т. В американском дивизионе, напротив, выручка выросла на 3% кв./кв. до 426 млн долл. на фоне увеличения объемов продаж бесшовных труб. Удельный показатель остался в этом дивизионе без изменений. В европейском подразделении выручка сократилась на 13% кв./кв. до 63 млн долл. за счет снижения объемов реализации трубной заготовки.

В американском дивизионе рост выручки продолжился Поскольку свыше 70% ЕБИТДА приходится на российский дивизион, те же неблагоприятные факторы, повлиявшие на выручку в РФ, оказали негативное влияние и на общий показатель ЕБИТДА (-27% кв./кв.). В РФ этот показатель упал на 36% кв./кв., рентабельность по ЕБИТДА снизилась с 18% до 13%. В американском дивизионе ЕБИТДА повысилась на 26%, рентабельность по ЕБИТДА - с 8% до 10% за счет улучшения структуры продаж (в частности, большей доли бесшовных труб).

Общая рентабельность снижалась из-за показателей в РФ Менеджмент прогнозирует, что результаты 2013 г. могут быть лишь немного ниже, чем в 2012 г. (в частности, благодаря традиционно более сильному 4 кв.). Компания ожидает восстановления спроса и отмечает рост отгрузок бесшовных ОСТГ и линейных труб в РФ, а также ожидает увеличения объемов реализации ТБД за счет проекта Южный поток Газпрома. Кроме того, ТМК надеется на дальнейшее улучшение показателей американского подразделения в результате роста объемов продаж на фоне наращивания бурения в Канаде и повышения цен на газ в зимний период. По оценкам менеджмента, рентабельность по ЕБИТДА в 4 кв. вернется к уровню 2 кв. 2013 г. - 15%, что транслируется в годовой показатель ~14,5% (т.е. -1,1 п.п. г./г.).

В 4 кв. 2013 г. менеджмент ожидает существенного улучшения ситуации Чистый операционный денежный поток в 3 кв. снизился на 30% кв./кв. (до 137 млн долл.) при практически том же объеме инвестиций в оборотный капитал, что и кварталом ранее. Менеджмент прогнозирует, что в 4 кв. тенденция инвестиций в оборотный капитал прекратится или замедлится, а в 2014 г. компания не ожидает увеличения рабочего капитала. Операционного потока в 3 кв. было достаточно для финансирования капвложений (104 млн долл.). За 9М 2013 г. на капзатраты было направлено всего 271 млн долл. при общем плане на 2013 г. 380-390 млн долл. (ранее прогноз - 400 млн долл.). В 2014 г. менеджмент планирует постепенное их снижение в связи с завершением последнего ключевого проекта - модернизации производства бесшовных труб на Синарском заводе. В 2016 г. капитальные затраты будут снизиться до 300 млн долл.

Капзатраты профинансированы из операционного потока Чистый операционный денежный поток в 3 кв. снизился на 30% кв./кв. (до 137 млн долл.) при практически том же объеме инвестиций в оборотный капитал, что и кварталом ранее. Менеджмент прогнозирует, что в 4 кв. тенденция инвестиций в оборотный капитал прекратится или замедлится, а в 2014 г. компания не ожидает увеличения рабочего капитала. Операционного потока в 3 кв. было достаточно для финансирования капвложений (104 млн долл.). За 9М 2013 г. на капзатраты было направлено всего 271 млн долл. при общем плане на 2013 г. 380-390 млн долл. (ранее прогноз - 400 млн долл.). В 2014 г. менеджмент планирует постепенное их снижение в связи с завершением последнего ключевого проекта - модернизации производства бесшовных труб на Синарском заводе. В 2016 г. капитальные затраты будут снизиться до 300 млн долл.

**Бонды ТМК выглядят
дорого**

На фоне продолжающегося увеличения долговой нагрузки в 3 кв. евробонды компании продемонстрировали динамику заметно хуже рынка, в результате спреда EVRAZ 18 - ТМК 18 и EVRAZ 20 - ТМК 20 сузился с 140 б.п. до 40 б.п., что соответствует премии к кривой Северстали 175 б.п. (оправданно с учетом кредитного риска). Таким образом, наша рекомендация продавать бонды ТМК от 28 августа 2013 г. реализовалась. Лучшей альтернативой бумагам ТМК мы считаем выпуски NORDLI 18 (YTM 7,45%, Чистый долг/ЕБИТДА - 1,7х), а также VOSTOK 20 (YTM 7,4%, Чистый долг/ЕБИТДА - 2,9х), эмитенты которых имеют более низкую долговую нагрузку.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика октября: тлеющий рост

Промышленность: осенняя депрессия

ВВП ростом не вышел

Инфляция

Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ

Валютный рынок

Валютные новшества регуляторов пока нейтральны для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Перспективы рынка ОФЗ с нулевым налогом

Платежный баланс

Стагнация внешней торговли продолжается

Ликвидность

Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Повышение коэффициента усреднения до 0,7 с 0,6 позитивно для ликвидности

Аукцион ЦБ: долгожданное лекарство, но не панацея

Бюджет

Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?

Трансферт в Резервный фонд: быть или не быть?

Казна прирастает доходами

Долговая политика

Минфин планирует ряд мер для повышения ликвидности рынка ОФЗ

Банковский сектор

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло

Новые уточнения к Положению №395-П

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	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

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
Антон Кенякин		(+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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.