

## Пульс рынка

---

- ▶ **Данные по ВВП США не слишком хороши и недостаточно плохи.** Рост ВВП США во 2 кв. составил 1,5% кв./кв., что немного превзошло консенсус-прогноз (1,2%), но оказался заметно ниже показателя за предыдущий квартал (2,0%). Замедление было обусловлено потребительскими расходами, в то время как основной вклад в прирост ВВП внесли инвестиции в оборудование/запасы (7,2% кв./кв. в сравнении с 5,4% в 1 кв.). Опубликованные данные свидетельствуют о продолжающемся замедлении американской экономики (при этом факторов роста пока не видно), однако, по нашему мнению, его темп (вместе с остальной порцией макроданных) не столь критичен, чтобы заставить ФРС в ближайшее время (на заседании FOMC, итоги которого будут озвучены в среду) перейти к более активным мерам стимулирования экономики. Также не факт, что запуск QE3 вообще состоится в этом году.
- ▶ **Рынки по-прежнему верят в слова М. Драги.** Финансовые рынки по-прежнему верят в то, что за словами главы ЕЦБ в ближайшее время последуют антикризисные действия, в частности, масштабные интервенции на долговом рынке еврозоны (на средства фонда ESM, который, как ожидается, получит банковскую лицензию). Хотя канцлер Германии высказалась за то, что нужно предпринять все необходимые меры для сохранения еврозоны, немецкая политическая элита (представители Бундесбанка) по-прежнему не разделяет идею субсидирования периферийных стран (в той или иной форме) без соблюдения ими жестких бюджетных ограничений. По-видимому, интрига сохранится вплоть до заседания ЕЦБ 2 августа. На карту поставлена не только репутация М. Драги, но и, возможно, судьба еврозоны: отсутствие (почти обещанных) действий со стороны ЕЦБ сильно изменит отношение инвесторов и увеличит вероятность неуправляемого развала еврозоны. На волне позитивных ожиданий в конце прошлой недели индексы акций выросли на 2-3%, что сопровождалось повышением доходностей UST (10-летние бумаги прибавили 10 б.п. до YTM 1,53%). Сегодня мы ожидаем сохранения позитивных настроений и умеренно положительной динамики рискованных активов.
- ▶ **Первичный рынок бондов: спрос есть только на 1-й эшелон,** о чем свидетельствует размещение Бинбанка (B/B2/-). По итогам маркетинга полугодовые ЕСР были размещены лишь в объеме 40 млн долл. с доходностью YTM 8,25%, которая соответствует рублевой доходности на уровне YTM 14,85%. Таким образом, спрос на бумаги за пределами инвестиционной категории остается низким, несмотря на то, что бонды 1-го эшелона вновь котируются на своих исторических ценовых максимумах.
- ▶ **Старые уровни доходностей уже не интересны.** В ходе oferty по выпуску МТС-5 номиналом 15 млрд руб. эмитенту пришлось выкупить большую часть бумаг (88% выпуска), что было обусловлено как низкой ставкой нового купона (8,75% годовых на 4 года, или 140 б.п. к кривой ОФЗ), так и неопределенностью внешнего фона. Таким образом, учитывая, что МТС (BB/Ba2/BB+) является высококачественным представителем 2-го эшелона, нижняя граница бумаг этой категории соответствует спреду к кривой ОФЗ выше 140 б.п. (по нашим оценкам, как минимум 200 б.п.). Как мы уже отмечали, позитивный эффект от предстоящей либерализации локального рынка отразится на корпоративных облигациях в значительно меньшей степени, чем на ОФЗ. Кроме того, давление на рынок рублевых облигаций продолжает оказывать дефицит ликвидности: ставки междилерского о/п РЕПО по-прежнему превышают 6,0%.

## Темы выпуска

---

- ▶ **TNK-BP International: рынок не способствовал результатам**
-

## TNK-BP International: рынок не способствовал результатам

### Слабые результаты обусловлены во многом рыночной конъюнктурой

TNK-BP International (BBB-/Baa2/BBB-), материнская компания TNK-BP Холдинг, представила ключевые финансовые показатели по МСФО по итогам 2 кв. 2012 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Отметим, что ухудшение показателей отчета о прибылях и убытках во 2 кв. было в целом обусловлено рыночной конъюнктурой. Также влияние могло оказать изменение структуры продаж (снижение доли нефтепродуктов из-за ремонта на Рязанском НПЗ и приостановки украинского НПЗ). Лаг по расчету экспортной пошлины в условиях падающей цены на нефть привел к опережающему вырчку падению EBITDA (-38% кв./кв.) и снижению рентабельности по EBITDA на 6,6 п.п. до 15,8%.

Тем не менее, за счет высвобождения средств из оборотного капитала (в частности, по словам менеджмента, за счет сокращения дебиторской задолженности) операционный денежный поток сократился всего на 7% кв./кв. Из этих средств были профинансированы капвложения (1,3 млрд долл.), а свободный денежный поток за 2 кв., по нашим оценкам, составил 2 млрд долл. (1,9 млрд долл. в 1 кв.), что привело к увеличению накопленной ликвидности и значительному сокращению чистого долга (-25%). В результате долговая нагрузка, несмотря на сокращение EBITDA, снизилась до 0,4х в терминах отношения Чистый Долг/EBITDA.

### Добыча сохранилась на уровне предыдущего квартала

Мы отмечаем, что на производственные результаты по-прежнему оказывает давление падение добычи жидких углеводородов на зрелых месторождениях в Западной Сибири (-5,6% г./г. за 1П 2012 г.), которое, тем не менее, компенсируется приростом на новых месторождениях: Верхнеконском и Уват. Среднесуточные объемы добычи нефти и газа остались практически на том же уровне как кв./кв., так и г./г. - 2 032 тыс. барр. н.э./сут.

### Ключевые финансовые показатели TNK-BP International

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.
Выручка	14 255	16 089	-11%	14 255	15 382	-7%
EBITDA	2 248	3 605	-38%	2 248	3 427	-34%
Рентабельность по EBITDA	15,8%	22,4%	-6,6 п.п.	15,8%	22,3%	-6,5 п.п.
Чистая прибыль	808	2 176	-2,7х	808	2 191	-2,7х
Операционный денежный поток	3 199	3 434	-7%	3 199	3 585	-11%
Капвложения	1 263	1 105	+14%	1 263	1 297	-3%

в млрд долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8,0	8,4	-5%
Краткосрочный долг	16%	15%	+1 п.п.
Долгосрочный долг	84%	85%	-1 п.п.
Чистый долг	5,6	7,5	-25%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,4х	0,5х	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Риски рефинансирования краткосрочного долга невысоки

Совокупный долг на конец 2 кв. снизился с 8,4 до 8 млрд долл. за счет погашения 200 млн долл. задолженности, а также выплаты первого транша по аккредитиву в пользу бразильской HRT. Во 2П 2012 г. компании предстоит погасить 444 млн долл., в то время как на 2013 г. приходится пик погашений - 1,6 млрд долл., в том числе евробонд TNK 13 номиналом 600 млн долл., обязательства по аккредитиву на 400 млн долл. По данным менеджмента, у компании пока нет сформированного плана по способам погашения или рефинансирования краткосрочной задолженности. В любом случае, на наш взгляд, помимо накопленного запаса ликвидности, ей доступны различные источники заемного капитала, и риски рефинансирования остаются невысокими.

**Давление на котировки бумаг может оказать выход британской BP из состава акционеров**

Напомним, что в 2012 г. капвложения компании запланированы на уровне 5,5 млрд долл., большая часть придется на сегмент добычи. В 1П на инвестиции было направлено уже около 2,4 млрд долл. (модернизация НПЗ в РФ и разработка месторождений на Ямале), или 44% всей программы капзатрат.

В целом сейчас операционные результаты компании не являются определяющим фактором в оценке ее кредитного профиля. Внимание инвесторов приковано к возможному выходу британской BP из состава акционеров TNK-BP. В случае приобретения ее доли российской компанией, помимо выхода акционера с более высоким кредитным рейтингом и отраслевым опытом, это потенциально также может снизить интерес со стороны иностранных инвесторов.

Длинные бонды TNK-BP 20 (YTM 4,55%), по нашему мнению, выглядят дороговато, предлагая небольшой дисконт (10 б.п.) к близкому по дюрации выпуску LUKOIL 19 (YTM 4,65%). Короткие бонды TNK-BP торгуются с более широким спредом (150 б.п.) к суверенной кривой, чем бонды Газпрома (100-110 б.п.) и Лукойла (120 б.п.), что оставляет некоторый потенциал для ценового роста бумаг TNK-BP15, TNK-BP16.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### Прочие

АФК Система
-------------

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика мая: позитив, надолго ли?  
Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

### Инфляция

Инфляция: на низком старте

### Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ: что кроется за новой формулировкой?

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад  
Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

### Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

### Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

## 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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

### 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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

**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.