



31 октября 2012 г.

Пульс рынка

- ▶ **Позитивный импульс из Азии.** Данные по Южной Корее, Тайваню и Сингапуру, свидетельствующие об улучшении экономической ситуации, вместе с ожиданием новых стимулирующих мер от ЦБ Японии привели к росту индексов акций на 1,5%. После 2-дневного перерыва сегодня возобновятся торги на биржах США. Ураган Сэнди, по предварительным оценкам, нанес ущерб экономике США на ~25 млрд долл., что, по мнению ряда аналитиков, может привести к снижению темпа роста ВВП в 4 кв. на 1-1,5%. Дальнейшая динамика рынков будет определяться статистикой по Китаю (данные по промпроизводству будут опубликованы в четверг) и отчетом по рынку труда США (запланирован на пятницу, но из-за технических проблем может быть перенесен). Вновь всплыл греческий вопрос: сегодня в 15:30 по МСК состоится телеконференция между министрами финансов еврозоны на тему ослабления условий помощи стране.
- ▶ **Беззалоговая ликвидность в дефиците.** На вчерашнем аукционе Казначейство РФ разместило 12,4 млрд руб. при более чем двукратном переспросе со ставкой 7,25% годовых (на 25 б.п. выше минимального уровня) с погашением через 79 дней, что свидетельствует о дефиците относительно длинной ликвидности, не требующей обеспечения. Ставки о/п междилерского РЕПО остаются повышенными (~6,4% годовых).
- ▶ **Аукцион ОФЗ: попытка №2 - теперь с премией.** Сегодня Минфин предпримет вторую попытку разместить 7-летние ОФЗ 26208 на 30 млрд руб. Напомним, что в прошлую среду размещение не состоялось: отсутствие премии не позволило сформировать спрос. Сейчас ситуация иная: ориентир в диапазоне YTM 7,19-7,24% предполагает некоторую премию к рынку (2-3 б.п.), судя по последним сделкам вчера (на уровне YTM 7,21%). При стабильном внешнем фоне, а также наличии потенциала (хотя и небольшого, в пределах 25 б.п.) для снижения доходностей на рынке ОФЗ (по факту либерализации рынка), мы считаем, что премия привлечет определенный спекулятивный интерес. С другой стороны, она не настолько велика, чтобы позволить Минфину реализовать весь объем. Мы рекомендуем участвовать в аукционе по верхней границе ориентира, которая соответствует цене 101,93%-101,95% от номинала.
- ▶ **"Суборды" вошли в моду среди розничных банков.** В последнее время крупные розничные банки (БРС, ХКФБ), используя благоприятную конъюнктуру, размещали субординированные бонды. Потребность в капитале возникла как в результате активного роста, так и выплаты значительных дивидендов. Вчера в маркетинг с "субордом" 2-го уровня вышел Кредит Европа Банк (-/Ba3/BB-), который характеризуется умеренным ростом (+3,3% в 1П 2012 г.) кредитного портфеля (~80% - МСБ и розница) и высокими дивидендами (86% от прибыли за 1П 2012 г.). Н1 с начала года сократился на 1,7 п.п. до 12,65% на 1 сентября 2012 г. Таким образом рост обеспечивается за счет капитала 2-го уровня, что, по нашему мнению, должно транслироваться в большую премию за субординацию (чем "стандартные" 100 б.п.).
- ▶ **Бонды оказались интереснее акций.** В отличие от рынка акций, на долговом рынке РСБ (-/Ba2/BB-) удалось найти спрос на субординированные евробонды, разместив 400 млн долл. (примерно такой объем банк планировал привлечь в ходе IPO). Доходность составила YTM 10,2% к погашению через 7 лет, ниже первоначальных ориентиров. В сравнении со старшим PSB 17 (YTM 8,4%) премия за субординацию составила 180 б.п., что мы считаем справедливым, учитывая острую потребность банка в капитале (которая будет удовлетворяться, по-видимому, за счет пополнения Tier 2). По нашим оценкам, в результате размещения "суборда" достаточность капитала вырастет на 1,9 п.п. (что соответствует Н1 ~12,5%).
- ▶ **3-й эшелон не теряет надежд.** ЮТэйр вышел в маркетинг с выпусками облигаций на 3 млрд руб. с ориентиром YTP 11,74% - 12,28% к годовой оферте. Обращающиеся выпуски эмитента имеют низкую ликвидность, последние сделки в ЮТэйр БО-4 и БО-6,7 проходили по YTM 12,2% @ март 2014 г. и YTP 12,8% @ апрель 2014 г. По нашему мнению, лучшей альтернативой, с точки зрения соотношения риск/доходность, является короткий выпуск РМК-3 (YTP 12,7-12,8% @ декабрь 2013 г.).

- ▶ **TNK-BP International: хорошие результаты перед продажей**
- ▶ **EDC/БКЕ: достигла новых высот эффективности**

TNK-BP International: хорошие результаты перед продажей

Рентабельность по EBITDA увеличилась до 27%

TNK-BP International (BBB-/Baa2/BBB-), материнская компания TNK-BP Холдинг, представила ключевые финансовые показатели по МСФО по итогам 3 кв. 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Рентабельность по EBITDA увеличилась с 16% во 2 кв. 2012 г. до 27% в 3 кв. 2012 г. за счет роста очищенных экспортных цен (за вычетом экспортных пошлин) на нефть и нефтепродукты. Однако операционный денежный поток компании сократился на 16% кв./кв., что мы связываем с наращиванием оборотного капитала (в основном, дебиторской задолженности) после его резкого сокращения во 2 кв. 2012 г. Долговая нагрузка TNK-BP сократилась с 0,4х во 2 кв. 2012 г. до 0,3х по итогам 3 кв. 2012 г.

Ключевые финансовые показатели TNK-BP International

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	3 кв. 2011	изм.
Выручка	15 723	14 255	+10%	15 299	+3%
EBITDA	4 311	2 248	+92%	3 456	+25%
Рентабельность по EBITDA	27,4%	15,8%	+11,6 п.п.	22,6%	+4,8 п.п.
Чистая прибыль	2 734	808	+3,4х	1 786	+53%
Чистая рентабельность	17,4%	5,7%	+11,7 п.п.	11,7%	+5,7 п.п.
Операционный поток	2 748	3 290	-16%	2 094	+31%
Капвложения (органические)	1 614	1 263	+27%	1 303	+24%

в млрд долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8,3	8,0	+4%
Краткосрочный долг	16%	16%	-
Долгосрочный долг	84%	84%	-
Чистый долг	4,3	5,6	-22%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,3х	0,4х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

TNK-BP высвобождает накопленные запасы

В 3 кв. 2012 г. выручка компании выросла на 10% кв./кв., что существенно опережает динамику цен на нефть марки Urals (+1,9% кв./кв.). Это связано с реализацией запасов нефти и нефтепродуктов. Напомним, что в 1П 2012 г. TNK-BP увеличивала запасы, ожидая улучшения конъюнктуры в последующие периоды.

Лаг в расчетах пошлины поддержал рентабельность TNK-BP

В 3 кв. 2012 г. рентабельность TNK-BP увеличилась благодаря снижению экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Дополнительный позитивный эффект оказал лаг в расчете пошлин. В результате рентабельность по показателю EBITDA достигла 27%. По нашим оценкам, рентабельность экспорта сырой нефти увеличилась с 43% во 2 кв. 2012 г. до 54% в 3 кв. 2012 г., что даже выше показателя 1 кв. 2012 г. (53%). Мы считаем, что 3 кв. 2012 г. был самым благоприятным для нефтяных компаний в этом году и ожидаем нормализации рентабельности TNK-BP в 4 кв. 2012 г.

Падение добычи на зрелых месторождениях ускорило до 6,2% г./г.

Опасения по-прежнему вызывают производственные показатели компании в связи с падением добычи на зрелых месторождениях в Западной Сибири. Снижение добычи в регионе ускорилось до 6,2% г./г. (6,0% г./г. в 1П 2012 г.), но было компенсировано ростом на Верхнечонском месторождении и за счет TNK-Уват. По итогам 9М 2012 г. TNK-BP продемонстрировала увеличение добычи жидких углеводородов на 1,4% г./г. (до 1 757 тыс. барр./сутки), что остается в рамках прогноза менеджмента по росту добычи в 2012 г. в 1-2%.

TNK-BP не ждет предъявления требований по досрочному погашению кредитов

В ходе телеконференции менеджмент не акцентировал внимание на предстоящей сделке с Роснефтью и отметил, что продолжает работать в рамках текущей стратегии по увеличению акционерной стоимости компании. Менеджмент не ожидает, что предстоящая сделка негативно повлияет на долговой профиль компании, и что банки-кредиторы будут предъявлять требования по досрочному погашению задолженности из-за смены контролирующего акционера.

Не исключаем предложения бумаг от Роснефти

В последнее время спред бондов ТНК-ВР к кривой Газпрома заметно расширился, особенно в длинных выпусках, главным образом, за счет более сильного снижения котировок ТНК-ВР в ходе недавней коррекции рынка (ТНК-ВР 20 подешевели на 4 п.п. с середины октября, в то время как Gazprom 21 потеряли лишь 2 п.п.). При прочих равных условиях такое расширение спредов можно было бы рассматривать в качестве возможности для покупки бумаг ТНК-ВР. Однако, учитывая высокую потребность Роснефти в долге для финансирования покупки ТНК-ВР, мы не исключаем ее скорого выхода на первичный рынок еврооблигаций с большим объемом предложения, что будет сдерживать ценовой рост бумаг ТНК-ВР.

EDC/БКЕ: достигла новых высот эффективности

Сильные результаты за 3 кв. 2012 г.

Eurasia Drilling Company Limited (BB/-/BB) крупнейшая в России независимая буровая компания, опубликовала выборочные финансовые показатели за 3 кв. и 9 мес. 2012 г. по US GAAP, которые мы оцениваем позитивно. Мы отмечаем продолжающийся рост эффективности бизнеса. Рентабельность по EBITDA за 9М 2012 г. превысила аналогичный показатель прошлого года на 3,7 п.п. В ходе телеконференции компания повысила прогноз на 2012 г. по выручке и рентабельности по EBITDA. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) компании остается на низком уровне - 0,4х.

Ключевые финансовые показатели EDC

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	838	818	+2%	2 402	2 042	+18%
ЕБИТДА	242	222	+9%	615	447	+38%
Рентабельность по EBITDA	28,8%	27,1%	+1,7 п.п.	25,6%	21,9%	+3,7 п.п.
Капвложения	154	177	-13%	436	262	+66%

в млн долл., если не указано иное	30 сентября 2012	30 июня 2012	изм.
Чистый долг	321	350	-8%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,4х	0,5х	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки был обусловлен увеличением объемов бурения

Рост выручки в 3 кв. на 2% кв./кв. был обусловлен увеличением объемов бурения на суше (+8% кв./кв.), при этом проходка горизонтальным бурением выросла кв./кв. на 25% (его доля составила 14,5% против 12,6% во 2 кв. и 16,5% в 1 кв.). Отметим, что негативное влияние на динамику выручки (в долл. США) оказало некоторое ослабление рубля в 3 кв.

Рост рентабельности в основном в связи с повышением загрузки буровых установок

В 3 кв. компания продемонстрировала еще большую эффективность, чем кварталом ранее (хотя и во 2 кв. рентабельность существенно выросла кв./кв. и г./г.) - по нашим оценкам, еще +1,7 п.п. кв./кв. (по EBITDA). Менеджмент объясняет столь заметные улучшения 1) повышением эффективности бурения и 2) рекордной для компании нормой загрузки/использования буровых установок (rig utilization rate) на уровне 89,8% благодаря значительному спросу. Как правило, в 4 кв., также как и 1 кв., вследствие сезонности, происходит передислокация парка, и норма загрузки снижается, равно как и рентабельность по EBITDA.

Напомним, что июле этого года компания приобрела 2 буровые установки в Ираке за 15 млн долл., и, по информации менеджмента, рентабельность этих активов составляет около 30%.

Компания обновила прогноз на 2012 г., повысив выручку и рентабельность

EDC представила обновленный прогноз на 2012 г. Без изменения остались планы по бурению на суше - 5,8 млн м, в том числе горизонтальному бурению - 900 тыс. м. Однако на фоне сильных результатов за 9М 2012 г. компания немного повысила прогноз по выручке до 3,175 млрд долл. (ранее - 3,15 млрд долл., этот прогноз понижался с 3,3 млрд долл. ввиду ослабления рубля), а также по рентабельности по EBITDA на 2012 г. - до 24,3% с 23,8%. Исходя из этого, ожидается, что маржа EBITDA в 4 кв. составит около 21%, что в целом соответствует уровню 1 кв. 2012 г. В среднесрочной перспективе компания может достичь уровня рентабельности в 27-28%.

31 октября 2012 г.

**Прогноз по сарех
повышен ввиду
приобретения новых
активов и ускорения
строительства морской
буровой установки**

Также в начале октября был повышен прогноз по капзатратам на 2012 г. до ~600 млн долл. с 500 млн долл. ранее в результате: 1) приобретения еще 2 установок в Ираке, 2) покупки компании с активами по ремонту скважин (за 20 млн долл.) и 3) ускорения платежей вследствие более быстрого хода строительства второй морской буровой установки (jack-up rig). Стоимость каждой такой установки составляет 430 млн долл., и платежи осуществляются примерно 5 равными частями (~86 млн долл.). За 9 месяцев 2012 г. компания выполнила план капзатрат практически на 75%, в 4 кв. предстоит освоить до 165 млн долл., что может быть осуществлено из операционных потоков.

Облигации БКЕ-1 не отличаются высокой ликвидностью и котируются с УТР 9,5% @ июнь 2016 г., что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 220 б.п., что выглядит справедливо.

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: на пути к 7%

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

В октябре ЦБ оставил все ставки без изменений

Банковский сектор

Фондирование от ЦБ РФ становится нормой

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

РЕПО в корзине

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

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
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 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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Леонид Берещанский		(+7 495) 721 9900 доб. 5482

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.