

Пульс рынка

- ▶ **Высокие цены на энергоносители привели к появлению инфляционных рисков в США.** Значение индекса потребительских цен за февраль оказалось на уровне 0,4% м./м., что, хоть и несколько ниже консенсус-прогноза, указывает на появление инфляционных рисков (рост цен в январе составил 0,2% м./м.). Без учета продовольственной компоненты и энергоносителей индекс цен в феврале вырос всего лишь на 0,1% м./м., в то время как аналогичный показатель в январе составил 0,2%. Высокие цены на энергоносители, по-видимому, также обусловили снижение индекса настроения потребителей ниже ожиданий. Появление инфляционных рисков (хотя и слабых) в условиях отсутствия намеков на QE3 по результатам последнего заседания FOMC не способствовали стабилизации цен на рынке UST: доходность 10-летних бондов подросла до YTM 2,3%. Также наблюдался рост доходностей по BUNDS: 10-летние бумаги прибавили в доходности 8 б.п. до отметки YTM 2,04%. Из сегодняшних данных по США интерес представляет значение индекса цен на жилую недвижимость (именно сектор недвижимости является фактором, сдерживающим восстановление американской экономики).
- ▶ **Новые налоги приведут к оттоку ликвидности и поддержат спрос на РЕПО с ЦБ.** Приток бюджетных средств в платежную систему приостановился, а поступления от интервенций ЦБ (около 10 млрд руб. в день) остаются недостаточными, чтобы компенсировать предстоящие в течение этой недели выплаты по НДС (~160 млрд руб., до 20 марта), НДСПИ и акцизам (~220 млрд руб., до 26 марта), что может привести к чистому оттоку ликвидности. Спрос на ликвидность будет максимальным в дни налоговых дат, а недостаток средств для отчислений в казну будет покрываться преимущественно за счет о/п РЕПО с ЦБ, лимиты по которому регулятор оставляет достаточно широкими (сегодня до 90 млрд руб.).
- ▶ **Второй эшелон подтягивается на "первичку" евробондов: ПСБ планирует евробонд.** По информации Reuters, ПСБ (-/Ba2/BB-) во 2 кв. 2012 г. планирует использовать благоприятную конъюнктуру внешнего рынка для выпуска еврооблигаций номиналом 500 млн долл., что может быть обусловлено, в том числе, необходимостью рефинансирования погашаемого в мае выпуска PSB 12 номиналом 200 млн долл. Банк не ожидает в этом году притока инвестиций со стороны основных акционеров и нацелен на проведение IPO в 2012-2013 гг. в зависимости от ситуации на рынке. Как мы уже отмечали в нашем комментарии от 12 декабря 2012 г., низкая достаточность капитала банка (на 1 марта 2012 г. показатель Н1 составил 10,88%) в условиях отсутствия дополнительных средств со стороны акционеров сильно ограничивает возможности банка по увеличению кредитного портфеля. Мы не исключаем, что, учитывая высокую потребность в капитале, эмитентом может быть предложен субординированный выпуск евробондов.
- ▶ **Высокий спрос на корпоративные облигации высокого качества:** Повышенный интерес к 3-летним облигациям ВымпелКома (BB/Ba3/-), вышедших в маркетинг в объеме 15 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 9,25-9,75% годовых (YTP 9,46-9,99%), позволил эмитенту не только увеличить объем размещаемых облигаций до 25 млрд руб., но и снизить ставку купона до 8,85% годовых (YTP 9,05%). Премия ко вторичному рынку (судя по более длинным выпускам ВымпелКом-6,7, котирующимся на уровне 8,8% @ октябрь 2015 г.) составила 25 б.п. Позитивный внешний фон и укрепление рубля (сегодня бивалютная корзина открылась снижением стоимости) поддержат интерес инвесторов к рынку рублевых облигаций.

Темы выпуска

- ▶ Промышленная оттепель
 - ▶ ТМК: снижение отгрузок ТБД сказалось на рентабельности
-

Промышленная оттепель

Ускорившийся рост промпроизводства в феврале стал приятным сюрпризом

Ускорившийся в феврале рост промышленного производства стал приятной неожиданностью. За прошлый месяц промышленный индекс набрал обороты до 6,5% г./г. против 3,8% в январе 2012 г. и 5,8% в феврале 2011 г. Новые данные в целом позитивны, если не учитывать тот факт, что показатели могут быть ощутимо завышены в связи с дополнительным рабочим днем в феврале високосного 2012 г. О том, что такой статистический эффект мог значительно улучшить показатели, говорит и то, что с учетом сезонности и календарного фактора, февральские результаты промышленности выглядят гораздо скромнее – 1,6% м./м. На слабую реальную динамику промышленности указывает и сохранение прежнего уровня индекса деловой активности обрабатывающих производств (50,7) лишь при некотором улучшении общей деловой конъюнктуры.

Хотя основной причиной более быстрых темпов роста промышленного выпуска остается обрабатывающая отрасль, где физические объемы выпущенной продукции в феврале 2012 г. увеличились на 6,3% г./г. против 4,8% г./г. в январе 2012 г., вклад в улучшение показателей в прошлом месяце обеспечили все отрасли. Так, следуя за активизацией обрабатывающих производств, смежная добывающая отрасль продемонстрировала ускорение темпов до 3,7% г./г. против 1,4% г./г. в январе 2012 г. Растущий по мере загрузки производственных мощностей спрос на электроэнергию привел к всплеску по категории производства и распределения электроэнергии, газа и воды до 6,7% г./г. против падения на 0,2% г./г. в январе 2012 г., и это вопреки нехарактерно теплым температурам этого месяца.

Наилучшие результаты у отраслей, ориентированных на экспорт, и смежных с ними секторах

Анализ отдельных категорий продукции демонстрирует, что источники роста промышленности в феврале были сконцентрированы в нефтепереработке, металлургии и связанной с ней добыче сырья, пищевой отрасли, автопроме и производстве стройматериалов. Стимулом к наращиванию добычи нефти стал рост ее цены за февраль почти на 7% и на 9% с начала года при одновременном снижении пошлины за счет перехода на режим налогообложения 60-66, что сделало выгодным экспорт сырой нефти. Так, объемы добытой нефти выросли на 5,6% г./г. (2% в январе), а поступившего на переработку сырья – на 8,5% г./г. (4,4% в январе). Причем на благоприятную конъюнктуру сырьевых цен откликнулось также и производство мазута, дизтоплива (8,1% г./г. и 0,2% г./г., соответственно) и выпуск прямогонного (1,5% г./г.) и автомобильного бензина (13,2% г./г.), пошлина на которые повысилась.

Хорошие результаты металлургических производств могут объясняться сочетанием снижения цен на основное сырье (лом, коксующийся уголь, железную руду) при одновременном, хотя и не столь значительном, повышении цен конечной продукции. На этом фоне выпуск стали вырос на 3,7% г./г. (против -4,8% в январе), чугуна - на 2,8% (против -3,2%), проката черных металлов - на 5,2% (против -4%) при росте производства железорудного концентрата на 8,6% (против 7,1%). Сохранение высокой потребительской и деловой активности отражают хорошие данные производства транспортных средств как в сегменте легковых автомобилей (24,3%), так и грузовых (23,4%), автобусов (33,8%) и пр. По-прежнему сильными остаются данные по выпуску основных строительных материалов, что может косвенно указывать на вероятность сохранения высоких показателей инвестиций в 1 кв. 2012 г., стимулом для которых становится активизация бюджетных расходов.

Мы повышаем прогноз по росту промышленного производства в 2012 г. до 4%

В целом, позитивные данные февраля не свидетельствуют в пользу наличия серьезной угрозы снижения внутреннего спроса. Наилучшие результаты демонстрируют отрасли, связанные с потреблением и экспортом, а также те сектора, где доля госучастия на данный момент высока (например, строительство). Учитывая по-прежнему благоприятную ситуацию с доходами населения и кредитованием, а также поддержку со стороны бюджетных расходов, логично ожидать сохранения сильных позиций промышленности в ближайшие месяцы, хотя и при более низких в сравнении с февралем темпах роста. На фоне повышения нашего прогноза среднегодовой цены на нефть на 5 долл. до 114 долл./барр. и сохранения приемлемых темпов роста внутреннего спроса мы повышаем прогноз по росту промышленного производства в 2012 г. до 4% против 3,5% ранее (против 4,7% в 2011 г.).

ТМК: снижение отгрузок ТБД сказалось на рентабельности

Слабые результаты за 2011 г. из-за снижения отгрузок высокомаржинальных ТБД

В пятницу ТМК (В+/В1/-), крупнейшая российская трубная компания, опубликовала относительно слабые финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и 2011 г. Хотя показатели 4 кв. превышают результаты достаточно плохого 3 кв. (см. наш обзор от 30 ноября 2011 г.), они далеки от уровней 1П 2011 г. Это обусловлено завершением отгрузок ТБД по ряду проектов Газпрома и, как следствие, сдвигом структуры продаж ТМК в сторону менее маржинальных труб. В результате итоговые показатели 2011 г. в части прибыльности уступают уровню 2010 г.

Ключевые финансовые показатели ТМК

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	1 602	1 604	0%	6 754	5 579	+21%
Валовая прибыль	331	301	+10%	1 446	1 293	+12%
Валовая рентабельность	20,7%	18,8%	+1,9 п.п.	21,4%	23,2%	-1,8 п.п.
ЕБИТДА	223	202	+10%	1 050	942	+11%
Рентабельность по ЕБИТДА	13,9%	12,6%	+1,3 п.п.	15,5%	16,9%	-1,4 п.п.
Чистая прибыль	106	21	+5,0x	385	104	+3,7x
Чистая рентабельность	6,6%	1,3%	+5,3 п.п.	5,7%	1,9%	+3,8 п.п.
Операционный денежный поток				787	386	+2,0x
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.				-377	-271	+39%
Капвложения				-402	-314	+28%
Финансовый поток				-335	-186	+80%
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				3 787	3 769	0%
Краткосрочный долг				599	446	+34%
Долгосрочный долг				3 188	3 323	-4%
Чистый долг				3 556	3 616	-2%
Чистый долг/ LTM EBITDA *				3,39x	3,23x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Отгрузки в 4 кв. остались на уровне 3 кв., за год выросли на 6,6% при снижении продаж ТБД на 8,4%

В 4 кв. 2011 г. совокупные объемы отгрузки увеличились всего на 0,8% кв./кв. Опережающую динамику продемонстрировал сегмент бесшовных труб ОСТГ (+7,8% кв./кв.) в связи с сезонными закупками нефтегазовыми компаниями. Всего за год отгрузки труб возросли на 6,6%, среди них нефтепромысловые ОСТГ - на 8,3% г./г. После снижения поставок ТБД в 3 кв. на 32% кв./кв., в 4 кв. произошло их увеличение лишь на 13,3% кв./кв., в целом по году сокращение продаж ТБД составило 8,4% г./г.

Компания ожидает небольшого увеличения отгрузок в 2012 г.

Согласно озвученным в ходе телеконференции прогнозам, ТМК ожидает небольшого увеличения совокупных отгрузок в 2012 г. относительно 2011 г. При этом основной прирост прогнозируется по ОСТГ и линейным нефтепроводным трубам, обсадным бесшовным и бурильным трубам при дальнейшем снижении объемов ТБД вследствие окончания проектов Газпрома в России. При этом, по оценкам ТМК, поставки ТБД по проектам в СНГ (Туркменистан, Узбекистан, Казахстан) несколько компенсируют снижение спроса в России.

В 4 кв. снижение выручки в России было компенсировано продажами в США

Сохранению выручки в 4 кв. на уровне предыдущего квартала способствовало увеличение продаж американского подразделения компании на 14% кв./кв. до 440 млн долл. на фоне снижения выручки в России на 3% до ~1,1 млрд долл. из-за падения цен на трубы промышленного назначения. В целом за год совокупная выручка возросла на 21% г./г. как за счет увеличения объемов, так и средних цен реализации продукции во всех подразделениях компании.

Опережающий рост ЕБИТДА в 4 кв. был обусловлен благоприятной конъюнктурой на

Опережающий рост ЕБИТДА в 4 кв. был обусловлен, главным образом, благоприятной ценовой конъюнктурой на металлы в России и США. В итоге рентабельность по ЕБИТДА повысилась до 13,9% с 12,6% кварталом ранее, однако не достигла уровней 1П 2011 г. (в среднем 17,6%).

рынке сырья

В целом за 2011 г. рентабельность по EBITDA составила 15,5% против 16,9% в 2010 г. вследствие изменения структуры продаж (завершение отгрузок ТБД по проектам Газпрома) и роста цен на сырье, расходы на которое занимают до 70% в себестоимости трубной продукции компании.

За год рентабельность снизилась из-за изменения структуры продаж и роста цен на сырье

По прогнозам ТМК, озвученным в ходе телеконференции, показатель EBITDA в 1 кв. 2012 г. превысит уровень 4 кв. 2011 г. и приблизится к EBITDA 1 кв. 2011 г. за счет улучшения структуры продаж и ценовой конъюнктуры.

Чистая прибыль компании по результатам 2011 г. возросла почти вчетверо до 385 млн долл., что было обеспечено как разовыми факторами (восстановление стоимости европейских активов после обесценения в кризисные 2008-2009 гг. на 73 млн долл., прибыль по дериватам - 45 млн долл.), так и сокращением процентных расходов на 30% г./г. в связи с пересмотром процентных ставок по действующим кредитам, а также рефинансированием части долга более дешевыми заимствованиями.

Операционного потока было достаточно как для инвестиций, так и финансовой деятельности

Операционных денежных потоков ТМК было достаточно как для осуществления инвестиций (402 млн долл., ключевые проекты - строительство электропечи на Тагмете и модернизация производства бесшовных труб на Синарском заводе, запуск намечен на 2013 г.), так и выплаты дивидендов (48,8 млн долл.) и прочей финансовой деятельности. В результате остаток денежных средств на балансе вырос на 75 млн долл. с начала года, составив 230,6 млн долл.

Долговая нагрузка за 4 кв. возросла до 3,39x

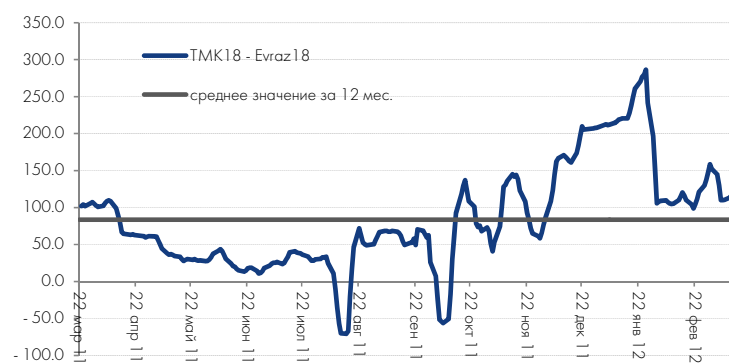
При достаточно стабильном уровне долга в абсолютном выражении, долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) за последний квартал возросла с 3,23x до 3,39x за счет негативной динамики операционной прибыли во 2П 2011 г.

Компания имеет ряд ковенантов по евробонду ТМК18, в частности, ограничивающих соотношение Долг/EBITDA значением 3,5x. При нарушении ковенантов дальнейшее увеличение долга компании ограничено. На 31 декабря 2011 г., по нашим оценкам, этот показатель составил 3,6x. По мнению менеджмента, компания имеет достаточно накопленных денежных средств, чтобы финансировать свои капиталовложения без привлечения нового долга.

Мы нейтрально смотрим на бонды ТМК

Единственный обращающийся рублевый выпуск облигаций ТМК БО-01 (дюрация 1,48 лет) неликвиден. В нашем обзоре от 24 января 2012 г. мы указывали на расширенный спред ТМК18 - Evraz18, который на тот момент составлял ~300 б.п. Сейчас он сузился к своему среднему значению за последние 12 месяцев (85 б.п.). Учитывая достаточно слабые результаты ТМК за 4 кв. 2011 г., в настоящий момент мы нейтрально относимся к бондам ТМК в сравнении к кривой Евраз.

Динамика спреда ТМК18 - Evraz18



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

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
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.