

## Пульс рынка

- **Несмотря на позитивные макроданные по США, рынки снижаются.** Вчерашняя порция статистики свидетельствует о сохранении позитивных тенденций в экономике США. Объем заказов на товары длительного пользования в октябре не изменился (прогноз предполагал их снижение на 0,8% м./м.), при этом без учета транспортной компоненты рост составил 1,5%. Заметно превзошло ожидания значение индекса уверенности потребителей (73,7) в ноябре, которое оказалось на 4-летнем максимуме. Позитивное влияние на показатель оказало повышение занятости на рынке труда, однако стагнация доходов сдерживает потребительскую активность. О продолжающемся улучшении ситуации на рынке недвижимости свидетельствует позитивная динамика цен (+0,4% м./м. в сентябре, согласно индексу S&P Case-Shiller HPI). Позитивные данные по США пока не находят отражение в увеличении аппетита к риску: индексы акций вчера просели на 0,5%, доходность 10-летних UST снизилась на 4 б.п., ниже YTM 1,63%. Проблема fiscal cliff по-прежнему является основным источником беспокойства, которое вчера усилилось после заявления представителя республиканцев об отсутствии заметного прогресса в переговорах по бюджету. Сегодня мы ожидаем умеренно негативную динамику рынков.
- **Уплата налогов подходит к концу, что приведет к ослаблению спроса на рефинансирование.** Уплата НДС, акцизов и части экспортной пошлины в понедельник, как мы и предполагали, привела к внушительному чистому оттоку средств (около 300 млрд руб.), который банки компенсировали в основном за счет дополнительного РЕПО с ЦБ на 220 млрд руб. (рост до 1,8 трлн руб.) и некоторого сокращения остатков на корсчетах и депозитах. На этом фоне короткие ставки денежного рынка ожидаемо поднялись до 6,5%. Спрос на аукционах Казначейства РФ по-прежнему остается слабым: из заявленных 40 млрд руб. (с погашением 21 декабря) вчера банки привлекли лишь 33,4 млрд руб. (зачисляются сегодня) под возврат 40 млрд руб. прежних депозитов сегодня. Это подразумевает сокращение задолженности по депозитам (584 млрд руб.) на 7 млрд руб. и формально говорит о способности банков к погашению этой задолженности. Основной пик спроса на рефинансирование уже позади, часть налога на прибыль (~120 млрд руб.) была уплачена вчера, поэтому завершение этих выплат сегодня уже в меньшей степени скажется на ставках. Их сокращения мы ожидаем в ближайшие дни на фоне усиления притока госрасходов в конце месяца. Но такое улучшение, по нашим оценкам, продлится недолго: всплеск спроса на фондирование мы ожидаем к 20-м числам декабря, причем дополнительные проблемы создаст необходимость погашения депозитов Казначейства (430 млрд руб.). См. наш комментарий от 26 октября.
- **Короткие ОФЗ нашли спрос даже без премии.** На сегодняшнем аукционе Минфин разместил 5-летние ОФЗ 25080 в объеме 13,8 млрд руб. (92% предложения) с YTM 6,80%, что соответствует нижней границе ориентира и дисконту (~4 б.п.) ко вторичному рынку (последние сделки вчера проходили на уровне YTM 6,84%). Отсутствие серьезного внешнего негатива и стабильные котировки нефти (Brent удерживается на уровне 110 долл./барр.) позволили сформировать спрос на короткие ОФЗ, которые, по нашему мнению, сейчас выглядят привлекательнее длинных госбумаг. В результате ралли в ОФЗ суверенная кривая приняла плоскую форму (спред ОФЗ 26209 - 25080 сузился до 25 б.п.), что, по нашему мнению, не является равновесной ситуацией.
- **Предложение от ФСК может усилить коррекцию на рынке рублевых евробондов.** ФСК (BBB/Baa2/-) вышла в маркетинг с рублевыми еврооблигациями, общий объем программы EMTN составляет 100 млрд руб. Стоит отметить, что с середины октября рублевые евробонды квазисуверенных эмитентов (РСХБ, РЖД) выглядели хуже рынка (как рублевых корпоративных бумаг, так и ОФЗ). Например, выпуск RSHB 17 (YTM 8,5%) подешевел на 4 п.п., а его спред к кривой ОФЗ расширился со 100 б.п. до 165 б.п. Такая динамика обусловлена сокращением синтетических позиций в пользу базовых активов (ОФЗ) в ожидании либерализации рынка. По нашему мнению, предложение новых бумаг ФСК лишь усилит коррекцию рынка рублевых евробондов: их доходности могут даже достигнуть уровней локальных бумаг корпоративных эмитентов, в то время как отличие в юрисдикции должно обуславливать наличие дисконта.

## Темы выпуска

- **ЛУКОЙЛ: первые попытки переломить тренд падения добычи**
- **ТМК: низкие цены на сталь поддержали рентабельность**

## ЛУКОЙЛ: первые попытки переломить тренд падения добычи

### Сильные результаты по всем показателям

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB-) опубликовал сильные финансовые и производственные показатели за 3 кв. 2012 г. Компании удалось продемонстрировать рост добычи в России и существенно нарастить свободный денежный поток. Рентабельность компании по показателю EBITDA превысила 15%, чистый долг сократился на 27%. И без того низкая долговая нагрузка компании сократилась в отношении Чистый Долг/EBITDA до 0,2х.

### Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9 мес. 2012	9 мес. 2011	изм.
Выручка	35 494	32 397	+10%	103 152	99 101	+4%
EBITDA	5 423	3 570	+52%	14 139	15 024	-6%
Рентабельность по EBITDA	15,3%	11,0%	+4,3 п.п.	13,7%	15,2%	-1,5 п.п.
Чистая прибыль	3 509	1 018	+3,4х	8 316	9 012	-8%
Чистая рентабельность	9,9%	3,1%	+6,7 п.п.	8,1%	9,1%	-1,0 п.п.
Операционный поток	5 799	3 151	+84%	12 830	13 299	-4%
Капитальные вложения	-2 734	-2 906	-6%	-8 061	-5 581	+44%
Свободный денежный поток	3 065	245	+12,5х	4 769	7 718	-38%

  

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	6 489	8 855	-27%
Краткосрочный долг	821	1 797	-54%
Долгосрочный долг	5 668	7 058	-20%
Чистый долг	3 796	5 213	-27%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,21х	0,29х	-30%

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Компании удалось стабилизировать добычу в Западной Сибири, но падения не избежать

Операционные данные по добыче нефти за 3 кв. 2012 г. идут вразрез со стратегией по увеличению производства за счет зарубежных проектов, а также не вписываются в общий тренд падения добычи, который длится уже 5 лет. Суточная добыча за пределами России сократилась на 7%, а в РФ - возросла на 0,9%. Добыча в Западной Сибири осталась практически на том же уровне. При этом неожиданно, что компания смогла нарастить добычу сырой нефти (+1,3% кв./кв.) в Тимано-Печорской провинции, где расположено проблемное Южно-Хыльчюское месторождение. Но, несмотря на эти позитивные изменения, мы ожидаем сокращения добычи сырой нефти по итогам года. За 9М 2012 г. добыча упала на 1,5% г./г. (-5,9% в 2011 г.), и ЛУКОЙЛу вряд ли удастся избежать падения добычи, даже если будет достигнут рост в 4 кв. 2012 г.

### Ставка на зарубежные проекты сопряжена с большими рисками

Сокращение добычи сырой нефти остается главной проблемой для компании. ЛУКОЙЛу давно не получал новые лицензии на крупные месторождения в России, а добыча на зрелых участках быстро сокращается. Стабилизация добычи за счет увеличения бурения возможна лишь на краткосрочном промежутке времени, кроме того, это ведет к росту низкоэффективных капитальных расходов. Для решения проблемы ЛУКОЙЛ увеличивает свое присутствие в upstream сегменте на зарубежных рынках, но эффективность этих проектов пока под большим вопросом. Компания уже сталкивалась с переоценкой запасов и списанием убытков по сухим скважинам в новых зарубежных проектах (они зачастую мало изучены). К этому еще стоит добавить высокие политические риски и юридические проблемы, с которыми сталкиваются компании, работающие за рубежом. Даже соглашения по разделу продукции (СРП) не гарантируют возврат инвестиций, а будущая прибыль может быть минимальна из-за жестких условий подобных соглашений.

**Западная Курна-2 – крупный проект с неоднозначными перспективами для ЛУКОЙЛа**

На данном этапе ЛУКОЙЛ делает ставку на СРП и операционные проекты по добыче нефти и газа. Одним из крупнейших является Западная Курна-2 в Ираке. Компания планирует инвестировать в него до 25 млрд долл., или ~20% от суммарных капитальных вложений в upstream сегмент в 2012-2021 гг. Но при этом нефть с месторождения в конечном итоге не будет принадлежать компании, т.к. у ЛУКОЙЛа заключен лишь операционный контракт, на основе которого компания получает лишь вознаграждение за каждый баррель добытой нефти. По прогнозам ЛУКОЙЛа, уже в 2014 г. проект начнет генерировать положительный денежный поток, но до сих пор не найдена замена бывшему партнеру - Statoil, который вышел из него в феврале 2012 г. Мы считаем, что риски по данному проекту не соответствуют ожидаемой доходности (IRR>15%, по прогнозам ЛУКОЙЛа).

**Свободный денежный поток позволяет принимать дополнительные риски инвестирования**

Тем не менее, финансовое положение компании вполне позволяет принимать на себя дополнительные риски, чтобы избежать резкого снижения добычи в ближайшие годы. По итогам 9М 2012 г. свободный денежный поток превысил 4,7 млрд долл., что в разы больше чем у Роснефти. Более того, по данному показателю ЛУКОЙЛ находится на четвертом месте в мире среди публичных компаний, уступая только Chevron (5,6 млрд долл.), Shell (14,3 млрд долл.) и ExxonMobil (18,7 млрд долл.). Долговая нагрузка компании в отношении Чистый Долг/ЕБИТДА значительно ниже среднего показателя по публичным российским компаниям сектора и составляет 0,2х.

**Возможно погашение части казначейских акций**

На телеконференции менеджмент не предоставил новые планы по капитальным расходам на 2013 г., но отметил, что часть запланированных инвестиций на 2012 г. будет перенесена, что связано с пересмотром сроков ввода части проектов. В целом же стратегия и планы остаются неизменными. Компания подтвердила планы по продолжению программы обратного выкупа акций на 2,5 млрд долл. и увеличению дивидендных выплат со среднегодовым темпом роста в 15%. Вдобавок ЛУКОЙЛ рассматривает возможность погашения части казначейских акций, однако объем и сроки не определены.

В настоящий момент мы нейтрально смотрим на евробонды эмитента, которые торгуются на кривой Газпрома. Для увеличения позиции в нефтегазовом сегменте мы рекомендуем дождаться размещения еврооблигации Роснефти, которое может пройти с премией к рынку (учитывая высокий объем предложения). Рублевые выпуски ЛУКОЙЛа имеют низкую ликвидность.

## ТМК: низкие цены на сталь поддержали рентабельность

**3 кв. традиционно более слабый для компании**

ТМК (В+/В1/-), крупнейшая российская трубная компания, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2012 г., который, как и ожидалось, оказался для компании традиционно слабее (в связи с сезонным сокращением спроса на бесшовные трубы в 3 кв. компанией заранее были запланированы капитальные ремонты на российских заводах). Выручка снизилась на 9% кв./кв., при этом валовая рентабельность осталась на уровне предыдущего квартала - 22% за счет ключевого российского дивизиона (в нем валовая маржа выросла до 24,9% с 22,8% во 2 кв.). Рентабельность по ЕБИТДА в целом снизилась на 1,3 п.п. кв./кв. до 15% из-за результатов американского и европейского дивизионов при стабильной эффективности российского сегмента.

Долговая нагрузка ТМК остается основным негативным моментом: соотношение Чистый долг/ЕБИТДА сохраняется на прежнем высоком уровне 3,6х. Также учитывая незначительный объем накопленной ликвидности, отметим, что вопрос о рефинансировании долга по-прежнему актуален для компании.

## Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	1 617	1 781	-9%	5 056	5 151	-2%
Валовая прибыль	352	389	-10%	1 152	1 115	+3%
Валовая рентабельность	21,7%	21,9%	-0,2 п.п.	22,8%	21,6%	+1,2 п.п.
ЕБИТДА	243	290	-16%	810	827	-2%
Рентабельность по ЕБИТДА	15,0%	16,3%	-1,3 п.п.	16,0%	16,1%	-0,1 п.п.
Чистая прибыль	69	76	-9%	250	279	-10%
Чистая рентабельность	4,2%	4,3%	-0,1 п.п.	5,0%	5,4%	-0,4 п.п.
Операционный денежный поток	226	103	+2,2x	538	580	-7%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-101	-101	0%	-297	-294	+1%
Капвложения	-109	-101	+8%	-307	-313	-2%
Финансовый поток	-141	-75	+88%	-352	-294	+20%

  

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 816	3 710	+3%
Краткосрочный долг	921	988	-7%
Долгосрочный долг	2 895	2 722	+6%
Чистый долг	3 690	3 573	+3%
Чистый долг/ LTM ЕБИТДА *	3,57x	3,60x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка снизилась за счет сокращения объемов, ухудшения структуры продаж и цен**

В 3 кв. физические объемы продаж снизились на 5% кв./кв. до 1,05 млн т за счет сокращения продаж бесшовных труб в РФ (капремонты в низкий сезон) и сварных труб в США на фоне ослабления рыночной конъюнктуры. Однако выручка снизилась сильнее в связи с ухудшением структуры продаж и снижением средних цен реализации компании. Также отрицательный эффект на размер выручки оказало укрепление рубля относительно доллара США в 3 кв.

**Валовая маржа осталась на том же уровне за счет низких цен на сырье в РФ**

Валовая рентабельность осталась на уровне 22% только благодаря российскому сегменту, где она выросла кв./кв. с 22,8% до 24,9% благодаря снижению закупочных цен на сырье и материалы (прокат), несмотря на ухудшение сортамента продаж. В американском и европейском подразделениях валовая рентабельность, напротив, упала в среднем на 5 п.п. (до 13,2% и 21,3%, соответственно) в связи с высокими ценами на лом.

Рентабельность по ЕБИТДА снизилась кв./кв. на 1,3 п.п. до 15%. В целом за 9М 2012 г. она соответствует уровню прошлого года в связи с более "провальным" 3 кв. 2011 г.

**Прогнозы компании более оптимистичны для РФ, ситуация в США остается сложной**

По прогнозам компании, ЕБИТДА по итогам 2012 г. несколько превысит показатель 2011 г. Менеджмент ожидает, что в 4 кв. и начале 2013 г. объем заказов в РФ будет высоким в связи с продолжением реализации проектов российскими нефтегазовыми компаниями. Также менеджментом были отмечены некоторые положительные тенденции в сегменте труб большого диаметра. В частности, намечается строительство газопровода Южный поток.

В американском дивизионе, тем не менее, рыночная ситуация остается сложной и в 4 кв., среди прочего, из-за сокращения числа буровых установок и высокого уровня импорта из Кореи и других азиатских стран.

**Началось высвобождение средств из оборотного капитала**

Операционный денежный поток ТМК в 3 кв. вырос более чем вдвое до 226 млн долл. по сравнению с предыдущим кварталом, поскольку во 2 кв. компания инвестировала в оборотный капитал 170 млн долл. в результате наращивания экспортных продаж (увеличение сроков поступления денежных средств). В 3 кв., как и ожидалось, началось высвобождение средств из оборота.

**Капвложения остаются невысокими, планируются небольшие сделки M&A**

В 3 кв. операционного потока было достаточно для осуществления капвложений (109 млн долл.). Программа инвестиций на 2012 г., по данным менеджмента, составит менее 450 млн долл. (без учета M&A), а в 2013 г. эта цифра будет еще ниже. Ключевыми проектами ТМК остаются строительство электропечи на Тагмете и модернизация производства бесшовных труб на Синарском заводе, запуск которых запланирован на 2013 г. При этом компания не исключает

	<p>сделок M&amp;A в краткосрочной перспективе (планируется приобретение 2 компаний в сегменте труб OCTG), однако совокупные затраты не превысят 200 млн долл. По нашим оценкам, инвестиции ТМК в этом году могут быть профинансированы из операционных денежных потоков.</p>
<b>Вопрос о рефинансировании остается актуальным</b>	<p>Размер долга за 3 кв. вырос до 3,8 млрд долл. (+3%) за счет курсового эффекта. Краткосрочная часть составляет 921 млн долл. Учитывая относительно небольшой объем накопленных денежных средств (127 млн долл.), вопрос о рефинансировании все также остается актуальным.</p>
<b>Долговая нагрузка все также высока</b>	<p>Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/ЕБИТДА по-прежнему остается на высоком уровне 3,6х. В среднесрочной перспективе после завершения стратегической программы (2 ключевых проекта в РФ) в планах компании снизить долговую нагрузку до 2,5-3,0х.</p>
<b>Бонды ТМК18 выглядят дорого</b>	<p>Единственный обращающийся рублевый выпуск облигаций ТМК БО-01 (с погашением в октябре 2013 г.) неликвиден. В нашем предыдущем комментарии к отчетности от 3 сентября мы отдавали свое предпочтение бондам Vostok 15 в сравнении с ТМК 18 (с точки зрения кредитного риска и дюрации). К данному моменту бумаги Vostok15 продемонстрировали опережающую ценовую динамику, подорожав на 2,8 п.п. до 108,4% от номинала. Мы по-прежнему считаем, что бумаги ТМК 18 выглядят дорого, предлагая премию к близкому по дюрации выпуску Evraz 18 лишь в размере 35 б.п.</p>

## 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
Роснефть	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2
Мегафон	

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	МОЭСК

### 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

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

### Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

### Инфляция

Инфляция: сюрпризы октября

### Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

### Монетарная политика ЦБ

Как мы и ожидали, ЦБ оставил ставки без изменений второй месяц подряд

### Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

### Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

### Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: динамика импорта указывает на риски экономики

### Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

### Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

### Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

### 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.