

Пульс рынка

- ▶ **Рынки в плюсе, но неопределенность сохраняется.** После того, как британский парламент не поддержал участие страны в военных действиях против Сирии, риск решения сирийского вопроса военным путем уменьшился, что привело к снижению котировок нефти Brent еще на 2 долл. до 108 долл./барр. Небольшое восстановление продолжилось на рынках акций: американские индексы прибавили 0,3%. Доходности 10-летних UST почти не изменились, оставшись на уровне YTM 2,77%. Американская макростатистика, опубликованная вчера, оказалась позитивной: по уточненным данным, рост ВВП США во 2 кв. составил 2,5% (что заметно выше предварительных 1,7%). Пересмотр произошел, главным образом, за счет более высокого объема чистого экспорта, а также запасов и инвестиций нерезидентов. Число новых заявок на пособия по безработице (331 тыс.) оказалось на уровне тренда, указывающего на спад безработицы. Эти данные выступают в пользу скорого сворачивания QE3. Сегодня интерес представляют расходы/доходы американских потребителей за июль.
- ▶ **Валютный коридор ЦБ: все выше и выше.** По данным ЦБ, вчера он вновь сдвинул границы коридора вверх на 5 коп. Теперь диапазон колебания корзины составляет 32,15-39,15 руб. Это второй сдвиг за эту неделю, первый произошел 27 августа, после чего (28 и 29 августа), интервенции ЦБ составляли 400 млн долл. в день, если не учитывать целевые интервенции (~140 млн долл. в день), то за это время как раз и накопилось 450 млн долл., после продажи которых ЦБ сдвигает границы. Как мы и ожидали, сейчас давление на рубль несколько спало: корзина торгуется ниже 38,10 руб., на этих уровнях ЦБ продает лишь 200 млн. долл в день. При таких темпах интервенций новый сдвиг произойдет, как минимум, через неделю.
- ▶ **В российском сегменте отличились бонды ТМК.** На рынке еврооблигаций РФ выделились бумаги TRUBRU 18, 20, которые с начала недели подешевели на 3-4 п.п., в результате их спред к кривой ВымпелКома/Северстали заметно расширился с 70 б.п. до 110 б.п. В нашем комментарии к отчетности за 2 кв. (которая в целом оказалась нейтральной) мы отмечали "перекупленность" бондов эмитента (спред не в полной мере учитывает кредитный риск), который характеризуется повышенной долговой нагрузкой (3,7x Чистый долг/LTM EBITDA) и, как следствие, высокой чувствительностью к ухудшению рыночной конъюнктуры. В сравнении с бондами Евраза бумаги ТМК все еще имеют потенциал для ценового снижения (дисконт к Евразу превышает 100 б.п.).
- ▶ **Новая интересная возможность для краткосрочной стратегии.** Банк Санкт-Петербург (Moody's: Ba3) вышел в маркетинг с годовыми БО-9 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 8,4%-8,9% годовых, что соответствует YTP 8,58%-9,10% (=ОФЗ + 258-310 б.п.). Обращающиеся выпуски эмитента низколиквидны. Для сравнения короткие бумаги НОМОС Банка (-/Ba3/BB-) котируются с YTM 8,4% @ февраль 2014 г. и YTP 8,7% @ апрель 2014 г. О наличии повышенного спроса на короткие бумаги качественных банков свидетельствует недавнее успешное размещение 1,5-летних БО-3 Ак Барс (-/B2/BB-) номиналом 5 млрд руб., которое прошло с 3-кратным превышением спроса над предложением, что позволило установить ставку купона на уровне 8,85% годовых (YTP 9,05% = ОФЗ + 290 б.п.), ниже границ первоначального ориентира 9,0-9,5%. По набору кредитных рейтингов Банк Санкт-Петербург не уступает банку Ак Барс, а по размеру активов превосходит его, в связи с этим мы считаем, что спред бумаг Банка Санкт-Петербург к ОФЗ должен быть меньше. Мы оцениваем справедливую доходность новых БО-9 на уровне YTP 8,75%, что соответствует середине ориентира. Интерес к коротким бумагам обусловлен продолжающимся ростом доходностей на рынке, прежде всего, в сегменте ОФЗ под давлением продаж со стороны нерезидентов (несостоявшийся аукцион по размещению 10-летних ОФЗ является этому подтверждением). Кроме того, в этом году наблюдается высокий приток пенсионных средств в НПФ (под влиянием фактора пенсионной реформы, предполагающей снижение отчислений "молчунов" в накопительную часть пенсий), который поддерживает спрос на корпоративные облигации.

Темы выпуска

- ▶ ПСБ: просрочка подпортила качество
- ▶ Северсталь: успешное противостояние конъюнктуре
- ▶ РусГидро: следующая в очереди за пенсионными средствами
- ▶ Транснефть: ВСТО-2 увеличивает затраты
- ▶ НМТП: прогноз на конец года без оптимизма

ПСБ: просрочка подпортила качество

Повышение кредитной активности

Промсвязьбанк, ПСБ (-/Ba2/BB-), занимающий 9-е место в России по размеру активов на 1 июля 2013 г. (по данным Интерфакса), опубликовал отчетность по МСФО за 2 кв. 2013 г., которую мы оцениваем умеренно негативно. Кредитный портфель увеличился на 7,3% до 522,4 млрд руб. после почти нулевого темпа роста в предыдущие два квартала. Чистая процентная маржа (ЧПМ) не изменилась кв./кв., составив 4,5%. В 1П 2013 г. произошло ухудшение качества кредитного портфеля: показатель NPL 90+ в сумме со списанными кредитами вырос на 15% до 23 млрд руб. (или 4,4% портфеля). Вследствие повышения кредитной активности (при довольно скромном показателе ROAE - 14%) достаточность капитала 1-го уровня снизилась на 43 б.п. до 10,02%. По нашим оценкам, показатель Н1.2 (достаточность основного капитала по РСБУ) составила 7,17% на 1 августа 2013 г., что свидетельствует о комфортном запасе капитала. Напомним, что ПСБ имеет избыток субординированного долга (который был накоплен в преддверии внедрения Базель 3): из общего долга 43 млрд руб. в капитале учтено лишь 32 млрд руб. (поскольку суборды не могут превышать 50% капитала Т1).

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2012	изм.
Активы, в т.ч.	732,4	679,8	+7,7%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	522,4	486,6	+7,3%
розничные	62,2	56,5	+10,1%
корпоративные	381,0	354,9	+7,4%
МСБ	79,1	75,2	+5,2%
NPL/Кредитный портфель	3,3%	3,9%	-0,6 п.п.
Собственный капитал	67,3	65,0	+3,6%
Коэффициент общей достаточности капитала	15,49%	16,16%	-0,67 п.п.
ROE	13,7%	13,5%	+0,2 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	57,3	59,3	-3,4%
Депозиты и счета клиентов	440,0	408,1	+7,8%

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	6,85	6,88	-0,4%
Чистый комиссионный доход	2,16	2,22	-2,7%
Операционные доходы	9,49	9,36	+1,4%
Чистая прибыль	2,31	2,15	+7,4%
Чистая процентная маржа	4,5%	4,5%	-

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Прирост корпоративных кредитов (+7,3%) и МСБ (+5,2%) отражает появление спроса на них после некоторого провала в начале года. Розничное кредитование заметно ускорилось до +10,1% после +3,7%, при этом объем потребительских кредитов, занимающих 76%, увеличился на 8,8%.

Ухудшение качества кредитов в рамках обще рыночной тенденции

Об ухудшении качества кредитов свидетельствует объем кредитов, списанных в течение 1П 2013 г., который составил 5,8 млрд руб. против 1,5 млрд руб. за аналогичный период прошлого года. После списаний показатели NPL 90+ по корпоративному и розничному сегментам составили 3,1% и 4,9%, соответственно. Судя по величине NPL 1-90, признаков дальнейшего ухудшения качества корпоративных кредитов нет, чего не скажешь о розничном сегменте: NPL 1-90 увеличился с 1,5 млрд руб. в 2012 г. до 2,7 млрд руб. (основной рост просрочки произошел по потребительским кредитам). Возросшие кредитные риски несколько нивелируются адекватным резервированием: резервы полностью покрывают NPL 90+.

Убытка от инвестиций в финансовые активы удалось избежать

ПСБ увеличил инвестиции в финансовые активы, отражаемые по справедливой цене: их объем вырос на 16,6% до 65,5 млрд руб., главным образом, за счет позиции в ОФЗ (почти на 2/3 - до 18 млрд руб.), а также в производных инструментах (валюта и драгметаллы) на 800 млн руб. до 1,2 млрд руб. Несмотря на негативную динамику цен на рынках долговых ценных бумаг и акций, убытка по финансовым активам во 2 кв. удалось избежать (была получена небольшая прибыль).

Конвертация клиентам своих счетов в доллары вызвала потребность в рублевой ликвидности

В 1П 2013 г., по-видимому, ожидания клиентами ослабления рубля заметно изменили структуру обязательств ПСБ: произошло снижение остатков в рублях на текущих счетах и депозитах в рублях на 17 млрд руб. в пользу остатков, номинированных в долларах, - на 10 млрд руб. В то же время кредитование и портфель ценных бумаг в рублях потребовали 27 млрд руб. и 15 млрд руб. Возникшая потребность в рублевой ликвидности была закрыта за счет РЕПО (+30 млрд руб.), а также привлечением средств на МБК (+13 млрд руб.). Доля ценных бумаг, находящихся в залоге, составила 43% портфеля. В ответ на увеличение обязательств в долларах ПСБ также увеличил объем средств, размещенных в долларовые ценные бумаги.

Высокий объем ликвидности, удерживаемой на МБК (98 млрд руб.), обусловлен большой долей краткосрочных средств на счетах клиентов (119 млрд руб. из 440 млрд руб.). На горизонте 12 месяцев после отчетной даты дефицит ликвидности составляет 48 млрд руб.: в частности, банку предстоит исполнить обязательства по выпущенным долговым ценным бумагам на сумму 31 млрд руб.

PSB 19 дорог в сравнении с STPETE 18

Рублевые облигации эмитента, по нашему мнению, справедливо оценены, торгуясь со спредом к суверенной кривой в размере 220-260 б.п., что является обоснованным для краткосрочных бумаг категории "BB". "Суборды" PSB 19 выглядят дорого, котируясь с дисконтом 75 б.п. к STPETE 18, его наличие, на наш взгляд, не оправдано имеющимися различиями в кредитном качестве двух банков.

Северсталь: успешное противостояние конъюнктуре

Улучшения продолжают

Северсталь (BB+/Ba1/BB) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка компании продолжила расти во всех дивизионах кв./кв. (+3,1% в дивизионе "Российская сталь", +3,2% - в сырьевом дивизионе, +2,5% - в Severstal International) за счет увеличения физических объемов реализации при снижении/сохранении средних цен относительно предыдущего квартала.

При этом Северстали вновь удалось продемонстрировать опережающий выручку рост EBITDA (+11% и +3%, соответственно). В результате рентабельность по EBITDA повысилась еще на 1,1 п.п. до 14,0%. Среди основных причин улучшений, помимо роста продаж:

- увеличение доли продаж стальной продукции с высокой добавленной стоимостью (с 43% до 45%);
- снижение производственной себестоимости, в т.ч. из-за курсового эффекта (денежная себестоимость производства сляба в Череповце сократилась с 418 долл./т до 409 долл./т, железной руды на Карельском окатыше - с 62 долл./т до 56 долл./т, коксующегося угля в Воркуте - с 110 долл./т до 103 долл./т);
- сокращение коммерческих и общехозяйственных более чем на 5% кв./кв. в рамках проводимой программы оптимизации издержек.

Ключевые финансовые показатели Северстали

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.
Выручка	3 414	3 322	+2,8%
Валовая прибыль	735	697	+5,4%
Валовая рентабельность	21,5%	21,0%	+0,5 п.п.
EBITDA	479	430	+11,4%
Рентабельность по EBITDA	14,0%	12,9%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	-45	50	н/а
Операционный поток	556	109	+5,1x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-246	-293	-16%
Капвложения	-231	-289	-20%
Финансовый поток	-362	23	н/а

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	5 454	5 738	-4,9%
Краткосрочный долг	1 196	924	+29%
Долгосрочный долг	4 258	4 815	-11,6%
Чистый долг	3 960	4 186	-5,4%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,2x	2,1x	

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Менеджмент
отмечает наличие
спроса и в России,
и в США**

Менеджмент достаточно оптимистично оценивает перспективы рынка на второе полугодие, отмечая сохранение достаточно высокого спроса как в России, так и в США. В частности, по сентябрьским контрактам на внутреннем рынке наблюдается рост цен на 50 долл./т выше, чем в конце 2 кв. В связи с этим можно ожидать дальнейшего улучшения финансовых показателей компании по итогам 3 кв. 2013 г.

Значительное увеличение операционного денежного потока стало следствием высвобождения средств из оборотного капитала после его сезонного наращивания в 1 кв. 2013 г. (когда произошло увеличение дебиторской задолженности в результате значительных отгрузок в марте). По оценкам менеджмента, существенных изменений в уровне рабочего капитала во 2П 2013 г. не будет.

**Капвложения на
2013 г.
подтверждены на
уровне 1,3 млрд
долл.**

Капвложения во 2 кв. снизились на 20% до 246 млн долл., что также носит сезонный характер. Исходя из подтвержденного менеджментом годового плана инвестиций на 2013 г. на уровне 1,3 млрд долл., во 2П 2013 г. капитальные вложения будут активизированы. По нашим оценкам, они могут быть профинансированы из операционного денежного потока и частично из накопленных денежных средств. План по инвестициям на 2014 г. пока находится в процессе разработки.

**Риски
рефинансирования
минимальны**

Во 2 кв. 2013 г. Северсталь сократила долговые обязательства более чем на 300 млн долл. Уже после отчетной даты в июле 2013 г. компания погасила евробонд Severstal, 2013 (~544 млн долл.), по информации менеджмента, за счет накопленных денежных средств. Таким образом, до конца 2 кв. 2014 г. компании необходимо погасить всего порядка 560 млн долл. Отметим, что в качестве источника ликвидности Северстали также доступны невыбранные кредитные линии в объеме 1,3 млрд долл.

Отношение Чистый долг/LTM EBITDA по итогам 2 кв. составило 2,2x (1,9x на начало года) при действующих ковенантах по кредитам выше 3,0x. Напомним, что целевым для компании является уровень 1,5x Чистый долг/EBITDA.

Среднесрочные евробонды CHMFRU 18 (370 б.п. +MS) котируются почти без премии к NLMKRU 18. В этой связи некоторый потенциал для сужения кредитного спреда имеет длинный выпуск CHMFRU 22 (428 б.п.+MS), который сейчас котируется со спредом к CHMFRU 18 около 176 б.п., в то время как среднее значение этого спреда за последние 6 месяцев составляло 133 б.п. Напомним, что в начале этой недели Moody's первым из трех международных агентств изменил прогноз по рейтингу компании на позитивный.

РусГидро: следующая в очереди за пенсионными средствами

Сильный квартал РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовую отчетность за 2 кв. 2013 г. по МСФО. Результаты являются логическим продолжением сильного 1 кв. на фоне рекордной водности.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.
Выручка	73,5	66,0	+11%
Операционные расходы	64,4	61,3	+5%
ЕБИТДА	15,6	12,2	+28%
Рентабельность по ЕБИТДА	21%	19%	+2 п.п.
Чистая прибыль (скорр.)	8,4	5,6	+49%
Чистая рентабельность (скорр.)	11%	9%	+2 п.п.
Операционный поток	13,4	10,7	+25%
Капвложения	-15,2	-23,8	-36%
Свободный денежный поток	-1,8	-13,1	-
в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 дек.2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	169,4	141,0	+20%
Краткосрочный долг	74,7	73,8	+1%
Долгосрочный долг**	94,7	67,3	+41%
Чистый долг	118,2	101,2	+17%
Долг/ЕБИТДА LTM**	2,4x	2,4x	
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,7x	1,7x	

*без учета гарантий по БЭМО

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выработка продолжала рост Как и ожидал менеджмент РусГидро по итогам 1 кв., приток воды в основные водохранилища во 2 кв. оказался также существенно выше среднего. Как результат, показатели выработки снова существенно улучшились г./г. (+23%), хотя рост и несколько замедлился по сравнению с началом года (+27% в 1 кв.).

Рентабельность ЕБИТДА выросла на 2 п.п. Цены на электроэнергию во 2 кв. 2013 г. выросли г./г. на 13% в Европейской и на 14% - в Сибирской ценовой зоне. На фоне роста выработки ГЭС на 23% ЕБИТДА РусГидро прибавила 28% г./г., а рентабельность по ЕБИТДА – на 2 п.п.

Сбытовой сегмент по-прежнему работает с нулевой ЕБИТДА По итогам 1П 2013 г. рентабельность по ЕБИТДА сбытового сегмента составила 0,26%, причем во 2 кв. она была отрицательной. Ситуация в сбытовом сегменте может измениться в лучшую сторону во 2П 2013 г., однако, на наш взгляд, кардинального улучшения результатов «сбытов» ждать не стоит.

Инвестиции снизились... Инвестиции РусГидро снизились на 36% г./г., при этом мы ожидаем их сокращения по итогам года менее чем на 10%, т.к. в 1П 2013 г. было профинансировано лишь ~31% годового объема капвложений. По нашим оценкам, собственного денежного потока компании для этих целей будет недостаточно и ей потребуются дополнительные заемные средства. Также возможно привлечение долгосрочных заимствований для рефинансирования задолженности РАО ЭС Востока (31 млрд руб.) и кредита от Сбербанка (40 млрд руб., частично рефинансирован).

...но появился риск новых масштабных проектов... В то же время обсуждается участие РусГидро в комплексной программе развития Дальнего Востока до 2025 г., в которой может быть предусмотрен как ввод новых мощностей для обеспечения развития региона, так и создание объектов инфраструктуры для предотвращения последствий наводнений подобных тому, что наблюдается в этом году. Потенциальный объем средств, которые РусГидро может направить на эти проекты, а также их экономический эффект на компанию, на наш взгляд, на данный момент неочевидны.

...которые могут быть Правительство предлагает профинансировать данные проекты за счет привлечения пенсионных средств, которые могут быть направлены в компанию, в частности, путем выпуска

профинансированы за счет пенсионных средств инфраструктурных облигаций (подобный путь уже опробован ФСК). Предварительный объем пенсионных средств, которые могут быть предоставлены РусГидро, составляет 100 млрд руб. Тем не менее, данная концепция находится в первоначальной стадии разработки, и сроки ее реализации неизвестны.

Рублевые бонды RusHydro 15 имеют премию Рублевые облигации имеют низкую ликвидность, последние сделки в РусГидро-7,8 проходили на уровне YTP 8,45% @ февраль 2018 г. (= ОФЗ + 160 б.п.), что соответствует скорее бумагам 1-го эшелона. Рублевый евробонд RusHydro 15 котируется на уровне YTM 8,15% (=ОФЗ + 190 б.п.) и являются лучшей альтернативой локальным облигациям эмитента.

Транснефть: ВСТО-2 увеличивает затраты

Небольшое сокращение рентабельности во 2 кв. после сильных результатов в 1 кв. Вчера Транснефть (BBB/Baa1/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО по итогам 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Они оказались несколько хуже 1 кв. 2013 г. из-за дополнительных операционных расходов, связанных с запуском в эксплуатацию второй очереди трубопровода Восточная Сибирь - Тихий океан. Тем не менее, это не помешало компании увеличить операционный (+10% кв./кв.) и свободный денежный поток (+31% кв./кв.).

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	185 498	183 871	+1%	369 369	361 293	+2%
Операционная прибыль	63 725	65 752	-3%	129 477	130 472	-1%
Операционная рентабельность	34,4%	35,8%	-1,4 п.п.	35,1%	36,1%	-1,1 п.п.
ЕБИТДА	87 920	91 744	-4%	179 664	171 181	5%
Рентабельность по ЕБИТДА	47,4%	49,9%	-2,5 п.п.	48,6%	47,4%	+1,3 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДА*	58,6%	62,6%	-4,1 п.п.	60,6%	60,9%	-0,3 п.п.
Чистая прибыль	42 860	46 524	-8%	89 384	95 360	-6%
Чистая рентабельность	23,1%	25,3%	-2,2 п.п.	24,2%	26,4%	-2,2 п.п.
Операционный поток	92 304	83 905	+10%	176 209	81 599	+116%
Капвложения	42 000	45 600	-8%	87 600	85 293	3%
Свободный денежный поток	50 304	38 305	+31%	88 609	-3 694	
в млн руб., если не указано иное		30 июня 2013		31 марта 2013		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		604 094		581 278		+4%
Краткосрочный долг		74 820		68 806		+9%
Долгосрочный долг		529 274		512 472		+3%
Чистый долг		491 062		482 181		+2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**		1,48x		1,42x		-

*без учета операций по реализации сырой нефти в Китай

**ЕБИТДА за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка не растет без индексации тарифов... Во 2 кв. темпы роста выручки (+0,9% кв./кв.) отстали от динамики прокачки (+1,4% кв./кв.) из-за снижения доходов от непрофильной деятельности по реализации нефти, которые сократились на 5,1% кв./кв. на фоне снижения мировых цен на нефть. Выручка от основной деятельности (по предоставлению услуг по транспортировке нефти и нефтепродуктов) возросла на 2,0% кв./кв. Тарифный фактор не повлиял на динамику доходов, так как последний раз они индексировались 6 ноября 2012 г. на 5,5%. Больше количество дней во 2 кв. стало основной причиной увеличения объемов сдачи нефти и нефтепродуктов, однако, среднесуточные показатели изменились незначительно.

...но расходы увеличиваются Операционные расходы возросли на 3,1% кв./кв. до 122 млрд руб., что привело к небольшому сокращению рентабельности. Их увеличение было обусловлено дополнительными затратами на персонал (+2,1 млрд руб. кв./кв.), услуги по ремонту (+1,1 млрд руб.) и материалы (+1,36 млрд руб.) в связи с вводом в эксплуатацию новых участков нефтепроводов и индексацией заработной платы. Напомним, в декабре 2012 г. Транснефть запустила вторую очередь ВСТО, которая позволяет поставлять нефть до порта Козьмино без использования ж/д. В результате, по нашим оценкам, рентабельность по ЕБИТДА (без учета операций по реализации нефти в Китай) сократилась с 62,6% в 1 кв. 2013 г. до 58,6% во 2 кв. 2012 г., а ЕБИТДА - на 4,2% до 88 млрд руб.

Убыток по курсовым разницам (+65% до 3,7 млрд руб.) стал основной причиной опережающего падения чистой прибыли. В результате она снизилась на 8% кв./кв. до 42,9 млрд руб.

Транснефть способна профинансировать CAPEX и дивиденды за счет операционного денежного потока

Несмотря на снижение рентабельности, чистый операционный денежный поток увеличился на 10% кв./кв. до 92,3 млрд руб., что было связано с сокращением оборотного капитала. Без учета этого эффекта операционный поток сократился на 1,3% кв./кв. до 88,4 млрд руб. После завершения строительства ВСТО-2 капитальные вложения компании продолжают уменьшаться. Во 2 кв. снижение составило 8% кв./кв. до 42 млрд руб. В результате свободный денежный поток возрос на 31% кв./кв. до 50 млрд руб. Но Транснефть еще планирует инвестировать в ряд проектов (в т.ч. Заполярье-Пурпе - 200 млрд руб., Куюмба - Тайшет - 114 млрд руб., реконструкция магистральных нефтепроводов - 84 млрд руб. и пр.), общая стоимость которых оценивается в 646 млрд руб. Более того, вероятно, что Транснефти придется понести дополнительные расходы на расширение ВСТО и строительство дополнительных нефтепроводов в связи с планами Роснефти по увеличению экспорта нефти в Китай и строительству нового крупного нефтехимического комплекса на Дальнем Востоке. Тем не менее, мы считаем, что на данном этапе компания не имеет потребности в новых заимствованиях.

На текущих ценовых уровнях мы нейтрально смотрим на евробонды Транснефти, которые можно рассматривать как защитные инструменты, учитывая отсутствие потребности в новом долге в отличие от других квазисуверенных эмитентов. Рублевые облигации Транснефти имеют низкую торговую ликвидность.

НМТП: прогноз на конец года без оптимизма

НМТП показал слабые результаты

НМТП (BB-/Ba3/-), крупнейший портовый оператор РФ, опубликовал негативные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г.. Рентабельность по EBITDA находилась под давлением падения грузооборота на 5% кв./кв. из-за сезонного спада на многих сырьевых рынках (металлы, удобрения) и сокращения перевалки нефтепродуктов как в Новороссийске, так и в Приморске. В результате, несмотря на сокращение чистого долга на 5% кв./кв., долговая нагрузка выросла до 3,6x LTM EBITDA.

Ключевые финансовые показатели НМТП

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	228,4	239,4	-5%	266,4	-14%
EBITDA	114,3	137,3	-17%	144,4	-21%
Рентабельность по EBITDA	50,1%	57,3%	-7,2 п.п.	54,2%	-4,1 п.п.
Чистая прибыль	-23,9	37,8	-	-111,8	-79%
Операционный поток	63,0	63,0	0%	95,4	-34%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-22,9	35,5	-	19,1	-
Капвложения	-28,4	-13,7	+2,1x	-11,3	+2,2x
Финансовый поток	-23,0	-23,7	-3%	-189,6	-88%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 215,7	2 250,8	-2%
Краткосрочный долг	338,8	223,1	+52%
Долгосрочный долг	1 876,9	2 027,7	-7%
Чистый долг	1 889,2	1 937,8	-3%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,6x	3,5x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонное снижение общего грузооборота привело к падению выручки

Выручка во 2 кв. 2013 г. упала на 5% кв./кв., что соответствует падению грузооборота. Ключевые виды грузов находились под давлением конъюнктуры и сезонного спада потребления. Так, перевалка генеральных грузов упала на 20% кв./кв. из-за существенного снижения по черным (-25%) и цветным металлам (-16%), а также лесным грузам (-11%), в то время как насыпные грузы сократились на 11% кв./кв. из-за уменьшения перевалки ЖРС (-25%), угля (-37%) и удобрений (-28%), что было частично компенсировано сезонным ростом перевалки зерна (+2,1x). Кроме того, падение грузооборота также произошло по нефти (-1%) и нефтепродуктах (-13%).

Рост объемов бункеровки привел к падению EBITDA	Опережающий рост расходов на топливо (+23% кв./кв.), ключевого элемента себестоимости, на фоне увеличения объемов бункеровки при умеренном сокращении прочих статей затрат привел к падению EBITDA на 17% и соответствующему сокращению рентабельности с 57,3% в 1 кв. до 50,1% во 2 кв.
Инвестпрограмма на 2013 г. может вырасти	Несмотря на падение маржинальности, операционный денежный поток не изменился (63 млн долл.) за счет сокращения рабочего капитала и составил, и его было достаточно для финансирования капвложений в размере 28 млн долл. Отметим, что компания постепенно наращивает объем капвложений по сравнению с 2012 г., однако мы сомневаемся, что эти затраты в 2013 г. превысят 100 млн долл., что ниже первоначального плана компании в размере 160-200 млн долл. Прогнозы компании не внушают оптимизма. НМТП ожидает, что перевалка по основным товарным группам останется стабильной г./г., однако сократиться г./г. по нефти до 95 млн тонн (уже второе понижение прогноза за год) и зерну до 4,9 млн тонн. Это может привести к падению грузооборота более чем на 10% г./г., тогда как в начале 2013 г. компания ожидала умеренного роста перевалки. На наш взгляд, это станет ключевым фактором давления на рентабельность. Однако с сентября вступит в силу постановление ФСТ об отмене регулирования тарифов на перевалку нефти в порту Новороссийска (компания не повышала тарифы более 4 лет), что поможет компенсировать негативный эффект от падения грузооборота. Кроме того, компания ожидает, что подобное решение может быть принято и по Приморскому порту уже в октябре-ноябре.
Компания пытается рефинансировать долг	По данным газеты Ведомости, НМТП нарушила ковенанты по 7-летнему кредиту Сбербанка объемом 1,9 млрд долл., выданному на приобретение Приморского порта, и рассматривает несколько вариантов реструктуризации долга, которые предполагают ослабление ковенант, понижение процентных ставок и изменение графика платежей. Напомним, ранее НМТП рассматривал возможность рефинансирования долга за счет выпуска еврооблигаций и/или привлечения синдицированного кредита в 2014 г., когда должны погашаться крупнейшие транши по кредиту Сбербанка. НМТП повысила прогноз по долговой нагрузке на конец года с 2,9х до 3,5х Чистый долг/EBITDA, что в текущей ситуации мы считаем достаточно оптимистичным сценарием. Если компании не удастся улучшить показатели в более долгосрочном периоде, это может привести к изменению прогноза и даже снижению рейтингов агентствами.
В облигациях эмитента торговых идей нет	НМТП, БО-02 характеризуется низкой торговой ликвидностью и на текущих уровнях, на наш взгляд, неинтересен. Последние сделки проходили по YTM 8,23% @ апрель 2015 г. с премией к ОФЗ менее 190 б.п., которая соответствует бумагам 2-го эшелона.

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	

Транспорт

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

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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?
Промышленность «обнулила счет»

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

Рубль обновил минимум

Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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.