

Пульс рынка

- **США "повисли" над бюджетным "обрывом".** Последний вариант предложений по бюджету, в котором финансирование госучреждений продлевается до 15 декабря, а реформа здравоохранения (главное предвыборное обещание Б. Обамы) откладывается еще на год, был отклонен Сенатом. В результате правительство осталось без средств, федеральные ведомства вынуждены отправить в отпуска более 800 тыс. из 2,9 млн служащих, что, по оценкам Moody's, будет стоить экономике США порядка 55 млрд долл. в месяц. Учитывая жесткую позицию республиканцев (которые хотят восстановить политический вес после поражения на президентских выборах), не за горами и технический дефолт по госдолгу, в который большинство инвесторов пока не сильно верят: американские индексы акций просели лишь на 0,6%, доходности 10-летних UST поднялись на 3 б.п. до YTM 2,63%.
- **Благополучие бюджета ценой пенсионных средств?** Сегодня в прессе появились новые подробности пенсионной реформы. Как сообщают Ведомости, вместо перевода новых пенсионных накоплений на счета ВЭБа с последующим их возвратом негосударственной системе (намечено в 2013 г.), в 2014 г. их планируется направить в распределительную (т.е. страховую) часть пенсии (~240 млрд руб.). О том, что вопрос практически решен, свидетельствуют не только заявления властей, но и публикация на сайте Госдумы соответствующей пояснительной записки к закону о бюджете 2014-2016 гг. Мотивация проста: сэкономленные средства уменьшат нагрузку на и без того находящийся в сложном положении бюджет за счет сокращения трансферта Пенсионному фонду (до 336 млрд руб. с 580 млрд руб.). Но обоснованность этого решения вызывает сомнения: на практике люди, планировавшие быть в накопительной системе, на 1 год могут оказаться в страховой. Причем в краткосрочном периоде их средства пойдут на выплату страховых пенсий текущих пенсионеров, что плохо увязывается с лоббированием ранее преимуществ накопительной системы. В отношении рынка облигаций эта инициатива также не несет позитива: в 2014 г. у управляющих пенсионными накоплениями, традиционных якорных инвесторов рынка, не окажется средств для увеличения вложений. Как следствие, спреды бумаг из списка А1 к кривой ОФЗ заметно расширятся. Отметим, что с точки зрения банков, текущие доходности выпусков за пределами инвестиционной категории (из-за повышенных коэффициентов риска по Положению №387-П) являются слишком низкими (значения RoRWA оказываются даже ниже, чем по бумагам 1-го эшелона), подробнее см. наши обзоры "ОФЗ: лебедь, рак и щука", а также "ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон".
- **РСХБ вышел на рынок за капиталом 2-го уровня.** В ближайшее время банк планирует road-show с целью размещения субординированных евробондов. Согласно РСБУ на 1 сентября 2013 г. достаточность капитала 1-го уровня (Н1.2), по нашим оценкам, составила 9,06%, Н1 - 12,96%, что является относительно высоким уровнем среди крупных госбанков РФ (у Сбербанка эти показатели - 8,9% и 13,1%, соответственно). Тем не менее, такой запас капитала не выглядит высоким, учитывая, что в 2012 г. объем кредитов, имеющих признаки обесценения и/или помещенных под наблюдение, был на уровне 315,7 млрд руб. (или 27% портфеля), а резервы были созданы на 104 млрд руб. (на 1П 2013 г.), собственные средства составили всего 198 млрд руб. Кроме того, банк не имеет возможности для увеличения капитала за счет операционной деятельности (чистая прибыль близка к нулю). Таким образом, в случае отсутствия господдержки (в форме очередного вливания в капитал 1-го уровня), банк может задействовать новый субординированный бонд (с условием loss absorption) для докапитализации, что должно транслироваться в заметную премию по ним к обращающимся "субордам" старого образца RSHB 21 (YTM 7,9%).
- **За пределами 3 лет спрос ограничен, даже к качественным выпускам.** Из 30 млрд руб. 5-летних БО-14 ВЭБ (BBB/Baa1/BBB) была размещена лишь треть со ставкой купона 8,1% год. (YTM 8,35% = ОФЗ + 160 б.п.), что соответствует середине первоначального ориентира 8,0-8,2% (YTM 8,24 - 8,46%). Также низким оказался спрос на 7-летние выпуски ФСК-6,8 (с купоном 8,25%): по данным СМИ, на "вторичке" удалось реализовать лишь 10% выкупленного по оферте объема (566 млн руб.). Отсутствие высокого спроса свидетельствует о невысоких ожиданиях снижения доходностей в сегменте бумаг 1-го эшелона, при этом участники предпочитают минимизировать рыночные риски, реализуя краткосрочные инвестиционные стратегии. Об этом, в частности, свидетельствует спрос на 3-летние бумаги ЕАБР (BBB/A3/BBB) номиналом 10 млрд руб., который почти в 2 раза превысил предложение, что позволило установить ставку купона на уровне 7,9% год. (YTP 8,06% = ОФЗ + 155 б.п.), ниже первоначального ориентира 8,0-8,5% год.

Темы выпуска

- ГМС: ожидается рост долговой нагрузки

ГМС: ожидается рост долговой нагрузки

Результаты 2 кв.
оцениваем
нейтрально

Гидромашсервис (S&P: B+), лидирующий производитель насосного оборудования в РФ, опубликовал финансовые показатели за 2 кв. и 1П 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. После "провала" рентабельности в 1 кв. до 11,7% она восстановилась во 2 кв. до 16,1% (но в целом 1П 2013 г. оказалось слабее аналогичного периода прошлого года). Операционный поток после инвестиций в оборотный капитал вернулся во 2 кв. к положительному значению (197 млн руб. против оттока 1,5 млрд руб. в 1 кв.). Долговая нагрузка за 2 кв. не изменилась, оставшись на уровне 2,5х Чистый долг/EBITDA LTM.

Ключевые финансовые показатели ГМС

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	8 170	7 285	+12%	15 455	14 939	+3%
EBITDA	1 318	854	+54%	2 172	2 472	-12%
Рентабельность по EBITDA	16,1%	11,7%	+4,4 п.п.	14,1%	16,5%	-2,4 п.п.
Чистая прибыль	888	26	+34x	914	966	-5%
Операционный поток	197	-1 541	-	-1 344	2 337	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-516	-535	-3%	-1 051	-6 569	-84%
Капвложения	-235	-344	-32%	-579	-833	-30%
Финансовый поток	1 689	1 774	-5%	3 463	3 907	-11%
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.	31 дек. 2012	изм.	
Совокупный долг, в т.ч.	17 333	15 195	+14%	13 428	+29%	
Краткосрочный долг	3 509	н/д	-	2 198	+60%	
Долгосрочный долг	13 824	н/д	-	11 230	+23%	
Чистый долг	14 905	14 150	+5%	12 026	+24%	
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,5x	2,5x	-	1,9x		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла в
сегментах
промышленных
насосов и
компрессоров...

Увеличение выручки кв./кв. (+12%) было обусловлено положительной динамикой по промышленным насосам (+48% до 4,6 млрд руб.) и компрессорам (+14% до 853 млн руб.). В сегменте нефтегазового оборудования в соответствии со структурой заказов выручка снизилась на 2% кв./кв. до 1,9 млрд руб., в то время как в сегменте ЕРС произошел спад на 45% кв./кв. до 812 млн руб., преимущественно, из-за строительного подразделения, продажу которого компания не исключает в будущем. В связи с плохими показателями этого подразделения компания снизила прогноз по общей выручке на 2013 г. на 3,5 млрд руб. до 36 млрд руб.

Портфель заказов (backlog) на конец 2 кв. составил 17,6 млрд руб. (-25% кв./кв.), новые заказы - 5,9 млрд руб. (на 35% ниже, чем в 1 кв. 2013 г.). После отчетной даты компания заключила 2 контракта на общую сумму 2,5 млрд руб. на производство и поставку 2 насосных станций для нефтепровода Заполярье-Пурпе, а также компрессорной установки для нефтехимического комплекса на юге РФ. Среди потенциальных заказов компания выделяет нефтепровод Куюмба-Тайшет Транснефти, 3 дополнительные насосные станции для ВСТО, а также проекты в атомной отрасли.

...которые обусловили
рост общей
рентабельности,

при этом давление
оказало строительное
подразделение ЕРС

Благодаря сегменту промышленных насосов (признание в выручке поступлений по некоторым заказам во 2 кв., хотя расходы по ним были в основном понесены в 1 кв., роспуск резерва по проекту ВСТО в объеме 150 млн руб. (закладывались на штрафы в случае несоответствия графику исполнения заказа)), а также продолжающемуся развитию сегмента компрессорного оборудования после покупки ККМ, рентабельность по EBITDA во 2 кв. 2013 г. увеличилась с 11,7% до 16,1%. При этом отсутствие высокорентабельных заказов в сегменте нефтегазового оборудования, а также ухудшение показателей строительного подразделения ЕРС оказали давление на рентабельность. Последнее стало также причиной снижения прогноза по общей EBITDA на 2013 г. (с 5,5 до 5,2 млрд руб.), что подразумевает сохранение в 2013 г. рентабельности на уровне 1П 2013 г. - 14%.

Чистый операционный поток стал положительным, но его было недостаточно для capex и M&A

Во 2 кв. 2013 г. операционный поток после инвестиций в оборотный капитал (-640 млн руб.) вернулся в область положительных значений (197 млн руб.). Напомним, что после интеграции KKM и Apollo в 1 кв. рост инвестиций в оборотный капитал составил свыше 1,7 млрд руб., а чистый отток средств по операционной деятельности в 1 кв. достиг 1,5 млрд руб. По итогам 1П 2013 г. отношение оборотного капитала к выручке составило 25,3%. В дальнейшем компания планирует придерживаться уровня 25%.

Долговая нагрузка пока осталась на уровне 2,5х...

Во 2 кв. для частичного финансирования капвложений (235 млн руб.) и осуществления платежей по M&A сделкам (237 млн руб., часть оплаты за НИИ Турбокомпрессор, Ноябрьскнефтегазпроект) потребовалось привлечение нового долга. В результате общий долг вырос на 2,1 млрд руб. (до 17,3 млрд руб.), однако часть этих средств осталась на счетах компании, и чистый долг увеличился лишь на 750 млн руб., его отношение к LTM EBITDA осталось на уровне 2,5х. Ликвидная позиция вполне комфортна, после отчетной даты компания рефинансировала банковские кредиты на 4,58 млрд руб., а доступные ликвидные средства (4 млрд руб., по данным ГМС на конец сентября 2013 г.) на ~90% покрывают долг к погашению до конца 2014 г.

...однако мы ожидаем ее рост в связи с инвестициями в оборотный капитал по мере реализации новых проектов

Мы ожидаем роста долговой нагрузки (как минимум, выше 3,0х) в результате увеличения инвестиций в оборотный капитал по мере реализации новых проектов. По данным ГМС, ковенанта по банковским займам ограничивает Чистый долг/EBITDA значением 4,0х (при превышении 3,0х имеются ограничения на привлечение нового долга).

Облигации имеют избыточный спред к ОФЗ

Облигации ГМС-2,3 имеют низкую ликвидность и котируются в диапазоне YTW 9,7-10,1% к погашению/оферте через 2-3 года, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 350-380 б.п. Эта премия выглядит несколько избыточной для корпоративных облигаций категории В+. Средняя ставка по долгу ГМС составляет 9,3%.

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	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

«Мантры» стимулирования экономики

Промпроизводство РФ в августе: на нуле

Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом

Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Приватизация - не панацея

Досрочное "распечатывание" ФНБ

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Бюджетная арифметика вселяет надежды

Долговая политика

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

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

Новые уточнения к Положению №395-П

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

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 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 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.