

Пульс рынка

- **Итоги выборов в Греции удержали еврозону от падения в пропасть.** В ходе парламентских выборов в Греции победу одержала проевропейская партия Новая Демократия, набравшая 29,7% голосов, в то время как партия СИРИЗА, выступающая против антикризисных мер в обмен на помощь еврозоны, получила 26,9% голосов. Несмотря на то, что Новая Демократия будет иметь большинство в парламенте для формирования правительства, ей необходима поддержка социалистической партии Пасок (которая набрала 12,3% голосов). Таким образом, в настроениях греков страх неопределенности (существования за пределами еврозоны) взял верх над недовольством по поводу навязанных мер экономии. В краткосрочной перспективе риск неконтролируемого дефолта Греции и, что гораздо более важно, обострения кризиса банковской системы периферийных стран (прежде всего, Испании и Италии) почти полностью снят. Однако по-прежнему сохраняется риск неспособности выполнения Грецией взятых на себя обязательств, который может реализоваться не в столь отдаленной перспективе. Этому будут способствовать углубление экономической рецессии и, как следствие, повышение анти-европейских настроений. По нашему мнению, обострение греческих проблем является лишь вопросом времени, в течение которого МВФ, ЕЦБ и ЕС необходимо выработать механизм, который предотвратит эффект домино. Кстати говоря, в случае победы на минувших выборах партии СИРИЗА последствия для всей еврозоны были бы очень тяжелыми (если не катастрофическими).
- **От Германии ожидают субсидирования периферии.** Рынок суверенных облигаций периферии отреагировал весьма сдержанно на итоги выборов в Греции: 10-летние облигации Испании и Италии снизились на открытии всего лишь на 5-7 б.п. до YTM 6,77% и YTM 5,84%, соответственно, однако в течение утра вновь продолжили расти. Заметный рост доходностей наблюдался в BUNDS (10-летние облигации поднялись на 7 б.п. до YTM 1,5%), что, по-видимому, отражает рост вероятности смягчения позиции Германии в отношении антикризисных мер (=определена форма субсидирования периферийных стран). 22 июня состоится встреча лидеров четырех крупнейших стран еврозоны, которая будет предварять общеевропейский саммит в Брюсселе, запланированный на 28-29 июня. Ожидается, что на этом саммите будет достигнут консенсус в вопросах политической и экономической кооперации, соответственно, его отсутствие вновь вернет медвежьи настроения на финансовые рынки. Также влияние на рынки окажут итоги, начинающегося завтра двухдневного заседания FOMC, от которого по-прежнему ждут намеков на QE3 или, по крайней мере, продления действующей программы TWIST (хотя есть мнение, что текущие низкие ставки по базовым активам оказывают негативное влияние на состояние банковской системы с точки зрения показателей прибыльности).
- **Краткосрочное повышение аппетита к риску.** Как мы и ожидали, позитивный исход выборов в Греции привел к резкому укреплению евро (до отметки 1,27 долл.), также восходящую динамику продемонстрировали индексы акций: торги на азиатских биржах открылись ростом на 1,0-1,5%. Принимая во внимание рост цен на нефть (Brent торгуется выше 98,5 долл./барр.), что привело на открытии сегодняшних валютных торгов на российском рынке к снижению стоимости корзины на 30 копеек до 36 руб., позитив на внешних рынках не обойдет стороной и российский сегмент еврооблигаций. Усиление напряженности на денежном рынке в связи с начавшимся периодом налоговых платежей (ставки междилерского о/п РЕПО поднялись на 30 б.п. до 6,6% годовых) может ограничить ценовой рост на рынке рублевых облигаций.

Темы выпуска

- Рублевая ликвидность: пора распечатывать казну
 - ММК: спрос на внутреннем рынке компенсировал спад экспорта
 - Гидромашсервис: рост долга в преддверии сделки M&A
-

Рублевая ликвидность: пора распечатывать казну

Ситуация с ликвидностью ухудшается, потребность в РЕПО с ЦБ постоянно возрастает

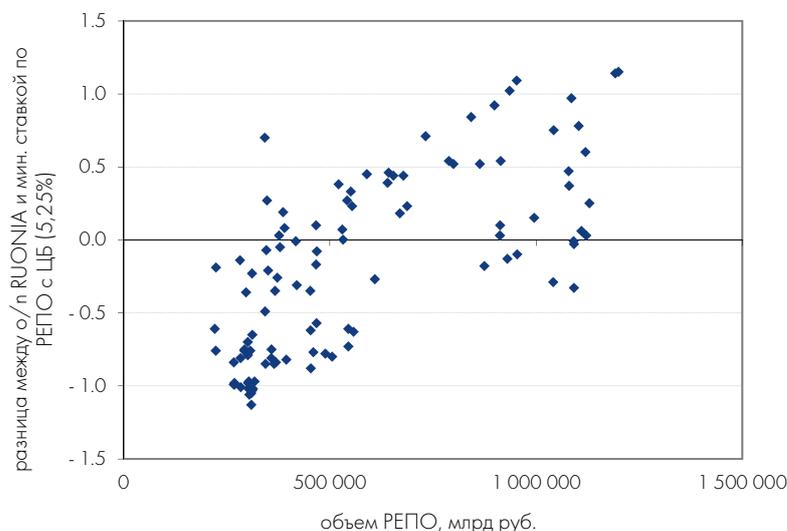
На фоне ухудшающейся ситуации с ликвидностью потребности банков в рефинансировании постоянно возрастают, что уже становится проблемой как для самих банков, так и для финансового сектора в целом. Несмотря на то, что официальной статистикой за 4 мес. 2012 г. зафиксирован небольшой дефицит бюджета, в действительности пока происходит чистый отток средств в бюджет (пополнение счетов Казначейства), который исчисляется с начала года суммой в 1,6 трлн руб. Такое расхождение объясняется тем, что далеко не все распланированные Минфином расходы на практике сразу транслируются в денежные поступления в банковскую систему, в то время как налоговые выплаты, осуществляемые компаниями через банки, напротив, незамедлительно приводят к оттоку из банковской системы в пользу счетов Казначейства. Такое фактическое недополучение банковской системой бюджетных средств может объясняться следующей причиной: внушительная часть госрасходов поступает на счета бюджетных учреждений, не обладающих правом от Минфина прямого размещения денег в банках, что "задерживает" реальный приток госсредств в банковский сектор и создает недостаток ликвидности.

ЦБ стал кредитором последней инстанции

Для компенсации оттока ликвидности с налогами банки предпочитают операции рефинансирования Банка России. При этом отметим, что в последние месяцы инструменты ЦБ полностью заместили депозиты Минфина (на начало года 561 млрд руб.). Тем самым Банк России стал выполнять роль кредитора последней инстанции. Всего задолженность банков перед ЦБ на текущий момент достигла 1,6 трлн руб. - преимущественно, РЕПО и кредиты под нерыночные активы в соотношении от 3:1 до 5:1. Если обратить внимание на структуру задолженности банков по РЕПО с ЦБ, то выделяется следующий факт: на 1 марта 2012 г. участие Сбербанка и ВТБ в РЕПО с ЦБ исчислялось 66%, а на 1 мая 2012 г. доля Сбербанка в РЕПО снизилась до 41%, причем лишь 10% еще представлены банками из ТОП-20, остальные - за пределами этого круга, что свидетельствует о широком распространении проблем с ликвидностью среди более мелких участников рынка.

Проанализировав поведение спроса на РЕПО с ЦБ и динамику аукционных и рыночных ставок, мы пришли к выводу, что по мере роста общего объема операций РЕПО с ЦБ, то есть портфеля бумаг, заложенных банками в обеспечение под такие сделки, ставки денежного рынка начинают заметно превышать аукционную ставку РЕПО с ЦБ. Такое расхождение свидетельствует о росте градуса напряженности на денежном рынке, поскольку в обычной ситуации, когда ЦБ предоставляет широкие лимиты, а у банков хватает лимитов и залога, рыночные ставки не должны сильно превышать аукционную ставку по инструментам рефинансирования ЦБ.

Чувствительность изменения рыночной ставки о/п к росту объема РЕПО с ЦБ



Источник: ЦБ, ММВБ, расчеты Райффайзенбанка

Существует определенный оптимальный порог доли портфеля ценных бумаг, которые могут быть использованы в качестве залога по РЕПО с ЦБ

Есть все основания полагать, что существует определенный оптимальный порог доли портфеля ценных бумаг, которые банки могут использовать как залог по сделкам РЕПО, после пересечения которого разрыв рыночных ставок со стоимостью РЕПО с ЦБ становится внушительным и может служить отражением исчерпания такого залога для отдельных банков. Когда залог заканчивается, в условиях узкого выбора источников фондирования с альтернативным залогом (к примеру, валютные свопы) и беззалоговых рыночных инструментов (чистые линии МБК), степень проявления монопольной власти отдельных кредитных организаций в отношении предоставления фондирования другим банкам растет, что может иметь следствием раскручивание спирали роста стоимости фондирования для всей банковской системы.

При достижении 2 трлн руб. РЕПО с ЦБ повышается опасность разбалансировки системы

По нашим оценкам, при приближении общего объема РЕПО к уровню 1,2-1,3 трлн руб. рыночные ставки превышают аукционные почти на 1,5 п.п., что не может не настораживать. Результаты нашего исследования говорят о том, что фактический предел общего объема заложенных банками по РЕПО бумаг находится на уровне 1,7-2 трлн руб., после чего есть опасность разбалансировки системы: риски ограниченного и дорогостоящего фондирования, неплатежеспособности, закрытия лимитов.

При продолжении роста задолженности по РЕПО с ЦБ, которого едва ли можно избежать в условиях профицита бюджета (вплоть до ноября-декабря 2012 г., когда традиционно наблюдается дефицит на фоне всплеска расходов), предотвратить вышеописанную ситуацию можно за счет увеличения кредитования под нерыночные активы, которое, впрочем, будет стоить банкам уже существенно дороже 7,75% и пока было востребовано лишь Сбербанком и ВТБ. В противном случае ставки денежного рынка могут подскочить выше стоимости залоговых кредитов (7,75%), то есть как мин. до 8%. Стремясь ограничить рост ставок денежного рынка накануне ЦБ снизил ставку о/п по валютным свопам до 6,5% с 8%. Между тем, мы полагаем, что ЦБ едва ли прибегнет к более дорогостоящему беззалоговому фондированию, которое принято считать антикризисным инструментом, тем более что в его арсенале имеются и другие механизмы, которые при их сбалансированном использовании могут помочь избежать развития кризисной ситуации.

Возобновление рефинансирования от Минфина будет востребовано рынком

Учитывая, что фактический потенциал РЕПО с ЦБ не безграничен, а другое масштабное фондирование от ЦБ будет стоить банкам уже около 8%, возможной альтернативой для решения проблемы хронического дефицита средств в банковской системе могло бы стать возобновление Минфином операций по рефинансированию банковского сектора как минимум за счет уже отработанного механизма депозитных аукционов. Учитывая, что на счетах ведомства аккумулирован уже внушительный объем средств, и именно бюджетная политика является основным источником истощения общего запаса ликвидности, возвращение к такому режиму рефинансирования для ликвидации последствий налоговых изъятий с фундаментальной точки зрения выглядело бы более оправданно.

Напомним, что последний в этом году депозитный аукцион Минфина состоялся 22 мая (10 млрд руб. под 5,77%), причем в конце мая общий объем задолженности банков по этим операциям составлял лишь 34,2 млрд руб. против 561 млрд руб. на начало года. Отметим, что объем чистых изъятий средств из банковского сектора Минфином в этом году (1,6 трлн руб.) существенно больше, чем за сопоставимый период 2011 г. (1,4 трлн руб.), однако ведомство при этом размещало средства на депозитах в 2012 г. гораздо менее активно (даже с учетом необходимости пролонгации банками прошлогодних депозитов). Для сравнения, с февраля 2011 г., когда Минфин мог использовать профицит нового бюджетного года, по середину июня 2011 г. было размещено 354 млрд руб.

Осознавая, что потребность в рефинансировании от Минфина присутствует, в этом году ведомство уже не раз заявляло о готовности возобновления таких операций. То, что Минфин не спешил с новыми аукционами, на наш взгляд, было связано с переходом на новый механизм размещения бюджетных средств. С технической точки зрения с 1 июня 2012 г., согласно постановлению Правительства РФ от 24 декабря 2011 г. № 1121 «О Порядке размещения средств федерального бюджета на банковских депозитах», Минфин должен был передать полномочия по организации депозитных аукционов и запуску до этого еще не применяемых ведомством операций РЕПО с ценными бумагами Казначейству РФ.

Операции Минфина через РТС-ММВБ могут привести к росту популярности инструмента

Предполагается, что теперь проведение этих операций будет осуществляться непосредственно через РТС-ММВБ, что, на наш взгляд, должно способствовать упрощению доступа к самим сделкам и росту их популярности. Кроме того, Минфин указывал на возможность проведения аукционов на ежедневной основе, что делает этот инструмент реальной альтернативой РЕПО и должно повысить его востребованность. В рамках подготовки к переходу на новый механизм к 1 июня 2012 г. имеющаяся задолженность банков по депозитам была полностью погашена. Новые аукционы планировалось запустить 19 июня. Подготовка находится на стадии подписания соответствующих договоров с банками, однако при отсутствии информации о параметрах аукциона, можно предположить, что этот процесс еще не подошел к завершению.

Потенциал депозитных аукционов Минфина оценивается нами в 1,2 трлн руб.

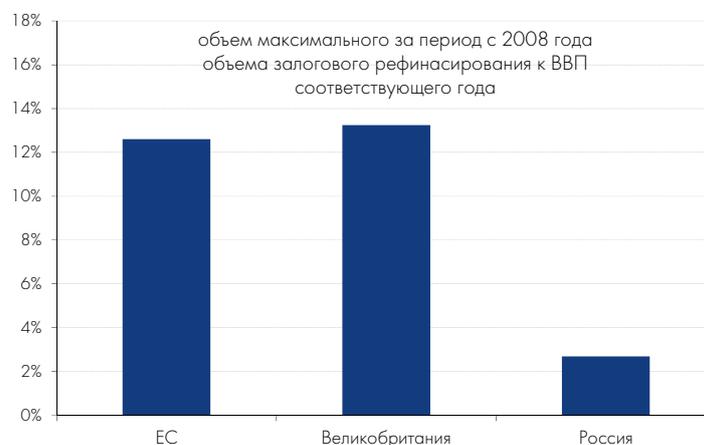
О значительном потенциале депозитов Минфина можно судить по наличию на счетах ведомства внушительного объема накопленных средств. Мы уже отмечали, что с начала года бюджет стерилизовал 1,6 трлн руб. Часть из этих денег пошла на пополнение Резервного фонда, часть, но далеко не вся, как мы уже упоминали, вернулась в банковскую систему с расходами. Из 1,6 трлн руб. фактический объем средств, который может быть размещен Минфином на депозитах в ближайшее время, оценивается нами более чем в 1,2 трлн руб., а именно: 300 млрд руб. (возвращенные депозиты за вычетом перечисленных средств в Резервный фонд) + 234 млрд руб. (чистое размещение ОФЗ) + 210 млрд руб. (размещение евробондов) + около 500 млрд руб. (профицит субъектов РФ). Вдобавок к указанной сумме Минфин обладает правом временного обратного заимствования у бюджетных учреждений уже доведенных до них самим же ведомством госрасходов, объем которых оценивается в не менее 300 млрд руб. Очевидно, что такой потенциал депозитов Минфина может компенсировать значительную часть "потерь" ликвидности банковского сектора.

Чистый отток ликвидности из банковского сектора в июне может достигать 360 млрд руб.

Основную угрозу с точки зрения оттока ликвидности для банковской системы по-прежнему представляет профицит бюджета, а также усилившийся рост наличности в обращении. Интервенции ЦБ, в меньшей степени (по причине их сокращения) также будут негативно отражаться на ликвидности при условии сохранения той же интенсивности ослабления рубля (подробнее см. обзор от 15 июня 2012 г.). Несмотря на приемлемый объем остатков на корсчетах и депозитах (сейчас 940,1 млрд руб.), средний уровень которых впрочем опустился до минимальных с начала года значений, ликвидность остается в дефиците, поскольку рост остатков в основном обусловлен новыми займами у ЦБ через РЕПО. Так, превышение обязательств банков перед госсектором над остатками на корсчетах и депозитах (чистая ликвидная позиция) достигло уже 800 млрд руб., что свидетельствует о сохранении среднесрочного дефицита ликвидности.

Проанализировав источники изъятия ликвидности в июне, мы пришли к выводу, что чистый объем оттока средств в этом месяце может достигнуть 360 млрд руб.: по нашим оценкам, чистое изъятие средств в ходе прироста наличности в обращении в июне может составить около 140 млрд руб., интервенции ЦБ в условиях сохранения прежней динамичности оттока капитала - около 120 млрд руб., около 100 млрд руб. может изъять бюджет.

Залоговое финансирование, международный опыт



Источник: локальные статистические агентства, расчеты Райффайзенбанка

Следует отметить, что механизм рефинансирования в РФ, несмотря на существенные шаги по его эволюции после кризиса, недостаточно развит в сравнении с другими странами, что увеличивает потенциальные риски для банковской системы при развитии сценария острого дефицита ликвидности. В то же время сопоставление российской практики с опытом зарубежных стран указывает на то, что степень зависимости российского банковского сектора от рефинансирования госсектора еще далека от критичного уровня. Если сейчас рефинансирование госсектора в РФ достигло практически 2% ВВП, то в Евросоюзе этот показатель достигает 12% ВВП, тогда как в Великобритании на пике спроса на ликвидность в 2009 г. это соотношение доходило до 13%.

ММК: спрос на внутреннем рынке компенсирует спад экспорта

Неплохое начало года ММК (-/Ba3/BB+) опубликовал умеренно позитивные финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО, которые отражают повышение спроса на внутреннем рынке при небольшом снижении стоимости сырья (железной руды и коксующегося угля). Рентабельность по EBITDA подросла на 3 п.п. до 12%. Тем не менее, долговая нагрузка (Чистый долг/LTM EBITDA) продолжила расти - с 2,98х на конец 2011 г. до 3,3х.

Ключевые финансовые показатели ММК

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.
Выручка	2 425	2 243	+8%
Валовая прибыль	326	256	+27%
Валовая рентабельность	13,4%	11,4%	+2 п.п.
ЕБИТДА	293	203	+44%
Рентабельность по EBITDA	12,1%	9,1%	+3 п.п.
Чистая прибыль	14	-67	-
Операционный поток	319	153	+2,1х
Инвестиционный поток, в т.ч.	-264	-119	+2,2х
Капвложения	-230	-181	+27%
Финансовый поток	-330	46	-
в млн долл., если не указано иное	31 март. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 231	4 402	-3,9%
Краткосрочный долг	1 171	1 334	-1,2%
Долгосрочный долг	3 060	3 068	-0%
Чистый долг	4 034	3 978	+0%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,3х	2,98х	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Повышение объемов реализации при стабильных ценах

Улучшение конъюнктуры на рынке стальной продукции нашло отражение в результатах квартала: выручка выросла на 8% кв./кв. до 2,4 млрд долл., главным образом, за счет увеличения объема производства металлопродукции (на 10% кв./кв. до 3,4 млн т), при этом средняя цена реализации почти не изменилась кв./кв., составив 705 долл./т. В целом улучшение операционных показателей ММК в 1 кв. было ожидаемо (см. наш обзор от 19 апреля 2012 г.). Менеджмент отмечает, что снижение цен на продукцию в течение 2 кв. 2012 г. было зафиксировано только в начале июня, при этом средние цены кв./кв. существенно не изменяются.

Переориентация на внутренний рынок...

Повышение внутреннего спроса на стальную продукцию позволило ММК компенсировать падение продаж на экспорт (в Европу и Ближний Восток) на 23% кв./кв. до 732 тыс. т. Увеличение отгрузок в РФ составило 22% (до 2 млн т). Отметим, что наибольшее снижение спроса произошло на Ближнем Востоке: его доля в экспортных продажах сократилась с 62% до 32%. В итоге на долю внутреннего рынка пришлось порядка 74% (+10 п.п. кв./кв.) всего объема продаж, что составило 81% (+6 п.п.) выручки. Основной спрос на продукцию ММК отмечает со стороны производителей труб (с долей 29% в отгрузках на российский рынок), строительства, машиностроения.

... и смещение в пользу НВА-продукции	<p>По видам продукции произошло смещение в пользу сегмента с высокой добавленной стоимостью: реализация слябов сократилась на 56% до 45 тыс. т, а отгрузка толстого листа со стана 5000, напротив, выросла на 45% до 248 тыс. т. Также рост продаж готовой продукции продемонстрировало турецкое подразделение ММК-Metalurji (+9% до 253 тыс. т), главным образом, за счет производства стали с полимерным покрытием (+46% до 58 тыс. т).</p> <p>Объем добычи коксующегося угля сократился в 1 кв. на 12% кв./кв., что было обусловлено запланированным ремонтом лав, который продлится и во 2 кв. В целом в 2012 г. производство угольного концентрата ожидается на уровне прошлого года.</p>
Снижение денежной себестоимости продолжится во 2 кв.	<p>Показатель EBITDA увеличился на 44% кв./кв. до 293 млн долл., заметно опередив выручку, что стало следствием 1) уменьшения убытка турецкого подразделения на уровне EBITDA (с 67 млн долл. до 18 млн долл.), 2) сокращения денежной себестоимости производства слябов благодаря снижению стоимости закупки сырья (обеспеченность ЖРС не превышает 50%), 3) перераспределения продаж в пользу РФ, где ценообразование предполагает премию 49% (255 долл./т) к экспортному рынку. Во 2 кв. ММК ожидает сезонного повышения спроса на внутреннем рынке, что, принимая во внимание снижение цен на сырье, приведет к сокращению доли фиксированных расходов и, как следствие, окажет позитивное влияние на EBITDA.</p>
Операционного потока хватило для капитальных инвестиций	<p>Операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале в 1 кв. увеличился на 42% кв./кв. до 242 млн долл., при этом в результате сокращения запасов из оборотного капитала было высвобождено 155 млн долл. В отличие от 4 кв. чистого денежного потока от операционной деятельности (+2,1х, 319 млн долл.) оказалось достаточно для финансирования капитальных расходов - 230 млн долл. (+27% кв./кв.) На погашение долга было направлено 330 млн долл., при этом запас денежных средств сократился на 275 млн долл. до 197 млн долл.</p>
Порог ковенанты все ближе	<p>Размер долга на балансе сократился на 170 млн долл. до 4,23 млрд долл., при этом чистый долг остался почти без изменений - на уровне 4 млрд долл. По нашим оценкам, отношение Долг/LTM EBITDA в 1 кв. составило 3,45х (рост отношения произошел по причине снижения показателя LTM EBITDA на 8% кв./кв. до 1,2 млрд долл.), при этом согласно информации, озвученной менеджментом в ходе предыдущей телефонной конференции, ковенанта ограничивает это отношение уровнем 3,5х.</p>
EBITDA недостаточно для погашения краткосрочного долга...	<p>Рефинансирование краткосрочного долга в объеме 1,17 млрд долл. менеджмент планирует осуществить за счет или банковских кредитов (в частности, двусторонних/синдицированных кредитов, предэкспортного финансирования), или выпуска рублевых облигаций (биржевые облигации зарегистрированы в объеме 35 млрд руб.). Стоит отметить, что ликвидные активы составляют 1,1 млрд долл., из которых 940 млн долл. (+40% кв./кв. по причине рыночной переоценки) приходится на котируемые акции, скорее всего, тех компаний, которые представляют стратегический интерес (в частности, с точки зрения M&A). Поэтому, на наш взгляд, они могут рассматриваться как возможный источник для погашения краткосрочного долга только в крайнем случае.</p>
...и финансирования CAPEX	<p>Капитальные расходы запланированы в размере 700 млн долл. в 2012 г., большая часть (500 млн долл.) из которых приходится на бизнес ММК (строительство стана холодного проката 2000 и модернизация стана горячего проката 2500), 80 млн долл. - на Белон. С учетом текущих экономических тенденций, операционного денежного потока едва хватит для финансирования объявленных капитальных затрат, если не произойдет заметного улучшения ситуации.</p>
Вероятен срыв сделки с Flinders Mines	<p>Позитивным фактором для кредитного профиля компании, по нашему мнению, является вероятный срыв сделки по приобретению 100% акций Flinders Mines (которая могла бы потребовать 600 млн долл.). Напомним, что 30 июня истекает срок, в течение которого сделка с Flinders Mines должна быть закрыта, в то время как следующее слушание по иску миноритарного акционера ММК (требующего запрета этой сделки) состоится только 2 июля. С другой стороны, мы не исключаем, что ММК продолжит переговоры с Flinders Mines по удлинению срока сделки, при этом слабая рыночная конъюнктура поддерживает переговорные позиции ММК в сравнении с конкурентами.</p>

Бумаги ММК по-прежнему выглядят дорого

Обращающиеся облигации ММК имеют незначительную торговую ликвидность. Последние сделки по ММК БО-6 совершались с УТМ 9,9% @ июль 2014 г., что предполагает дисконт к кривой Евраза ~100 б.п. (Евраз-2,4 котируются в пределах УТР 10,8-11,0%). На наш взгляд, учитывая продолжающийся рост долговой нагрузки ММК, бумаги эмитента должны торговаться без дисконта к Евразу.

Гидромашсервис: рост долга в преддверии сделки M&A

Результаты оцениваем нейтрально

Гидромашсервис (S&P: BB-), лидирующий производитель насосного оборудования в РФ, опубликовал данные управленческой отчетности за 1 кв. 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Мы ожидаем рост долговой нагрузки в связи с осуществлением капитальных вложений и закрытием сделки M&A.

Ключевые финансовые показатели ГМС

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	7 307	6 935	+5%	7 307	7 051	+4%
Валовая прибыль	2 043	2 026	+1%	2 043	2 059	-1%
Валовая рентабельность	28,0%	29,2%	-1,2 п.п.	28,0%	29,2%	-1,2 п.п.
ЕБИТДА	1 367	1 111	+23%	1 367	1 588	-14%
Рентабельность по ЕБИТДА	18,7%	16,0%	+2,7 п.п.	18,7%	22,5%	-3,8 п.п.
Чистая прибыль	485	405	+20%	485	991	-51%
Операционный поток	-175	220	-	-175	-822	+4,7x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-427	-201	+2,1x	-427	-241	+77%
Капвложения	-435	-449	-3%	-435	-243	+79%
Финансовый поток	3 618	806	+4,5x	3 618	1 415	+2,6x

в млн руб., если не указано иное	31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 034	6 408	+57%
Краткосрочный долг	1 588	1 974	-19%
Долгосрочный долг	8 446	4 434	+90%
Чистый долг	5 479	4 784	+14%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,04x	0,87x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка выросла благодаря сегменту ЕРС

Рост выручки кв./кв. был обеспечен, главным образом, сильной динамикой (+50%) в сегменте ЕРС (решений "под ключ") благодаря крупным строительным контрактам. Выручка основного сегмента - промышленных насосов (40% в консолидированных продажах) - увеличилась незначительно (+2%). Продажи нефтегазового оборудования снизились на 19%.

Компании удалось увеличить рентабельность

Мы отмечаем успехи компании в области повышения рентабельности после провала, связанного с окончанием поставок по проекту ВСТО. В частности, в сегменте нефтегазового оборудования маржа ЕБИТДА увеличилась с 20,4% в 4 кв. 2011 г. до 29,7% за счет роста доли высокомаржинальных контрактов (интегрированные решения). Тем не менее, в других сегментах сохранить уровень рентабельности пока не удастся.

Ожидается стабилизация на уровне 17-18%

Портфель сформированных заказов на 31 марта 2012 г. составлял 18,6 млрд руб. Дополнительно в апреле-мае были заключены контракты на 5,2 млрд руб. Согласно прогнозам менеджмента на 2012 г., озвученным в ходе телеконференции, выручка в 2012 г. в сегменте промышленных насосов вырастет на 20-25% г./г., маржа ЕБИТДА стабилизируется на уровне 20-25% (напомним, в 1 кв. - 22,8%), в сегменте нефтегазового оборудования рост выручки также составит 20-25% при рентабельности на уровне 11% (в 1 кв. - 29,7%, что подразумевает, что это улучшение носило временный характер), в сегменте ЕРС прогнозируется рост выручки на 35% при увеличении маржи ЕБИТДА до 12% с 4,6% в 1 кв.

Таким образом, в целом по компании выручка на 2012 г. прогнозируется на уровне 33,5-34,5 млрд руб. при среднесрочном ориентире по рентабельности ЕБИТДА в 17-18%.

Инвестиции в оборотный капитал оказывают давление на операционный поток

Новые заемные средства пока не использованы

Чистый операционный денежный поток ГМС вновь вышел в отрицательную зону из-за значительных инвестиций в оборотный капитал (в 1 кв. компания нарастила запасы в рамках реализации новых крупных контрактов). В результате осуществление инвестиций потребовало привлечения нового долга.

В 1 кв. 2012 г. совокупный долг компании заметно увеличился (с 6,4 млрд руб. до 10,0 млрд руб.): были размещены трехлетние облигации номиналом 3 млрд руб., также были выбраны средства по кредитным линиям. Тем не менее, по состоянию на 31 марта 2011 г. деньги оставались на счетах компании, поэтому чистый долг изменился несущественно.

Учитывая, что пока чистый денежный поток ГМС по операционной деятельности остается отрицательным, реализация капвложений (580 - 1 100 млн руб. в течение следующих трех кварталов, исходя из плана инвестиций на 2012 г. в сумме 1-1,5 млрд руб.) будет осуществляться из накопленной ликвидности либо за счет невыбранных средств по кредитным линиям (по данным компании, 2,4 млрд руб.).

На повестке сделка M&A

Также в ближайшее время ГМС планирует закрыть сделку по приобретению крупного производителя компрессоров для нефтегазовой отрасли стоимостью более 50 млн долл., по оценкам менеджмента.

Кроме того, до конца 2012 г. компании предстоит погасить краткосрочные кредиты на сумму 1,2 млрд руб.

Долговая нагрузка будет расти

Краткосрочные риски рефинансирования компании, на наш взгляд, незначительны, учитывая достаточный запас ликвидности, однако мы отмечаем, что рост долговой нагрузки в связи с реализацией заявленных планов неизбежен. Напомним, что внутренняя ковенанта ограничивает показатель Чистый долг/ЕБИТДА уровнем 2,5х.

Бумаги ГМС справедливо оценены рынком

Текущий спред к кривой ОФЗ в размере 350 б.п., на наш взгляд, является адекватной компенсацией за кредитный риск и не несет премии к рынку. Учитывая планы компании в области M&A, в этом году можно ожидать нового предложения бумаг от эмитента. В начале июня была зарегистрирована программа биржевых облигаций общим номиналом 9 млрд руб.

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

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

Макростатистика апреля: в чем подвох?

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
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 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 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.