

24 сентября 2013 г.

Пульс рынка

- **Приближение к потолку госдолга США давит на рынки.** Вчера В. Дадли, президент ФРБ в г. Нью-Йорк, заявил о том, что сворачивание программы QE не является решенным вопросом, поскольку текущий темп экономического роста на уровне 2% может оказаться недостаточным для улучшения ситуации на рынке труда. В то же время он подтвердил, что планируется начать сворачивания QE ближе к концу этого года. Выходящая сейчас макростатистика пока не предполагает заметного улучшения состояния американской экономики. Значение индекса PMI за сентябрь снизилось м./м. - до 52,8, главным образом, в связи со спадом объема новых заказов. Интерес представляют уточненные данные по ВВП США за 2 кв., выходящие в четверг. Дополнительное негативное влияние на экономику может оказать решение вопроса по госдолгу США, который уже близок к своему лимиту. Вопрос его повышения, скорее всего, обострит конфликт между республиканцами и демократами (судя по недавнему голосованию по сокращению расходов на медицину, стороны заняли жесткие позиции). При этом не исключено доведение ситуации до состояния технического дефолта, что вызовет падение аппетита к риску. Таким образом, что сворачивание QE в текущих условиях очень сильно зависит от решения бюджетного вопроса: если будут приняты временные меры (которые позволят лишь получить отсрочку), то и FOMC, скорее всего, не станет сокращать программу выкупа активов. Кстати говоря, по итогам вчерашнего дня доходности 10-летних UST просели на 4 б.п. до YTM 2,69%, американские и европейские индексы акций потеряли 0,5-0,6%. Снижение доходностей базовых активов поддержало цены суверенных облигаций РФ на ранее достигнутых уровнях.
- **Рублевая "первичка" открылась.** ГПБ (BBB-/Baa3/BBB-) удалось разместить 3-летние БО-6 номиналом 10 млрд руб. со ставкой купона 7,9% годовых (YTM 8,05% = ОФЗ + 163 б.п.), что заметно ниже первоначального ориентира 8,0-8,2% годовых. Книга заявок была закрыта в пятницу. Мы считаем, что успешному размещению способствовал, главным образом, позитивный внешний фон, который с начала этой недели, однако, несколько ухудшился. В сравнении с новыми ГПБ заметную премию к рынку предполагает ориентир по доходности маркируемых сейчас 3-летних бумаг **ЕАБР** (BBB-/A3/BBB), объявленный в диапазоне YTP 8,16 - 8,68% (=ОФЗ + 173-225 б.п.). С учетом разницы в кредитном качестве эмитентов (в частности, на рынке еврооблигаций ЕАБР оценивается на кривой Сбербанка) мы считаем, что премия ГПБ к ЕАБР должна быть не менее 25 б.п. В результате справедливая доходность новых облигаций ЕАБР в текущих условиях, по нашему мнению, составляет YTP 7,8%. Сегодня в маркетинг вышел **ВЭБ** (BBB-/Baa1/BBB) с 5-летним выпуском БО-14 номиналом 30 млрд руб. с ориентиром YTM 8,24 - 8,46%, который предполагает премию к суверенной кривой 156-178 б.п. Мы оцениваем справедливое положение этих бумаг в пределах YTM 8,05-8,25%. К недостаткам следует отнести относительно высокий срок до погашения, принимая во внимание повышенную волатильность рынка.
- **Ориентир по новому "суборду" ГПБ на уровне старых бумаг GPB perp.** На прошлой неделе ГПБ провел road show субординированных облигаций, номинированных в долларах, с погашением через 10,25 лет, в результате которого появился ориентир по доходности в диапазоне 7,5-8,0% годовых (466-516 б.п. + MS). По данным СМИ, первоначально эмитент ориентировал на доходность 6,75-7,5%. В сравнении со "сторыми" субординированными облигациями GPB 19 (без условия loss absorption) он предполагает довольно скромную компенсацию за это условие в размере 50-100 б.п. С другой стороны, ориентир находится на уровне GPB perp (@7,88%). Таким образом, при его возможном замещении новым "субордом" заметного удорожания долга для эмитента не произойдет (напомним, что завтра эмитент должен принять решение о call-опционе, который может быть исполнен 25 октября).

Темы выпуска

- **Brunswick Rail: бизнес-модель продолжает приносить плоды**

Brunswick Rail: бизнес-модель продолжает приносить плоды

**Позитивные
результаты с учетом
падения рынка**

В конце прошлой недели Brunswick Rail (BB-/Ba3/-), один из ведущих в РФ игроков на рынке операционного лизинга грузовых ж/д вагонов, опубликовал финансовые результаты за 2 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно. Как мы отмечали ранее, преимущества бизнес-модели Brunswick Rail перед классическим ж/д оператором проявляются именно в кризисный период, что подтверждается результатами за прошедший квартал. Несмотря на продолжившееся падение всей отрасли ж/д грузовых перевозок и снижение ставок аренды подвижного состава, компании удалось сохранить 100% загрузку парка, стабилизировать EBITDA кв./кв., а также сократить долг.

Ключевые финансовые показатели Brunswick Rail

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	69,2	67,7	+2%	76,8	-10%
Скорр. EBITDA	49,6	49,2	+1%	66,7	-26%
Рентабельность по EBITDA	71,7%	72,7%	-1 п.п.	86,8%	-15,1 п.п.
Чистая прибыль	19,4	3,9	+5,0x	5,2	+3,75x
Операционный поток	37,9	46,0	-18%	64,9	-42%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-5,8	-71,7	-92%	-24,1	-76%
Капвложения	-10,3	-61,0	-83%	-33,0	-69%
Финансовый поток	-25,9	-16,3	60%	-26,2	-1%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.		
Совокупный долг*, в т.ч.	731,0	748,7	-2%		
Краткосрочный долг	16,4	25,8	-36%		
Долгосрочный долг	714,6	722,9	-1%		
Чистый долг	696,2	719,6	-3%		
Чистый долг/EBITDA LTM**	3,4x	3,2x			

* без учета мезонинного финансирования

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Ставки аренды
вагонов по-прежнему
под давлением**

Небольшой рост выручки во 2 кв. 2013 г. произошел благодаря некоторому увеличению парка (на 164 до 24 119 вагонов), эффекту базы от парка, приобретенного в 1 кв. 2013 г. (новые вагоны использовались весь 2 кв. против неполного 1 кв.), а также ослаблению рубля (отчетность в долларах). Доля парка, сдаваемого в аренду на условиях предоставления полного сервиса (включая ремонты), повысилась с 60,2% до 64,3%.

Негативная конъюнктура на рынке ж/д грузоперевозок продолжила оказывать давление на ставки аренды подвижного состава. После существенной коррекции цен аренды полувагонов (с 1650 руб./сутки во 2 кв. 2012 г. до 750 руб./сутки во 2 кв. 2013 г.) рынок стабилизировался на уровне 650-700 руб./сутки, и, вероятно, начнет сезонно восстанавливаться этой осенью, хотя компания и не ожидает резкого роста цен и консервативно оценивает перспективы 2014 г. Кроме того, менеджмент отмечает начавшееся падение ставок на цистерны (данный сегмент ранее был относительно стабильным). Так, по данным издания «Промышленные грузы», ставки аренды цистерн упали с 1250 руб./сутки в 1 кв. до 1150 руб./сутки во 2 кв. 2013 г., а текущая цена упала ниже 900 руб./сутки.

**Падение ставок
прекратилось во 2 кв.
2013 г.**

К концу июня все контракты компании с клиентами по полувагонам были пересмотрены в сторону умеренного понижения ставок. В обмен были продлены сроки контрактов, а также обеспечена 100% загрузка парка.

EBITDA оставалась стабильной относительно 1 кв., что практически совпадает с динамикой выручки. Однако в годовом сопоставлении показатель упал на 26% г./г., существенно сильнее выручки (-10% г./г.) в основном из-за опережающего роста затрат на депоовские ремонты вследствие расширения парка, увеличения среднего возраста вагонов, а также повышения доли контрактов полного сервиса, которые включают и ремонтные работы за собственный счет.

**Капзатраты
существенно
сократились для
поддержания гибкости
в управлении
денежным потоком**

Денежный операционный поток во 2 кв. 2013 г. сократился на 18% кв./кв. из-за существенного роста инвестиций в оборотный капитал (увеличение дебиторской задолженности). Тем не менее, его хватило для покрытия капитальных затрат, так как они существенно сократились: новый парк не приобретался, тогда как на 1 кв. пришелся пик оплаты за поставку новых вагонов. В ходе телеконференции менеджмент отметил, что компания больше не рассматривает других операторов подвижного состава в качестве объекта для поглощения и, скорее всего, сосредоточится на приобретении новых вагонов. Среднесрочная цель по наращиванию парка до 40 тыс. вагонов остается без изменений. Однако для сохранения гибкости в управлении денежным потоком, планы по расширению, вероятно, будут сдвинуты до появления первых признаков оживления отрасли.

Совокупный долг Brunswick Rail во 2 кв. 2013 г. незначительно сократился до 800 млн долл., при этом краткосрочная часть долга по-прежнему занимает незначительную долю портфеля (2%).

**Выпуск RBNRL 17
выглядит дорого**

Сейчас бонды RBNRL 17 котируются с дисконтом к RASPAD 17 в размере 70 б.п. Учитывая разницу в кредитных рейтингах, мы оцениваем справедливый дисконт на уровне 50 б.п. В сегменте бумаг категории BB наиболее недооцененными являются бонды NORDLI 18, которые предлагают премию 70-80 б.п. к бумагам Евраза при лучшем кредитном качестве.

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

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 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.