

Пульс рынка

- **Помощь Греции через счет условного депонирования.** Греция в очередной раз не смогла принять решения по требованиям "тройки" для получения второго транша помощи (130 млрд евро). Тем временем Германия предложила новый антикризисный план, предполагающий, что средства фонда помощи Греции будут выделяться через специальный счет условного депонирования. Гарантированно средства будут выдаваться только для выполнения обязательств по бондам (правда, пока не понятно, по каким именно), в то время как правительство сможет получить деньги только при выполнении бюджетных ограничений. Франция поддержала это предложение Германии. По своей сути новый план представляет собой несколько скорректированную идею ввода внешнего финансового комиссара с правом вето по вопросам бюджетной политики, которая была отвергнута Грецией. Таким образом, при реализации нового плана и волки будут сыты, и овцы (держатели греческих бондов и продавцы CDS на него) целы, что позволит Греции избежать формального дефолта по своим обязательствам. Индексы акций ушли в небольшой минус в рамках бокового движения. Доходности суверенных бондов еврозоны не претерпели изменений. Из сегодняшних событий интерес представляет выступление Б. Бернанке, который может дать оценку американской экономики в свете последней порции позитивной макростатистики (особенно, по рынку труда).
- **На рублевом рынке царит позитив.** Отсутствие ярко выраженных негативных настроений на внешнем рынке и рост котировок нефти Brent (на 1 долл. до 115 долл./барр.) сохранили позитивный настрой на рынке рублевых облигаций, который сместился на более низкие уровни доходностей. В частности, 9,5-летний выпуск ОФЗ 26205 подорожал еще на 45 б.п., снизившись в доходности до YTM 7,45% (что на 80 б.п. ниже, чем на аукционе по размещению в прошлую среду). Принимая во внимание вчерашнее снижение стоимости бивалютной корзины ЦБ (вчера на 30 копеек до 34,27 руб.), а также относительно низкие ставки междилерского о/п РЕПО (на уровне 4,75% годовых) сегодня можно ожидать продолжения позитивной ценовой динамики на рынке ОФЗ и корпоративных бумаг первого эшелона.
- **Пополнение в списке предложений на рынке облигаций.** ИА АИЖК проводит вторичное размещение облигаций 2011-2 (Moody's: Baa1) в объеме 5,9 млрд руб., первичное размещение которых состоялось в июле 2011 г., с ориентиром 99,85 - 100,15% от номинала, что соответствует YTP 8,66 - 8,35%/DTP 1,1 года к оферте в апреле 2015 г. (при CPR на уровне 10%). Стоит отметить, что вместе с выплатой первых двух купонов произошло погашение тела бумаги на 10,34% и 11,2% (сейчас остаточный номинал одной бумаги составляет 796 руб.) из-за быстрого погашения ипотечных закладных. Мы считаем предложенный выпуск (инвестиционной категории и короткой дюрации) интересным даже по верхней границе ценового ориентира, который предполагает премию 200-230 б.п. к кривой ОФЗ, являющейся максимальной для бумаг первого эшелона. О высоком спросе на длинные выпуски первого эшелона свидетельствуют переподписка (в 1,8 раза) на облигации ВЭБ-лизинг, 6 номиналом 10 млрд руб.: ставка купона была установлена по нижней границе ориентира (9% годовых), что соответствует YTM 9,2%/DTM 2,6 года к погашению через 5 лет. Связь-Банк (ВВ/-/ВВ) завтра открывает книгу заявок на покупку облигаций номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 9,46-9,73% к годовой оферте, который мы считаем неинтересным с учетом более привлекательных предложений как на вторичном, так и первичном рынках.

Темы выпуска

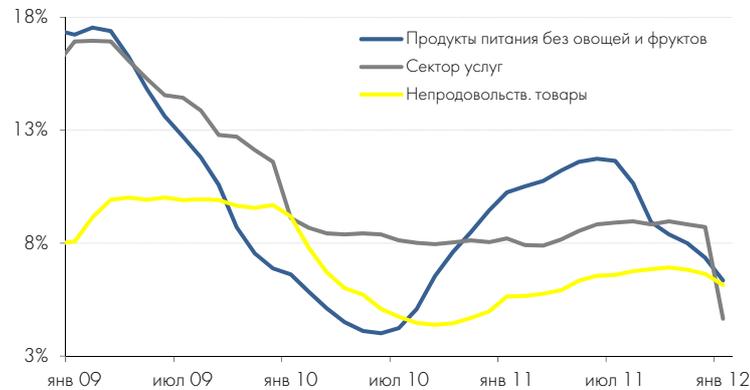
- Инфляция: может ли быть ниже?
 - Гидрошассервис: хорошее качество, но без премии к рынку
-

Инфляция: может ли быть ниже?

Январская инфляция на историческом минимуме

Согласно опубликованным вчера данным Росстата, инфляция в прошлом месяце составила рекордные для января 0,5% м./м. – такого низкого показателя в этом месяце в новейшей истории не наблюдалось. Это позволило индексу потребительских цен в годовом выражении обновить минимум в 4,2%.

Динамика составляющих индекса потребительских цен, % г./г. 2009-2012 гг.

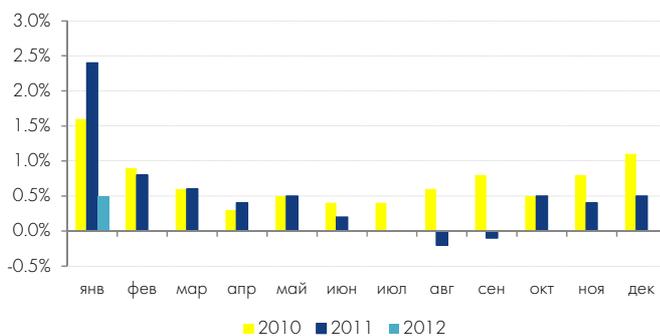


Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Заслуга низкой инфляции - в переносе повышения регулируемых тарифов...

Достижение столь низких темпов инфляции стало возможным во многом благодаря предпринятым государством мерам по ограничению роста регулируемых тарифов. Так, для предотвращения ставшего уже привычным всплеска инфляции в январе, увеличение платы за газоснабжение, электроэнергию и ЖКХ было отложено до 1 июля и разбито на этапы. На этом фоне инфляция в сфере услуг опустилась в январе 2012 г. до 0,2% м./м. против 4,1% м./м. за аналогичный период 2011 г. Однако, и без учета тарифов, инфляция услуг в прошлом году оставалась высокой – чуть менее половины из 4,1%, что означает ее замедление в январе 2012 г. практически в 20 раз. Возможно, сдерживающее воздействие на рост цен в секторе услуг оказало укрепление рубля, которое отчасти нивелировало эффект от растущего спроса на товары и услуги.

Динамика инфляции, % м./м. 2010-2012 гг.



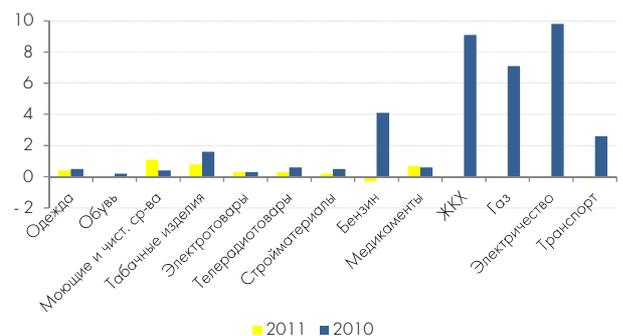
Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

...а также укреплении рубля

Эффект реального удорожания российской валюты мог коснуться и непродовольственного сегмента, где инфляция сбавила обороты в январе 2012 г. до 0,4% м./м. против 0,9% м./м. Такая динамика во многом обусловлена сравнением с топливным дефицитом в январе 2011 г., когда бензин подорожал на 4,1% (против -0,3% м./м. сейчас). Однако даже с исключением топливной составляющей, темп роста цен на непродовольственные товары сократился практически вдвое.

Из отдельных категорий дорожали быстрее только моющие и чистящие средства и медикаменты, тогда как по всем остальным из приведенных Росстатом 10 товарных позиций, цены либо росли медленнее, либо снижались. Цены на одежду, электронику и телерадиотовары повышаются умеренно, отражая рост конкуренции в рознице. Несмотря на то, что потребительская активность, по нашим оценкам, в 2012 г. несколько ослабнет, нельзя не отметить, что структура потребления, а с ней и инфляционное давление все больше смещается в сектор непродовольственных товаров.

Структура непродовольственной инфляции, в январе 2011 и 2012 гг.



На низкой продуктовой инфляции сказались фактор хорошего урожая 2011 г. и эффект высокой базы

Немаловажный вклад в замедление роста цен внесла и продовольственная составляющая – продуктовая инфляция, с исключением плодоовощной продукции (наиболее сезонной компоненты), замедлилась до 0,6% м./м., тогда как в январе 2011 г. под воздействием последствий неурожайного 2010 г. она составляла 1,6% м./м. Несмотря на то, что низкие цены продуктов в январе – заслуга, в основном, хорошего урожая и сравнения с высокой базой 2011 г., позитивное воздействие укрепления рубля исключать нельзя, учитывая, что вклад импорта в продовольствие достигает 30%.

Признаком того, что на снижении инфляции сказались не только разовые эффекты (перенос индексации тарифов, отсутствие топливного кризиса и продуктового шока, как это было в 2011 г.), служит довольно заметное замедление базового индекса цен, очищенного от сезонных компонент – до 0,5% м./м. против 1,1% в январе 2011 г.

Мы ожидаем замедления инфляции в 1П 2012 г. с последующим ускорением до 6,5% на конец года

Мы полагаем, что до июля, когда в полной мере проявится повышение тарифов, среднемесячная инфляция будет оставаться низкой ~0,5-0,7%, что позволит годовому показателю удержаться в пределах 5% в 1П 2012 г. Однако во второй половине года, когда начнет сказываться сравнение с низкой базой 2011 г., инфляция ускорится, и ее дальнейшая динамика будет во многом определяться характером капитальных потоков и политики ЦБ. Мы сохраняем наш прогноз по инфляции на 2012 г. в 6,5%.

Гидромашсервис: хорошее качество, но без премии к рынку

Новые облигации от старого эмитента

Гидромашсервис (S&P: BB-), лидирующий производитель насосного оборудования в РФ с долей рынка ~ 40%, после длительного перерыва (первый выпуск был погашен в конце 2009 г.) вновь выходит на рынок облигаций с 3-летним выпуском в объеме 3 млрд руб. Мы проанализировали кредитный профиль компании на основе управленческой отчетности по итогам 9М 2011 г.

Ключевые финансовые показатели

В млн руб., если не указано иное	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	20 560	16 158	+27%
Валовая прибыль	6 349	3 781	+68%
Валовая рентабельность	30,9%	23,4%	+7,5 п.п.
ЕБИТДА	4 398	2 251	+95%
Рентабельность по ЕБИТДА	21,4%	13,9%	+7,5 п.п.
Чистая прибыль	2 972	1 052	+2,8x
Чистая рентабельность	14,5%	6,5%	+8 п.п.
Операционный поток	-1 815	3 860	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 992	-2 708	-26%
Капвложения	-745	-456	+63%
Финансовый поток	4 244	-10	-
в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	5 689	5 088	+12%
Краткосрочный долг	1 801	953	+89%
Долгосрочный долг	3 888	4 135	-6%
Чистый долг	4 885	3 189	+53%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,86x	0,91x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Большая часть выручки образуется за счет промышленных насосов

Основной вклад в увеличение выручки (+27% г./г. до 20,6 млрд руб.) внес сегмент промышленных насосов, на долю которого приходится порядка 60%, в то время как продажи нефтегазового оборудования снизились на 8% (до 3,7 млрд руб., или 18% в выручке), а выручка от услуг "под ключ" (в рамках ЕРС-контрактов) не изменилась (4,4 млрд руб., или 21% в выручке). Основной причиной снижения выручки от продажи нефтегазового оборудования стало отсутствие заказов на интегрированные решения, появление которых ожидается в 2012 г. в связи с реализацией крупных инфраструктурных проектов в Восточной Сибири.

Повышение маржи обусловили заказы в сегменте транспортировки нефти

В целом по темпам роста показатель EBITDA опередил выручку (+95% г./г. до 4,4 млрд руб.). Реализация высокомаржинальных проектов по транспортировке нефти на фоне эффективного управления затратами обусловила повышение рентабельности по EBITDA в сегменте промышленных насосов на 10 п.п. до 30%. Стоит отметить, что наибольший спрос на насосное оборудование ГМС предъявляют компании, занимающиеся добычей (50% выручки) и транспортировкой нефти (с долей 18%).

Стратегия компании предполагает увеличение доли комплексных услуг и решений. По оценкам ГМС, маржа EBITDA этого направления составляет 25-30% (его доля в выручке за 9М 2011 г. составляла 36% против 25% годом ранее), тогда как традиционные продажи обеспечивают прибыльность в 10-15%.

Инвестиции в оборотный капитал "съедают" весь операционный поток

Операционный денежный поток до изменения оборотного капитала увеличился на 89% г./г. до 4,2 млрд руб., что отражает, главным образом, повышение прибыльности по основному сегменту деятельности. На финансирование оборотного капитала было направлено 5,3 млрд руб., из которых 3,8 млрд руб. ушло в 1П 2011 г. В результате отток средств по операционной деятельности составил 1,8 млрд руб. (что на 0,9 млрд руб. больше, чем в 1П 2011 г.).

Столь значительные инвестиции в оборотный капитал вызваны выполнением крупного заказа в сегменте транспортировки нефти, предоплата по которому была осуществлена еще в 2010 г. Ожидается, что по итогам 9М 2012 г. компания выйдет на целевой уровень по оборотному капиталу в размере 10-15% от выручки, что приведет к положительному операционному потоку.

CAPEX и M&A были профинансированы...

На капитальные инвестиции было израсходовано около 745 млн руб., из которых порядка 41% пришлось на 3 кв. 2011 г. В июне 2011 г. была завершена покупка компании Сибнефтемаш стоимостью 1,29 млрд руб. В августе ГМС приобрел 57% акций Бобруйского машиностроительного завода, одного из крупнейших производителей специальных насосов в СНГ (за 272 млн руб.).

... привлечением нового долга и средствами от IPO

Финансирование оборотного капитала, капитальных расходов и M&A потребовало привлечения нового долга в объеме 896 млн руб. Также в феврале 2011 г. ГМС успешно провел IPO, разместив 37% уставного капитала за 360 млн долл. (приток средств в компанию составил 3,4 млрд руб.). Оставшаяся часть капитала принадлежит основателям компании (В. Лукьяненко (24%), Г.Цой (17%)), а также менеджменту (22%).

Долг хорошо сбалансирован, риски краткосрочного рефинансирования не высоки

Чистый долг в абсолютном выражении вырос на 588 млн руб. до 4,9 млрд руб., долговая нагрузка остается на консервативном уровне - 0,9x в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA. В общем объеме задолженности на долю краткосрочных обязательств приходится порядка 30%. Объем погашений равномерно распределен во времени: в 2012 г. компании предстоит погасить порядка 1,3 млрд руб., что полностью покрывается суммой невыбранных кредитных линий (2,96 млрд руб.), а также запасом денежных средств (804 млн руб.). Почти весь долг номинирован в рублях и имеет фиксированную процентную ставку (эффективная ставка - 8,9% годовых).

Сильные стороны

- Лидирующее положение на российском рынке насосного оборудования.
- Потребность нефтегазовых компаний в модернизации инфраструктуры (в связи с ее расширением или заменой устаревшего оборудования) порождает повышенный спрос на продукцию ГМС. Например, общий объем объявленных инвестиционных программ в нефтедобыче (Роснефть, Газпром нефть, Лукойл, ТНК-ВР) составляет 300 млрд долл. до 2020 г., в транспортировке (Транснефть) - 58 млрд долл. до 2017 г.
- Хорошо сбалансированный по срочности долг и низкая долговая нагрузка (в основном благодаря проведению IPO).

Слабые стороны

- Высокая концентрация выручки: 33% приходится на Транснефть (треть текущего портфеля заказов приходится на контракт ВСТО).
- Высокая волатильность операционных показателей (в частности, операционного денежного потока) вследствие низкой диверсификации выручки.
- Снижение портфеля заказов: на 12% и на 41% по сравнению с 6М 2011 г. и 9М 2010 г., соответственно.
- Планируемое вступление РФ в ВТО несет риски снижения цен на продукцию/сервис в связи с усилением конкуренции со стороны иностранных производителей.

**Ориентиры по новым
бумагам ГМС-2 не
исключают альтернатив**

Мы оцениваем кредитное качество эмитента как достаточно хорошее. Спред к кривой ОФЗ в размере 350-400 б.п., предложенный по выпуску ГМС-2 (ориентир по доходности 10,78-11,30% год. к погашению через 3 года), на наш взгляд, является адекватной компенсацией за риск и не несет премии к рынку. Выпуск также соответствует критериям для включения в Ломбардный список ЦБ РФ. Отметим, что сейчас недостатка бумаг с рейтингом категории "BB", имеющих двузначную доходность, нет. Так, ОТП Банк БО-1 (-/Ba2/BB) предлагает YTM 11,2% @ июль 2014 г. (кривая ОФЗ + 400 б.п.). Ориентир по размещаемому выпуску Кредит Европа Банк БО-2 (-/Ba3/BB-) номиналом 5 млрд руб. находится в диапазоне YTP 10,51-11,3% к 2-летней оферте. Обращающиеся облигации ЛК Уралсиба (Fitch: BB-) котируются с доходностью около YTW 11% при дюрации более года. Однако для инвесторов, предпочитающих корпоративный сегмент, на наш взгляд, бумаги ГМС являются достаточно привлекательными с точки зрения риск/доходность.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

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
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.