

Пульс рынка

- ▶ **Поводов для дальнейшего роста рынков пока нет.** По итогам встречи министров финансов еврозоны появились некоторые подробности плана докапитализации банковской системы Испании. После окончательного согласования программы (ожидается 20 июля) будет проведен стресс-тест 14 крупнейших финансовых институтов Испании, за которым последует выделение проблемных активов в так называемый "плохой банк". Первый транш помощи (30 млрд евро) правительство Испании получит уже до конца месяца, при этом этот госдолг будет списан после создания единого регулятора банковской системы еврозоны (ожидается до конца этого года). Тем не менее, пока остается много вопросов: в частности, приведет ли появление в капитале средств ЕСМ к субординации частного долга. В целом итоги встречи были нейтрально восприняты рынками. Так, доходности 10-летних бондов Испании остались вблизи своих локальных максимумов YTM 6,9-7,0%. Умеренно негативное влияние на настроения инвесторов оказали данные по торговому балансу Китая, свидетельствующие о продолжении замедления импорта (правда, темпами, опережающими спад в экспорте), что отражает сокращение темпов роста внутреннего спроса. Индексы акций по итогам вчерашнего дня снизились на 0,5%, и сегодня на открытии торгов снижение продолжилось. В этих условиях интерес представляет стенограмма с последнего заседания FOMC (будет опубликована завтра), в которой могут содержаться подробности в отношении QE3.
- ▶ **Годовое РЕПО оказалось не востребованным, несмотря на дефицит длинной ликвидности.** На вчерашнем аукционе ЦБ из предложенных 500 млрд руб. банки привлекли менее 1 млрд руб. В то же время лимит по о/п РЕПО был выбран в полном объеме - 230 млрд руб. По нашему мнению, низкий спрос на длинную ликвидность от ЦБ обусловлен нежеланием банков блокировать бумаги на год для получения относительно дорогой ликвидности: в частности, выпуски ОФЗ со сроком до погашения менее 5 лет имеют более низкие доходности. Учитывая сохранение существенного объема задолженности банков перед ЦБ (например, объем РЕПО в сумме с кредитами под залог нерыночных активов превышает 1,7 трлн руб.), а также тот факт, что заметная часть средств (~650 млрд руб.) привлечена под залог нерыночных активов (7,0%-8,0% годовых) или под фиксированную ставку (6,25% годовых), очередной период налоговых платежей может вернуть ставки междилерского о/п РЕПО на локальные максимумы - 6,3-6,5% годовых. Заметно снизить напряженность на денежном рынке могли бы средства Федерального казначейства (подробнее см. наш обзор от 3 июля 2012 г.), однако до настоящего времени объем предложения средств со его стороны остается низким: сегодня будет проведен аукцион на СПВБ по размещению 50 млрд руб. на срок 28 дней с минимальной ставкой 6,5% годовых. В этой связи можно ожидать заметный спрос на депозиты ВЭБа (следующий аукцион по размещению пенсионных средств в объеме 30 млрд руб. на депозиты банков под минимальную ставку 8,0% годовых на 312 дней состоится послезавтра).
- ▶ **Размещения проходят без ажиотажа.** В ходе сбора книги заявок на покупку 2-летних облигаций ГПБ-6 номиналом 20 млрд руб. ставка купона была установлена на уровне 8,85% годовых (YTP 9,05%), что находится внутри первоначального ориентира 8,75-9,0% годовых. Сложившаяся доходность соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 180-190 б.п., который выглядит, по нашему мнению, справедливым, учитывая, что по набору кредитных рейтингов эмитент занимает пограничное положение между первым и вторым эшелонами. Спросу на рублевые облигации не способствуют как напряженность на денежном рынке, так и волатильный внешний фон. Вчера, как ожидалось, на рынке ОФЗ наблюдалась негативная ценовая динамика (бумаги потеряли в среднем 15-20 б.п.), которая, скорее всего, продолжится и сегодня.

Темы выпуска

- ▶ **Globaltrans: в преддверии SPO**
 - ▶ **Мосэнерго: ожидаемо слабые результаты, но качество остается на высоте**
-

Globaltrans: в преддверии SPO

Сильные результаты в преддверии SPO

Globaltrans (Moody's: Ba3), одна из крупнейших частных групп на российском рынке грузовых ж/д перевозок, в преддверии SPO впервые опубликовала квартальную финансовую отчетность по МСФО (отчеты предоставляются на полугодовой основе), которую мы оцениваем позитивно.

Существенное улучшение рентабельности в 1 кв. 2012 г. (+8 п.п. г./г.) было обеспечено ростом тарифов группы (+20% г./г. и +10% кв./кв., для сравнения, рост тарифов РЖД составил 7% кв./кв.) и заметным сокращением арендованного парка полувагонов (расходы на операционную аренду упали на 53% г./г.).

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/ЕБИТДА возросла за квартал с 0,5х до 0,9х в связи с расширением собственного вагонного парка на 25%. В настоящий момент этот показатель, с учетом новых покупок вагонов во 2 кв. и приобретением компании Металлоинвесттранс (МИТ), по нашим оценкам, превысил 2,2х. Мы ожидаем, что к концу года долговая нагрузка будет ниже 2,0х за счет роста операционной прибыли. Средства от SPO планируется использовать для новых сделок M&A.

Ключевые финансовые показатели Globaltrans

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	452,5	440,9	+3%
Скорректированная выручка*	304,8	289,6	+5%
Валовая прибыль	152,4	123,3	+24%
Валовая рентабельность	50,0%	42,6%	+7,4 п.п.
ЕБИТДА	153,3	122,5	+25%
Рентабельность по ЕБИТДА	50,3%	42,3%	+8 п.п.
Чистая прибыль	94,6	75,7	+25%
Операционный поток	101,5	106,3	-4%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-219,3	-22,4	+9,8х
Капвложения	-220,9	-23,2	+9,5х
Финансовый поток	331,4	-52,0	-

В млн долл., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	809,2	379,1	+2,1х
Краткосрочный долг	214,5	170,7	+26%
Долгосрочный долг	594,7	208,4	+2,8х
Чистый долг	463,0	258,3	+1,8х
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	0,86х	0,51х	-

* Выручка за вычетом сквозной (локомотивной и инфраструктурной) части тарифа РЖД

** ЕБИТДА за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки в 1 кв. обеспечен увеличением тарифов

Увеличение скорректированной выручки (без "сквозной" части тарифа РЖД) на 5% относительно 1 кв. 2011 г. было обеспечено исключительно ростом средней цены груженой отправки (+20% г./г.). Грузооборот же, напротив, сократился на 9% г./г. с 28,2 до 25,5 млрд т-км, в частности, по металлургическим грузам - на 12% (43% в общем грузообороте) и углю - на 23% (с долей 15%) в результате уменьшения парка (выбытие арендованных полувагонов в ожидании поставки приобретенных вагонов) на 14% до 39 тыс. вагонов. Среднее количество груженых отправок на вагон осталось таким же, что и годом ранее.

<p>Заметное улучшение рентабельности за счет снижения арендуемого парка и заметного роста тарифов</p>	<p>По прогнозам менеджмента, после индексации в январе тарифы в этом году стабилизировались на достигнутом уровне. При этом дальнейшего роста выручки, по нашим оценкам, можно ожидать от увеличения количества оперируемых вагонов (помимо покупки 10 тыс. единиц в 1 кв. 2012 г. и окончания их поставки поставки только во 2 кв., в июле было приобретено дополнительно 958 вагонов, а в рамках покупки МИТ в мае - еще 8 256 вагонов). Более того, эта сделка предполагает 3-летний контракт на перевозку грузов Металлоинвеста (в течение первого года - 100% грузов по фиксированной ставке, в последующие 2 года - не менее 60% по рыночным ставкам).</p> <p>По итогам 1 кв. 2012 г. компания продемонстрировала существенное улучшение рентабельности г./г., что связано, помимо роста тарифов, с существенным снижением числа арендуемых компанией полувагонов (-8 014 единиц (-80%) по сравнению с 1 кв. 2011 г.) в ожидании поступления приобретенных вагонов. Затраты на операционный лизинг снизились на 53% г./г., что обусловило сокращение операционных расходов на 9% г./г. Ранее компанией озвучивались планы по поддержанию доли арендованного парка на уровне 5-15% для повышения гибкости к изменениям рыночного спроса. По итогам 1 кв. доля арендованных вагонов составила 11,6%.</p>
<p>Операционного денежного потока не было достаточно для финансирования высоких капзатрат</p>	<p>За 1 кв. 2012 г. операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале вырос на 24% г./г. до 153 млн долл., в то время как увеличение инвестиций в оборотный капитал (в частности, заметный рост дебиторской задолженности по НДС (с 54 до 85 млн долл.) в результате приобретения новых вагонов) привело к снижению чистого операционного денежного потока на 4% до 101 млн долл.</p> <p>Для финансирования инвестпрограммы по расширению парка (221 млн долл.) был привлечен новый долг (размещены рублевые облигации НПК БО-1 и БО-2 общим номиналом 10 млрд руб., или ~339 млн долл., а также получены банковские кредиты). Часть заемных средств на 31 марта 2012 г. оставалась на счетах компании, но могла быть использована уже во 2 кв.</p>
<p>Долговая нагрузка на настоящий момент превышает 2,2х, ее снижение в результате SPO не ожидается</p>	<p>В результате совокупный долг только за 1 кв. 2012 г. вырос более чем вдвое - до 809 млн долл. Учитывая, что после отчетной даты компанией привлечен новый долг в размере 503 млн долл. на покупку вагонов и 540 млн долл. на приобретение МИТ, чистый долг, по данным компании, составил 1,5 млрд долл., что в отношении к EBITDA (LTM EBITDA за 1 кв. 2012 г. плюс EBITDA МИТ за 2011 г.) немногим превышает значение 2,2х.</p> <p>Поскольку средства, которые предполагает получить компания от SPO (400 млн долл.), планируется направить на стратегически важные (в сегодняшних условиях рыночной консолидации) сделки M&A, снижения долговой нагрузки в результате SPO вряд ли стоит ожидать. В то же время основным источником снижения долговой нагрузки, на наш взгляд, может стать увеличение операционного денежного потока за счет существенного расширения собственного парка. По нашим оценкам, к концу 2012 г. долговая нагрузка (без учета каких-либо масштабных сделок M&A) будет ниже 2,0х. Напомним, что целевой показатель группы - 2,0-2,5х.</p> <p>Облигаций НПК сейчас торгуются на уровне кривой бумаг Евраз (спред к ОФЗ - 300 б.п.) и, на наш взгляд, в случае удачного проведения SPO имеют потенциал ценового роста.</p>

Мосэнерго: ожидаемо слабые результаты, но качество остается на высоте

Ожидаемо слабый квартал

Вчера компания Мосэнерго (S&P: BB) опубликовала отчетность по МСФО за 1 кв. 2012 г. Результаты деятельности выглядят не слишком оптимистично. На фоне снижения выручки и значительного роста затрат операционная рентабельность Мосэнерго оказалась ощутимо ниже уровня аналогичного периода предыдущего года. В то же время мы не склонны к излишне негативным оценкам отчетности и продолжаем позитивно оценивать кредитное качество компании.

Слабая динамика выручки была во многом ожидаема в силу динамики цен на свободном рынке электроэнергии, а также принятия ряда тарифных решений по сдерживанию конечных цен на электроэнергию, ограничивших плату за «старые» мощности компании. В частности, были пересмотрены тарифы для так называемых «вынужденных генераторов» (станций, работа которых невыгодна для системы с точки зрения издержек, но необходима для поддержания надежности или обеспечения населения, в частности, теплом).

Рост затрат вызван по большей части ускорением реализации ремонтной программы компании, расходы по которой, как правило, приходятся на 2-3 квартал. Переменные расходы Мосэнерго увеличились на 0,4%, расходы на персонал – на 2,2%. Таким образом, несмотря на сдержанный рост расходов (кроме разовой статьи ремонтов основных средств), при снижении выручки рентабельность Мосэнерго оказалась под давлением.

В целом компания сохраняет значительный запас ликвидности, что позволяет ей погашать текущие заимствования даже при отрицательном свободном денежном потоке. В то же время ликвидность в единственном обращающемся выпуске облигаций компании практически отсутствует, и мы не видим торговых идей в бумагах компании на текущий момент.

Ключевые финансовые показатели Мосэнерго

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	58 026	60 255	-4%
ЕБИТДА	9 309	12 417	-25%
Рентабельность по ЕБИТДА	16,0%	20,6%	-4.6 п.п.
Чистая прибыль	5 302	7 806	-32%
Операционный поток	3 366	-6 345	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-4 968	-10 397	-52%
Капвложения	-5 353	-10 498	-49%
Финансовый поток	-4 312	76	-
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 904	15 577	-30%
Краткосрочный долг	1 008	5 354	-81%
Долгосрочный долг	9 896	10 223	-3%
Чистый долг	-8 754	-9 995	-12%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	отр.	отр.	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

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 мая: позитив, надолго ли?

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

Промышленное производство: обманчивый рост

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

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

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.