

Пульс рынка

- ▶ **Рынки вновь в режиме "risk-off".** Вчера вышла довольно позитивная макростатистика по США: значение индекса уверенности потребителей в сентябре оказалось заметно выше ожиданий и уровня прошлого месяца, также сохранился рост цен на рынке недвижимости (+0,2% м./м.), хотя и не такой высокий, как ожидалось. Тем не менее, хорошие данные не смогли вернуть оптимизм на финансовые рынки, которые все еще обеспокоены замедлением глобальной экономики. О том, что QE3, скорее всего, не сможет поддержать экономический рост, высказался глава ФРС Филадельфии. Ухудшение прогноза операционных показателей на фоне падения спроса на продукцию тяжелого машиностроения лидирующей компанией отрасли Caterpillar усилило бегство в качество: индексы акций просели на 1%, доходности 10-летних UST снизились на 4 б.п. до YTM 1,66%.
- ▶ **Аукцион ОФЗ: без премии интерес будет низким.** Сегодня Минфин предложит ОФЗ 25080 (с погашением в апреле 2017 г.) номиналом 20 млрд руб. с ориентиром YTM 7,5-7,55%, что не предполагает почти никакой премии к рынку (последние сделки проходили на уровне YTM 7,54%). Принимая во внимание как отсутствие позитива на внешних рынках, так и усиление дефицита рублевой ликвидности в связи с налоговыми платежами (ставки о/п междилерского РЕПО вчера превышали 6,2% годовых в условиях высокого спроса на средства Казначейства РФ), мы не видим спекулятивного интереса для участия в размещении ОФЗ 25080.
- ▶ **ЦБ РФ увидел повышенный риск в потребкредитах.** ЦБ РФ рассматривает возможность повышения требований к резервам для покрытия непросроченных необеспеченных розничных кредитов (сейчас 1%), а также NPL 1-30 (сейчас 3%) и NPL 365+. Для NPL 365+ предлагается осуществлять 100% резервирование. В качестве обоснования первый зампред ЦБ А. Симановский привел не только быстрый темп розничного сегмента (+43% г./г. на 1 сентября 2012 г.), но и высокую процентную маржу, которая, по его мнению, является следствием повышенных рисков. По нашему мнению, высокая процентная маржа в потребительском кредитовании обусловлена все еще низкой степенью проникновения розничного кредитования в России. Кроме того, стоит отметить, что немногим банкам удастся эффективно выстроить розничную модель (в частности, сдержать рост операционных издержек, правильно настроить скоринговую модель). По данным ЦБ РФ, средний уровень просрочки по розничным кредитам составляет всего 4,5% в то время как в корпоративном сегменте - 4,9%, при этом чистая процентная маржа, по нашим оценкам, в рознице редко у кого находится ниже 15%, а в корпоративном сегменте у крупных госбанков маржа составляет 5-6%. Повышение требований к норме резервирования, по нашему мнению, вызовет потребность в докапитализации у некоторых розничных банков.
- ▶ **Прибавления на "первичке": банки 2-го эшелона.** Кредит Европа Банк (-/Ba3/BB-) вышел в маркетинг с годовым выпуском номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 9,99-10,51%, что соответствует премии к обращающимся бумагам эмитента в 25 б.п. по верхней границе (БО-2 котируются на уровне YTP 10,2% @ февраль 2014 г.). Неплохой альтернативой в сегменте банков ТОП-50 являются БО-2 ОТП (-/Ba2/BB), которые торгуются на уровне YTP 10,7% @ март 2014 г. Ориентир по годовым БО-8 Банка Санкт-Петербург (Moody's: Ba3) на 5 млрд руб. на уровне YTP 9,36-9,88% заметно проигрывает предложению Кредит Европа Банка: дисконт в 60 б.п. выглядит существенным, учитывая одинаковые кредитные рейтинги эмитентов и низкую прибыльность Банка Санкт-Петербург в связи с высокими отчислениями в резервы.
- ▶ **Мечел избавляется от непрофильных активов.** Вчера Мечел (Moody's: B2) сообщил о решении Совета директоров реализовать ряд непрофильных активов (в т.ч. Мечел Сервис Глобал, ферросплавные и энергетические активы) в рамках стратегии по снижению долговой нагрузки (на конец 1 кв. 2012 г. Чистый Долг/LTM EBITDA - 4,23x). Мы позитивно оцениваем данное решение с точки зрения его влияния на кредитный профиль эмитента в долгосрочной перспективе. В текущих условиях компании вряд ли удастся продать эти активы (убыточные на уровне EBITDA) по высокой цене. Их деконсолидация может привести к возникновению разового убытка.

Темы выпуска

- ▶ **Гидромашсервис: ВСТО поддерживает бизнес во второй половине года**

Гидромашсервис: ВСТО поддерживает бизнес во второй половине года

Ожидаемо слабые результаты во 2 кв.

Гидромашсервис (S&P: B+), лидирующий производитель насосного оборудования в РФ, опубликовал ожидаемо слабые финансовые показатели за 2 кв. и 1П 2012 г. по МСФО в связи с окончанием поставок по проекту ВСТО, а также осуществлением предоплаты за 77,8% доли в Казанькомпрессормаш (ККМ). Напомним, что по этой причине агентство S&P понизило кредитный рейтинг ГМС на одну ступень с негативным прогнозом.

Подписание второго контракта по ВСТО и другие заказы позволят улучшить показатели во 2П 2012 г.

По итогам 2 кв. 2012 г., Чистый долг вырос почти вдвое, а его отношение к LTM EBITDA повысилось с 1,04х до 2,19х. По данным компании, после завершения приобретения ККМ и немецкой Apollo Goessnitz соотношение Чистый долг/EBITDA (по проформе) оценивается на уровне 1,9х. Для снижения рисков рефинансирования компания после отчетной даты привлекла кредитные средства, которые полностью покрывают сумму краткосрочного долга. Менеджмент подтвердил прогнозы по основным финансовым показателям на 2012 г., поскольку подписание второго контракта по ВСТО и наполнение книги заказов позволят ГМС улучшить показатели во второй половине года.

Ключевые финансовые показатели ГМС

В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	7 632	7 307	+4%	14 939	13 857	+8%
Валовая прибыль	2 208	2 043	+8%	4 250	4 270	0%
Валовая рентабельность	28,9%	28,0%	+0,9 п.п.	28,4%	30,8%	-2,4 п.п.
EBITDA	1 103	1 367	-19%	2 470	3 133	-21%
Рентабельность по EBITDA	14,5%	18,7%	-4,2 п.п.	16,5%	22,6%	-6,1 п.п.
Чистая прибыль	484	485	0%	969	2 082	-2,1х
Операционный поток	2 512	-175	-	2 337	-1 423	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-6 142	-427	+35,1х	-6 569	-1 726	+3,8х
Капвложения	-411	-435	-5%	-833	-438	+1,9х
Финансовый поток	289	3 618	-12,5х	3 907	3 303	+18%

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 мар. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	11 921	10 034	+19%
Краткосрочный долг	2 848	1 588	+79%
Долгосрочный долг	9 073	8 446	+7%
Чистый долг	10 608	5 479	+94%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,19х	1,04х	-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за счет всех сегментов, кроме EPC

Рост выручки кв./кв. был обеспечен положительной динамикой в сегментах нефтегазового оборудования (+24%) и промышленных насосов (+10%). В сегменте EPC (решений "под ключ"), в котором благодаря крупным строительным контрактам в 1 кв. 2012 г. наблюдался сильный рост, напротив, произошел спад (-19%).

Падение рентабельности из-за меньшей доли высокомаржинальных проектов и выплаты специальных бонусов

Рентабельность по EBITDA заметно сократилась кв./кв. с 18,7% до 14,5%, что стало следствием снижения доли высокомаржинальных контрактов (в частности, EPC и интегрированных решений в сегменте промышленных насосов), выплаты специальных бонусов по завершению проекту ВСТО, а также более высоких транспортных расходов в связи с удаленностью одного из проектов в Сибири. Наиболее заметное падение рентабельности произошло, таким образом, в сегменте промышленных насосов - до 4,6% с 22,8% кварталом ранее (без бонусов она бы составила 11%). По данным компании, эти выплаты носили разовый характер и, соответственно, какого-либо значительного повышения коммерческих и общехозяйственных расходов во 2П 2012 г. и в 2013 г. не ожидается.

Менеджмент не снизил прогноз на 2012 г. за счет второго контракта по ВСТО и других заказов

Портфель сформированных заказов на 30 июня 2012 г., включая второй контракт по ВСТО, составлял 21,9 млрд руб. Дополнительно после этой даты были заключены контракты на 5,1 млрд руб. Компания подтвердила ранее озвученные прогнозы по марже EBITDA на 2012 г. по всем сегментам (в частности, ожидается восстановление маржи в сегменте промышленных насосов).

В целом по компании, с учетом новых приобретений (ККМ, Apollo Goessnitz), выручка в 2012 г. прогнозируется на уровне 33,5-35,5 млрд руб., EBITDA - 5,7 - 6,3 млрд руб. при сохраняющемся ориентире по рентабельности EBITDA в 17-18%.

Положительный операционный поток за счет сокращения оборотного капитала

Во 2 кв. 2012 г. чистый операционный денежный поток ГМС стал положительным (2,5 млрд руб.) за счет высвобождения 2,1 млрд руб. из оборотного капитала, что позволило профинансировать капвложения в объеме 411 млн руб. С начала года капзатраты составили 833 млн руб. (50-55% от плана на 2012 г.).

После отчетной даты ГМС рефинансировал краткосрочный долг

За 2 кв. совокупный долг ГМС увеличился на 19% до 11,9 млрд руб., краткосрочный долг вырос с 1,6 до 2,8 млрд руб. После отчетной даты компания рефинансировала большую часть краткосрочного долга за счет 3-летнего кредита ВТБ на 3 млрд руб. Помимо этого, ГМС имеет невыбранные кредитные линии в объеме 2,9 млрд руб.

После приобретений компания оценивает Чистый долг/EBITDA на уровне 1,9x

Чистый долг во 2 кв. вырос существенно - почти вдвое до 10,6 млрд руб., в том числе за счет использования накопленной ликвидности для осуществления предоплаты за ККМ (5,5 млрд руб.). Цена покупки Apollo Goessnitz составляет 25 млн евро (~1 млрд руб.). По данным самой компании, соотношение Чистый долг/EBITDA (по проформе) после этих приобретений оценивается на уровне 1,87x, а после консолидации - 1,98x. Дополнительным фактором оттока ликвидности стала выплата дивидендов акционерам за 2011 г. на сумму 1,5 млрд руб. Внутренняя ковенанта ограничивает соотношение Чистый долг/EBITDA значением 2,5x. В ходе телеконференции менеджментом было подтверждено, что финансирование за счет выпуска акций также рассматривается компанией в качестве альтернативы.

Бумаги ГМС справедливо оценены рынком

Текущий спред облигаций ГМС к кривой ОФЗ в размере 350 б.п., на наш взгляд, является адекватной компенсацией за кредитный риск (уровня В+) и не несет премии к рынку. Рефинансирование большей части краткосрочного долга может оказать позитивное влияние на котировки обращающегося выпуска облигаций ГМС-2 (YTM 10,7% @ февраль 2015 г.) в случае сохранения благоприятной конъюнктуры рынка.

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 августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

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

Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п.

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

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.