

## Пульс рынка

- **Кипрские проблемы довлеют над рынками.** Как мы и ожидали, ЦБ Кипра пришлось ввести очень жесткие ограничения на капитальные операции (лимиты на транзакции по кредитным картам, размер снимаемой наличности, переводы за границу), чтобы сдержать бегство капитала после открытия банков (сегодня они откроются на 6 часов). С депозита можно снять не более 300 евро в день, объем средств, снимаемых с кредитной карты за пределами Кипра, ограничен 5 тыс. евро в месяц. При выезде с Кипра с собой можно взять не более 3 тыс. евро. На еженедельной основе капитальные ограничения будут пересматриваться. Под давлением рынков лидерам еврозоны пришлось опубликовать документ, отвергающий возможность использовать кипрский сценарий как "образец" для решения долгового кризиса еврозоны (правда, взамен ничего другого жизнеспособного пока не предложено). Это не сильно успокоило рынки: спрос на аукционе по размещению 5-летних бондов Италии оказался низким. Евро подешевел до 1,28 долл. Доходности 10-летних UST снизились на 5 б.п. до УТМ 1,85%. Поводов для заметного улучшения настроений сегодня нет.
- **На длинные ОФЗ нашелся спрос.** Вчера Минфину удалось разместить 14-летние ОФЗ 26207 в полном объеме 9,9 млрд руб. (спрос внутри границ ориентира составил 13,4 млрд руб.), доходность по цене отсечения составила УТМ 7,42% (цена 107,43% от номинала), ниже ориентира. Заметно хуже обстояли дела с 9-летними ОФЗ 26209: было размещено всего 2,6 млрд руб. из предложенных 6,5 млрд руб., а доходность сложилась по верхней границе ориентира (УТМ 7,05%). Такой контраст обусловлен, по нашему мнению, техническим фактором: покупки ОФЗ 26207 были связаны с закрытием коротких позиций. В то же время ожидания ценового роста ОФЗ находятся на низком уровне (о чем свидетельствует размещение ОФЗ 26209). После аукционов на вторичном рынке котировки доразмещенных выпусков ОФЗ ушли ниже цен отсечения. Принимая во внимание относительно высокие ставки денежного рынка, мы считаем, что ОФЗ выглядят дорого и рекомендуем переключаться в негосударственные выпуски 1-го эшелона (см. подробнее наш комментарий "Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?").
- **Пенсионные средства уходят с рынка ОФЗ.** Вчера были погашены не только ОФЗ 25065 на 46 млрд руб., но и ГСО на 40 млрд руб., при этом большая часть полученных денег, судя по динамике рынка, не была реинвестирована в ОФЗ. Помимо дефицита ликвидности в системе процесс перераспределения пенсионных средств из ГУК в НПФ является еще одним фактором, не способствующим росту котировок ОФЗ. До конца марта из ПФР в НПФ поступит ~90 млрд руб. в рамках перевода накоплений (большая часть которых раньше находилась в ГУК), которые, скорее всего, будут размещены в более доходные корпоративные бумаги. Кроме того, даже ПФР предпочитает банковские депозиты рынку ОФЗ: сегодня запланирован аукцион по размещению 30 млрд руб. на 160-дн. депозиты с минимальной ставкой 7,2% год.
- **Предложение от МТС (BB-/Ba2/BB+) не исключает более интересных альтернатив.** МТС маркирует 5-летние БО-1 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром УТР 8,37% - 8,68%, который соответствует премии к кривой ОФЗ в 200-230 б.п. Из "телекомов" на первичный рынок недавно выходил Мегафон (BBB-/Baa3/-), разместив 5-летние бумаги на 20 млрд руб. с УТР 8,16%, которые сейчас котируются с УТР 8,29% (=ОФЗ + 190 б.п.). Таким образом, ориентир по новым бумагам МТС предполагает премию к Мегафону в 8-40 б.п. Для банков, имеющих или дефицит капитала, или высокую прибыльность активов, предложенная премия может оказаться недостаточной компенсацией за существенное различие в коэффициентах риска. Согласно Положению № 387-П, RWA для 5-летних бумаг Мегафона составляет 60,6%, а для МТС - 190,6%, что предполагает прибыльности carry-trade в 289 и 94-125 б.п., соответственно. В итоге мы считаем предложение от МТС интересным лишь по верхней границе ориентира.
- **EVRAZ plc (B+/Ba3/BB-) избавляется от убыточного актива в Южной Африке.** Было объявлено о подписании необязывающего соглашения с консорциумом местных инвесторов Nemascore о продаже 85% доли южноафриканского подразделения EVRAZ Highveld. За него Евраз получит денежные средства в размере 320 млн долл., что в целом представляется незначительной величиной (5,3%) в сравнении с чистым долгом Евраза (6 млрд долл. на 1П 2012 г.), как следствие, мы нейтрально оцениваем влияние этого события на его профиль. Отметим, что в 2012 г. EVRAZ Highveld получил чистый убыток (32 млн долл.).

## Темы выпуска

- **Теле2 Россия: ВТБ принял входящий звонок из Швеции**
- **Brunswick Rail: спрос сместил акцент на специализированные вагоны**

## Теле2 Россия: ВТБ принял входящий звонок из Швеции

### ВТБ покупает Теле2 Россия для продажи

Вчера вечером шведская компания Tele2 объявила о продаже своего российского подразделения ВТБ за 3,55 млрд долл., включая денежную составляющую (2,4 млрд долл.) и чистый долг компании (1,15 млрд долл.). ВТБ сообщил о готовности привлекать стратегических и финансовых инвесторов к развитию актива. По информации Ведомостей, ВТБ планирует продать актив консорциуму операторов Большой Тройки. При этом вскоре после сделки Альфа-Групп выпустила пресс-релиз, в котором высказала намерение оспорить сделку и предложила за российское подразделение 3,6-4 млрд долл., а также заявила о готовности купить группу Tele2 целиком. На наш взгляд, такая реакция Альфа-Групп ставит под сомнение наличие договоренностей между участниками Большой Тройки.

Мы полагаем, что наиболее логичным вариантом для ВТБ было бы получение лицензий LTE или лоббирование внедрения принципа технологической нейтральности, которая позволила бы Tele2 предоставлять услуги LTE на существующих частотах, и, соответственно, последующая продажа актива с премией. Еще одним возможным вариантом, на наш взгляд, является покупка в интересах Ростелекома, который сейчас находится в процессе реорганизации, и, возможно, не смог бы сам купить Теле2 Россия на данном этапе.

### Не ожидаем изменений в ближайшем будущем, но дальнейшие перспективы неочевидны

В ходе телеконференции, посвященной сделке, руководство Tele2 заявило, что продажа российского актива ВТБ не приведет к обязательству досрочного погашения рублевых облигаций российской Теле2 (Fitch: BB+). В условиях выпусков не содержится ковенанты о смене контролирующего акционера. На наш взгляд, бизнес компании кардинально не изменится, по крайней мере, пока контролирующим акционером будет ВТБ. Кроме того, мы даже видим определенный потенциал развития в случае, если ВТБ поспособствует получению доступа на рынок LTE. При этом вполне очевидно, что ВТБ является финансовым инвестором и рано или поздно выйдет из актива. В связи с этим в долгосрочной перспективе будущее Теле2 Россия выглядит неочевидным.

### Облигации неликвидны

В настоящий момент мы не ожидаем негативной реакции со стороны рейтингового агентства. Облигации Теле2 котируются по верхней границе диапазона доходностей телекоммуникационных компаний. Однако их ценовой рост в случае перехода под контроль одного из ведущих операторов, ограничен их низкой ликвидностью.

## Brunswick Rail: спрос сместил акцент на специализированные вагоны

### Результаты оцениваем позитивно

Brunswick Rail (BB-/Ba3/-), один из ведущих в РФ игроков на рынке операционного лизинга грузовых вагонов, опубликовал финансовые результаты за 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем в целом позитивно.

### Акцент на рост парка специализированных вагонов

В 2012 г. компания продолжила наращивать парк (+11% г./г. до 24 189 ед.), в основном, специализированных вагонов - газозовов, цистерн и крытых товарных вагонов (в общем парке занимают около 20%, большая же часть (63%) - полувагоны, еще 14% - хопперы и 3% - платформы). Отметим, что в 2012 г. приобретение специализированных вагонов было продиктовано повышенным спросом на перевозки жидких энергоносителей, в то время как на фоне негативной рыночной конъюнктуры в металлургическом секторе сократились доли угля/кокса с 34,5% до 25,7% и черных металлов с 11,5% до 5,6% в грузоперевозках арендованными у компании вагонами.

Весь подвижной состав был полностью задействован в 2012 г. (коэффициент загрузки -100%). Средний срок лизингового контракта Brunswick Rail в 2012 г. составил 2,9 лет, 88% контрактов компании возобновляются с теми же клиентами. Отметим, что клиентская база включает такие крупные промышленные предприятия, как СУЭК, Заречная, Совфрахт, Уралхим, ЗапСибТранссервис. В течение года были заключены контракты с 4 новыми клиентами (в том числе с Трансойлом).

## Ключевые финансовые показатели Brunswick Rail

в млн долл., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	306,2	183,9	+66%
ЕБИТДА	240,9	139,6	+73%
Рентабельность по ЕБИТДА	78,7%	75,9%	+2,8 п.п.
Чистая прибыль	20,1	-18,8	-
Операционный поток	241,7	166,1	+45%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-175,5	-518,0	-2,9x
Капвложения	-160,4	-457,3	-2,8x
Финансовый поток	-44,6	298,9	-

  

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	808,2	759,1	+6%
Краткосрочный долг	8,9	239,5	-26,9x
Долгосрочный долг	799,3	519,6	+54%
Долг/ЕБИТДА	3,35x	5,44x	-
Чистый долг	736,2	692,3	+6%
Чистый долг/ЕБИТДА	3,06x	4,96x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка росла за счет увеличения парка, его полного использования и ставок**

Выручка в 2012 г. выросла на 66% до 306 млн долл., что было обусловлено (1) сдачей в операционный лизинг всех приобретенных в 2011 г. вагонов, (2) пересмотром в сторону повышения лизинговых ставок при возобновлении контрактов в начале 2012 г. благодаря улучшению на тот момент рыночной конъюнктуры и (3) дальнейшим ростом парка в 2012 г.

**Негативные тенденции в сегменте полувагонов еще не отразились в результатах 2012 г.**

Необходимо отметить, что, начиная с ноября 2012 г., на рынке полувагонов наблюдалась негативная динамика: при снижении спроса произошло сокращение грузооборота, а при достаточно значительном вагонном парке в отрасли это привело к понижению ставок (с 50 долл./сутки в 1 кв. 2012 г. до 18 долл./сутки в 1 кв. 2013 г.). Сейчас компания отмечает стабилизацию грузооборота и надеется, что с повышением сезонного спроса со стороны строительного сектора во 2-3 кв. ставки начнут восстанавливаться. Менеджмент подтвердил, что по ряду контрактов ставки были пересмотрены, и эффект от их понижения, по нашим оценкам, найдет отражение в показателях 2013 г. На настоящий момент задействовано более 90% вагонов Brunswick Rail.

**На рынке спецвагонов, напротив, положительная динамика**

Что касается рынка специализированных вагонов, то на нем, напротив, наблюдается положительная динамика спроса и ставок: так, лизинговые ставки на газовозы выросли с 47 долл./сутки в 1 кв. 2012 г. до 59 долл./сутки в 1 кв. 2013 г.

**Рентабельность выросла за счет повышения ставок и меньшего роста затрат**

На повышение показателя ЕБИТДА в 2012 г. (на 73% г./г. до 241 млн долл.), помимо роста парка и повышения лизинговых ставок, оказал влияние тот факт, что операционные денежные расходы (затраты на транспортные услуги, персонал, имущественный налог) росли более медленными темпами, чем выручка, за исключением затрат на ремонт (с долей 15% в этих расходах), которые повысились более чем втрое в связи с повышением возраста парка, доли контрактов с полным обслуживанием, цен на ремонт. В результате рентабельность по ЕБИТДА за 2012 г. выросла на 2,8 п.п. до 78,7%.

**Капзатраты профинансированы из операционного потока**

Денежный операционный поток в 2012 г. превысил уровень 2011 г. на 45%, составив 242 млн долл., и его было достаточно для финансирования капвложений (160,4 млн долл.). Капзатраты компании в основном представляют собой расходы на покупку подвижного состава, в то время как сарех на поддержание мощностей незначителен ввиду сравнительно "молодого" парка - 5 лет (при среднем в отрасли - 16 лет).

**В результате размещения евробонда заметно улучшилась структура долга**

Совокупный долг Brunswick Rail в 2012 г. повысился на 6% до 808 млн долл., при этом краткосрочная часть снизилась с 239,5 млн долл. до незначительных 9 млн долл. В ноябре 2012 г. компания разместила свой дебютный евробонд в объеме 600 млн долл. Из привлеченных средств около 495 млн долл. было использовано для рефинансирования синдицированных кредитов (от ЕБРР и IFC). Остальные 105 млн долл. были направлены на покупку новых вагонов. В результате рефинансирования значительно улучшилась структура долга, в том числе и по сроку: погашения в ближайшие 3 года составляет лишь 135 млн долл.

**Чистый долг/ЕБИТДА снизилось до 3,1х**

Благодаря заметному увеличению операционной прибыли долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) за 2012 г. снизилась с 5,0х до 3,1х. Комфортным для себя компания считает Долг/ЕБИТДА на уровне 3,0х - 4,0х (3,35х на конец 2012 г.).

Сейчас бонды RBNRL 17 котируются с дисконтом к RASPAD 17 в размере 80 б.п., в то время как в момент размещения дисконт составлял 50 б.п., что обусловлено опережающим ценовым ростом бумаг Brunswick. Учитывая разницу в кредитных рейтингах, мы оцениваем справедливый дисконт на уровне 50 б.п.

## 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	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### 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	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### 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 экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

### Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

### Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

### Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

### Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

### Промышленность

Промышленность перешла в отступление?

### Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

### Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

### Бюджет

Бюджетная анти-диета

### Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

### Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

## 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
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 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.