

Пульс рынка

- ▶ **Рынки переключились в режим risk-on.** Продолжение переговоров между демократами и республиканцами в конструктивном ключе повысило ожидания скорого разрешения проблемы fiscal cliff с наименьшими потерями для экономики (изъятие деньги из экономики посредством сокращения бюджетного дефицита будут компенсированы вливанием ликвидности от ФРС), что улучшило аппетит к риску (рынки акций находятся в зеленой зоне). Также позитивному настрою способствовали сильные данные по рынку жилой недвижимости США: в декабре условия для застройщиков оказались наилучшими за последние 5 лет. Новый премьер-министр Японии начал активно продвигать политику преодоления дефляционного тренда, что было позитивно воспринято азиатскими рынками. Как мы и ожидали, со спадом угрозы fiscal cliff рынок UST продолжил движение в зону положительных реальных ставок: доходность 10-летних UST поднялась еще на 4 б.п. до YTM 1,81%.
- ▶ **Вчера общая задолженность по РЕПО с ЦБ достигла абсолютного рекорда за все время существования инструмента в 1,99 трлн руб.** (+104 млрд руб.). Это не просто полностью совпадает с нашими октябрьскими оценками, но даже превышает их: мы ожидали, что к 20-м числам декабря РЕПО с ЦБ вырастет до 1,85 трлн руб. То, что на уровень 1,8 трлн руб. РЕПО вышло еще раньше (в конце ноября), а спрос на средства к середине декабря оказался еще выше, мы объясняем возникновением временных аномалий, не связанных с фундаментальными факторами. По этой же причине короткие ставки закрепились значительно выше 6% уже с начала декабря, и наш прогноз по ним на середину декабря в 6,5% уже реализовался. К отягчающим факторам добавляется и то, что госрасходы сильно запаздывают, Минфин пролонгирует лишь часть депозитов (80 млрд руб. под погашение на этой неделе ~190 млрд руб.), а не за горами и наиболее крупные налоги (завтра завершается НДС, ~190 млрд руб., до 25 декабря - НДСПИ и акцизы, ~270 млрд руб.). На этом фоне мы ждем, что до 26-29 декабря, когда начнут поступать масштабные госрасходы, задолженность перед ЦБ может вырасти с текущих 1,99 трлн руб. еще на 200-300 млрд руб., а короткие ставки останутся на уровне 6,5% и выше. Однако сильно рассчитывать на бюджетные поступления в этом году, на наш взгляд, не стоит. Из более 2 трлн руб. госрасходов в декабре, по нашим оценкам, львиная доля уйдет на налоги, а в оставшиеся дни месяца еще не менее 230 млрд руб. оттока из-за прироста наличности в обращении, как мин. 150 млрд руб. - для поддержания высокого уровня корсчетов, часть - для погашения депозитов Казначейства. Итого, по нашим расчетам, банки в декабре смогут погасить не более 1 трлн руб. задолженности перед ЦБ (с текущих 2,7 трлн руб.).
- ▶ **Аукцион Минфина: спрос рождает предложение.** Сегодня Минфин помимо ранее запланированного нового 7-летнего выпуска ОФЗ 26210 на 30 млрд руб. предложит 15-летние ОФЗ 26207 на 16,5 млрд руб. По-видимому, видя ажиотажный спрос в прошлую среду, ведомство решило увеличить объем длинных бумаг. Такая стратегия Минфина согласуется с нашими ожиданиями: в ответ на повышение интереса к ОФЗ со стороны нерезидентов будет увеличен объем доразмещений, что ограничит потенциал для дальнейшего ценового роста госбумаг. Ориентир по новым 7-летним бумагам, которые по дюрации располагаются между ОФЗ 26205 (YTM 6,73% @ апрель 2021 г.) и ОФЗ 26208 (YTM 6,55% @ февраль 2019 г.), был озвучен в диапазоне YTM 6,57-6,62%, что, по нашей оценке, не предполагает никакой премии к рынку. Повышенный спрос на новый выпуск, скорее всего, станет катализатором продолжения ралли в ОФЗ 26205. Кстати говоря, несмотря на отсутствие явного негатива на внешнем фоне, рост рынка ОФЗ сошел на нет (так, доразмещенные в прошлую среду ОФЗ 26209 котируются на 15-20 б.п. ниже средневзвешенной цены аукциона). Более щедрым выглядит ориентир (YTM 6,98-7,03%) по 15-летним бумагам: по верхней границе он несет определенную премию ко вторичному рынку (последние сделки вчера проходили на уровне YTM 7,0%).
- ▶ **Инвесторы верят в сужение кредитных спредов в 1-ом эшелоне.** Транснефти (BBB/Vaa1/-) удалось найти высокий спрос на 2-летние БО номиналом 34 млрд руб., который позволил установить ставку купона на уровне 7,5% (ниже первоначального ориентира 7,7-8,0%), что соответствует YTP 7,64% (= ОФЗ + 135 б.п.). Отметим, что сложившаяся доходность предполагает дисконт к коротким корпоративным облигациям 1-ого эшелона (Газпром нефть-11 котируется с YTP 7,9% @ февраль 2015 г. = ОФЗ + 160 б.п.). По-видимому, инвесторы ожидают заметного сужения спреда корпоративных бумаг 1-ого эшелона к суверенной кривой и готовы за объем покупать бумагу даже с некоторым дисконтом ко вторичному рынку. Мы разделяем эти ожидания: прекращение ралли в ОФЗ будет стимулировать участников (в том числе и нерезидентов) к переходу в более доходный сегмент бумаг 1-ого эшелона.

Темы выпуска

- ▶ **ТрансКонтейнер: органический рост в приоритете**

ТрансКонтейнер: органический рост в приоритете

Результаты за 3 кв. оцениваем нейтрально

ТрансКонтейнер (-/ВаЗ/ВВ+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Напомним, что в результате реклассификации во 2 кв. некоторых статей выручки и расходов после консолидации казахского оператора Кедентранссервис технически компания продемонстрировала рекордный рост рентабельности по EBITDA (до 47,4%). Без учета реклассификаций рентабельность во 2 кв., по нашим расчетам, выросла на 3-4 п.п. до 41-42%. Соответственно, в 3 кв. повышение эффективности продолжилось - до 42,6%.

Доля краткосрочного долга по итогам 3 кв. остается на уровне 38% (почти весь представлен выпуском ТрансКонтейнер, 01 с погашением в феврале 2013 г.) и полностью покрывается ликвидными активами компании. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM EBITDA остается на комфортном уровне 0,5x. При этом, она может немного повыситься, учитывая утвержденную масштабную инвестпрограмму на 2013-2015 гг.

Ключевые финансовые показатели ТрансКонтейнера

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	9 783	9 036	+8%	27 353	21 971	+24%
Скорректированная выручка*	6 830	6 068	+13%	19 351	16 088	+20%
EBITDA	2 185	2 877	-24%	8 218	6 392	+29%
Рентабельность по EBITDA**	42,6%	47,4%	-4,8 п.п.	42,5%	39,7%	+2,8 п.п.
Операционная прибыль	2 185	1 907	+15%	5 943	4 392	+35%
Операционная рентабельность	32,0%	31,4%	+0,6 п.п.	30,7%	27,3%	+3,4 п.п.
Чистая прибыль	1 529	1 542	-1%	4 273	2 992	+43%
Операционный поток	2 284	1 831	+25%	5 993	4 510	+33%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 990	-1 380	+44%	-3 541	-3 732	-5%
Капвложения	-1 771	-1 014	+75%	-3 386	-2 588	+31%
Финансовый поток	-1 391	-570	+2,4x	-2 031	1 372	-

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 215	9 376	-2%
Краткосрочный долг	3 482	3 550	-2%
Долгосрочный долг	5 733	5 826	-2%
Чистый долг***	5 410	4 682	+15%
Чистый долг/EBITDA LTM****	0,53x	0,45x	-

*Выручка за вычетом расходов по оплате услуг сторонних организаций, относящихся к интегрированным экспедиторским и логистическим услугам

**Показатель рентабельности рассчитан, исходя из скорректированной выручки

***С учетом краткосрочных депозитов

****EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы внутренних перевозок более чем компенсировали снижение на международных маршрутах

В 3 кв. рост объемов внутренних перевозок(+12% кв./кв.) более чем компенсировал снижение объемов по международным маршрутам (-4,5% кв./кв.), где, в частности, произошло заметное падение транзитных перевозок и менее выраженное - экспортных при наращивании импорта. В итоге совокупные объемы выросли на 4% кв./кв. Увеличение доходных перевозок (груженых вагонов) составило 2% кв./кв. В сегменте терминальной переработки рост продолжился (+7% кв./кв.).

Повышение тарифа на 3,8%

На фоне высокого спроса в отрасли контейнерных перевозок в августе компанией был повышен тариф на 3,8%, что вкупе с ростом объемов привело к повышению скорректированной выручки на 12,6% кв./кв. (за вычетом расходов по услугам, оказанным по сквозной ставке).

В 2013 г. рост рынка замедлится

В ходе телеконференции менеджментом были подтверждены прогнозы на 2012 г.: объемы перевозок вырастут на 10,5% г./г., тем не менее, в 2013 г. компания ожидает, что рост рынка несколько замедлится - до 6-9%, поскольку уже в ноябре появились первые признаки снижения объемов грузовых ж/д перевозок.

Рост рентабельности за счет тарифа и снижения коэффициента порожнего пробега

Дальнейшее повышение рентабельности в 3 кв. до 42,6% произошло, скорее всего, благодаря повышению тарифа и небольшому снижению коэффициента порожнего пробега как контейнеров до 35,4% с 35,6% во 2 кв., так и платформ - до 7,3% с 7,7%.

Дивиденды сократили накопленную ликвидность

Операционного денежного потока в 3 кв. и за 9 мес. 2012 г. было достаточно для осуществления капвложений. При этом за 3 кв. накопленные денежные средства сократились на 900 млн руб. до 3,8 млрд руб. из-за выплаты дивидендов в объеме 1,2 млрд руб. (35% от прибыли вместо 10% ранее). Сейчас компанией принята политика, в соответствии с которой размер дивидендов составит 25% от прибыли.

Инвестпрограмма на 2013 г. почти вдвое превышает объем 2012 г. и может быть профинансирована из собственных средств

За 9 мес. 2012 г. капвложения ТрансКонтейнер составили 3,4 млрд руб., причем более половины этого объема было освоено за 3 кв. После отчетной даты, в октябре-ноябре 2012 г., компания приобрела вагоны-платформы на 1,4 млрд руб. (без НДС) и контейнеры ISO на 200 млн руб. Инвестиционная программа на 2012 г. утверждена компанией на уровне 5,6 млрд руб. и, таким образом, уже практически выполнена. В 2013 г. ее объем должен быть почти вдвое больше - 9,4 млрд руб., в 2014 г. - 8,1 млрд руб. и в 2015 г. - 9 млрд руб. Менеджментом было озвучено, что компания нацелена на органический рост. Большая часть инвестиций будет направлена на покупку вагонов-платформ в рамках стратегии по расширению парка. Финансирование инвестпрограммы, на наш взгляд, возможно за счет операционного денежного потока и накопленной ликвидности.

Совокупный долг за 3 кв. снизился на 2% до 9,2 млрд руб. Краткосрочный долг, как ранее озвучивалось менеджментом, планируется рефинансировать за счет нового выпуска облигаций в начале 2013 г. (на 3-5 млрд руб.). Всего же у компании зарегистрировано 3 выпуска биржевых облигаций общим номиналом 11 млрд руб. и 2 выпуска классических - на 8 млрд руб.

Бумаги эмитента справедливо оценены

Длинные облигации ТрансКонтейнер-2 (YTM 8,7% @ июнь 2015 г.) котируются со спредом к суверенной кривой в размере 220 б.п. и премией к кривой доходностей бумаг материнской РЖД на уровне 70 б.п., что, по нашему мнению, является справедливой оценкой. Мы не ожидаем ценового роста бумаг быстрее рынка.

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-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

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

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

Инфляция

Инфляция: сюрпризы октября

Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Рубль должен выйти из спячки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ: цикл ужесточения завершен

Банковский сектор

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

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

Внешняя торговля

Внешняя торговля: сдержанный рост импорта

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

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
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
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.