

Пульс рынка

- **Кипрский "осадок" давит на инвесторов.** Разрешение кипрской проблемы не привело к заметному улучшению настроений на финансовых рынках: индексы акций вчера просели на 0,5-1,0%, доходность 10-летних UST снизилась на 4 б.п. до YTM 1,92%. Банковские "каникулы" на Кипре решено было продлить до четверга. Негативное влияние оказывает и беспокойство (в частности, высказанное министром финансов Нидерландов), что способ решения кипрской проблемы будет взят за правило в еврозоне. Вливание ликвидности ЕЦБ в проблемные банки в обмен на последующую реализацию мер бюджетной экономии оказался нежизнеспособным механизмом помощи: периферийные страны не готовы к экономии (о чем свидетельствуют, в частности, итоги выборов в Италии). Реструктуризация банков, по сути, являющаяся определенной формой налога на богатых, с одной стороны, является справедливым подходом (страдает тот, кто взял на себя избыточный риск), однако может обернуться падением доверия инвесторов ко всей еврозоне. Пример с Lehman Brothers показал, что реструктуризация/банкротство крупных банков может нанести сильный урон экономике и рынкам.
- **Влияние Кипра на РФ.** Согласно данным ЦБ РФ, объем средств, размещенных российскими банками в кипрских банках (МБК и депозиты), на 1 февраля 2013 г. составлял 374 млрд руб. (9,4 млрд евро). Из трех крупнейших госбанков лишь ВТБ и ГПБ официально заявили, что влияние кипрских проблем на их деятельность будет незначительным. Поскольку на Кипре будут введены ограничения на движение капитала (чтобы избежать массового оттока средств из банков после их открытия), средства банков РФ могут оказаться замороженными на продолжительное время. Это может привести к некоторым проблемам с ликвидностью у ряда банков, которые, скорее всего, будут разрешены с помощью ЦБ РФ и/или Минфина. Мы не исключаем списания части средств в ходе реструктуризации Bank of Cyprus и ликвидации Laiki, что, однако, приведет лишь к незначительному давлению на достаточность капитала (по нашим оценкам, показатель Н1 при прочих равных условиях может снизиться на 0,3 п.п. в среднем по системе). Исходя из того, что общая сумма вложений/депозитов российских юрлиц в кипрские банки оценивается в 18 млрд евро, по-видимому, остальная часть (8,6 млрд евро) приходится на корпоративный сектор (отметим, что Д.Медведев заявлял, что на Кипре заблокированы и средства госструктур). При этом при самом пессимистичном сценарии негативное влияние может быть существенным лишь в том случае, если эти средства принадлежат компаниям одной отрасли, что представляется нам маловероятным.
- **Новые бонды ТМК 20 (В+/В1/-) являются лучшей альтернативой ТМК 18.** ТМК вчера разместила 7-летние бонды номиналом 500 млн долл. со ставкой купона 6,75% годовых, которая соответствует G-спреду в размере 548 б.п. Учитывая, что обращающиеся бумаги ТМК 18 котируются с YTM 5,8% (=G+502 б.п.), новые бонды ТМК были размещены с премией в размере 30 б.п. С другой стороны, в сравнении с кривой Евразиа бумаги ТМК 18 выглядят дорого (торгуются почти без премии), как следствие, новые облигации ТМК 20 мы считаем справедливо оцененными, в то же время ТМК 18 выглядят дорого. В настоящий момент кредитный профиль ТМК, по нашему мнению, поддерживается крупными заказами от Газпрома на ТБД для строительства Южного потока.
- **Магнит (S&P: BB-) вновь выходит на "первичку" с более агрессивным ориентиром.** Магнит начал "быстрый" маркетинг 3-летних БО-8,9 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTM 8,58% - 8,68%, который соответствует премии к суверенной кривой в размере 240-250 б.п. Напомним, что последний раз эмитент выходил на рынок в конце февраля, разместив 3-летний выпуск Магнит-1 в объеме 5 млрд руб. с YTM 8,68% (=ОФЗ + 250 б.п.). Таким образом, несмотря на большой объем предложения новых бумаг, Магнит не готов предлагать премию к рынку, что вместе с коротким периодом маркетинга может свидетельствовать о нерыночном характере размещения. Как следствие, эти бумаги на вторичном рынке могут оказаться низколиквидными. В то же время удержание этих облигаций до погашения (в рамках стратегии buy & hold) оказывает слишком высокое давление на достаточность капитала (показатель RWA по ним составляет 178%) при относительно низкой доходности (возврат на активы составит скромные 120 б.п., что заметно отстает от среднего уровня прибыльности банков РФ - 250 б.п.).

Темы выпуска

- **Globaltrans: долгосрочные контракты поддержат рентабельность**

Globaltrans: долгосрочные контракты поддержат рентабельность

Результаты оцениваем позитивно

Globaltrans (-/Ba3/BB), одна из крупнейших частных групп на российском рынке грузовых ж/д перевозок, опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2012 г., которую мы оцениваем в целом позитивно.

Ключевые финансовые показатели Globaltrans

в млн долл., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	2 114,3	1 733,1	+22%
Выручка без "сквозной" части тарифа РЖД	1 432,6	1 177,0	+22%
Скорректированная выручка*	1 322,0	1 149,5	+15%
ЕБИТДА	658,2	505,1	+30%
Рентабельность по ЕБИТДА	49,8%	43,9%	+5,9 п.п.
Чистая прибыль	311,6	317,2	-2%
Операционный поток	568,1	441,8	+29%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 313,2	-126,2	+10,4x
Капвложения	736,9	173,9	+4,2x
Финансовый поток	808,0	-328,7	-
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 075,1	1 489,6	-28%
Краткосрочный долг	237,9	277,5	-14%
Долгосрочный долг	837,2	1 212,1	-31%
Чистый долг	896,9	1 400,0	-36%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,36x	2,43x	-

*Выручка за вычетом "сквозной" части тарифа РЖД и стоимости услуг других транспортных организаций (привлеченный парк)

**ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Скорректированная выручка росла за счет цен и увеличения оперируемого парка

Компания стала более активно пользоваться услугами других операторов (для оптимизации затрат в связи с текущими изменениями объемов и направлений перевозок после покупки Ферротранс и ММК-транс). В связи с этим выручку теперь целесообразно корректировать не только на "сквозную" часть тарифа РЖД, но и на стоимость услуг привлеченных операторов. В 2012 г. скорректированная выручка выросла на 15% г./г. до 1,3 млрд долл. за счет роста цен компании в среднем на 3% г./г. (+8% г./г. в рублях) и увеличения оперируемого парка (+11% г./г., консолидация Ферротранса и поставка новых полувагонов). Всего за 2012 г. парк вырос на 47% г./г. (или на 18,6 тыс. единиц) до 58,5 тыс. единиц. Дополнительную поддержку выручке оказали доходы от операционного лизинга, а также чистые доходы от привлеченного парка.

Рост грузооборота в результате расширения парка и контракта с Металлоинвестом

За счет расширения парка и заключения 3-летнего контракта на перевозку грузов Металлоинвеста грузооборот компании вырос на 25% г./г. до 137,8 млрд т-км (металлургические грузы (железная руда +104% г./г. (ее доля в общем грузообороте выросла с 19% до 32%), черные металлы +18% г./г.) и строительные грузы (в основном щебень) при снижении перевозок угля). При этом среднее число груженых отправок на единицу подвижного состава сократилось на 4% г./г., что связано со снижением средней скорости передвижения по сети в целом в 2012 г. из-за все еще большого количества операторов на сети, а также увеличения ремонтов привлеченного парка РЖД (соответственно, частоты его передислокаций). Снижение же дальности груженых отправок (-2% г./г.), скорее всего, произошло в связи с изменением грузовой базы и оптимизацией логистики.

Наиболее весомый вклад в рост рентабельности внесло сокращение арендуемого парка, а также снижение коэффициента порожнего пробега

Рентабельность компании по EBITDA выросла на 5,9 п.п. до 49,8% в 2012 г. Наиболее весомый вклад внесло сокращение арендуемого парка и замещение его собственным - расходы на операционную аренду снизились на 54% г./г., их доля в денежных операционных затратах упала с 21% до 9%. Также существенную поддержку эффективности оказал более медленный, чем выручка, рост затрат на порожний пробег (с долей 38% в расходах). В частности, коэффициент порожнего пробега для полувагонов снизился с 41% до 38% (в основном, благодаря контракту с Металлоинвестом), несмотря на расширение оперируемого парка и индексацию тарифов РЖД на 6% (в рублях) с 1 января 2012 г. Мы ожидаем, что порожний пробег для полувагонов может еще больше снизиться за счет оптимизации маршрутов и операционной синергии с началом перевозок еще и по 5-летнему контракту с ММК (консолидация ММК-Транса произойдет с февраля 2013 г.).

Мы отмечаем, что некоторое давление на рентабельность оказал рост расходов на ремонт и обслуживание (+36% г./г.) в связи с приобретением Ферротранса, роста цен на ремонтные работы и запчасти, а также общего числа текущих ремонтов из-за расширения парка; а также расходов на персонал (+32%) в результате индексации зарплат, роста численности персонала в связи с консолидацией Ферротранса, увеличения выплаты бонусов сотрудникам.

В 2013 г., по данным компании, наблюдается положительная ценовая динамика на перевозку нефти/нефтепродуктов (перевозка в цистернах). В сегменте же полувагонов она смешанная, в т.ч. в связи с унификацией тарифа на порожний пробег для всех классов грузов (снизилась маржинальность перевозок угля) и снижением мировых цен на металлы и железную руду.

Долговая нагрузка снизилась до 1,4х по итогам года после проведения SPO

Операционный денежный поток Globaltrans в 2012 г. вырос на 29% г./г. до 568 млн долл. Его было недостаточно для финансирования масштабной инвестпрограммы по расширению парка (427 млн долл.) и покупке Ферротранса (539 млн долл.), поэтому был привлечен новый долг, что привело к росту долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA) с 0,5х на начало 2012 г. до 2,4х на середину года. После проведения SPO общий долг снизился на 400 млн долл. до 1,1 млрд долл., а Чистый долг/EBITDA - до 1,7х. По итогам 2012 г. этот показатель составил 1,4х. После приобретения ММК-Транс долговая нагрузка, по нашим расчетам, не превысит 2,0х. Напомним, что целевым для компании является значение в пределах 1,0х-2,0х Чистый долг/EBITDA.

График погашения долга весьма комфортен

Globaltrans имеет достаточно комфортный график погашений долга: в 2013 г. предстоит погасить 237,9 млн долл., в 2014 г. - 227,9 млн долл., поэтому риски рефинансирования незначительны.

Компания подтверждает свою заинтересованность в сделках M&A, а также покупке вагонов нового поколения, что будет способствовать росту долговой нагрузки. С другой стороны, основным источником ее снижения, на наш взгляд, потенциально является увеличение операционного денежного потока за счет существенного расширения собственного парка.

Наша рекомендация покупать НПК БО-1,2 от 4 сентября 2012 г. реализовалась, их доходность снизилась на 80 б.п. до УТМ 9,3% (=ОФЗ + 315 б.п.). Мы по-прежнему считаем облигации НПК (Moody's: B1) неплохой альтернативой менее доходным выпускам Евраз.

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.