

Пульс рынка

- ▶ Поводов для смены медвежьих настроений на финансовых рынках пока не видно. В выступлениях представителей ФРС США была дана общая негативная оценка состояния экономики, однако каких-либо заявлений о возможном QE3 не прозвучало. В конце прошлой недели произошел технический отскок на фоне фиксации прибыли по коротким позициям, который позволил большинству индексов акций закрыться в небольшом плюсе. По-видимому, появившиеся ожидания дефляционных рисков (которые, в частности, подогреваются низкой уверенностью потребителей, слабым состоянием рынка труда, а также отсутствием масштабных мер по стимулированию активности потребителей) стали причиной снижения цен на золото, которые рухнули ниже отметки 1600 долл.
- ▶ В еврозоне продолжают активные обсуждения долговых проблем Греции. В частности, канцлер Германии Ангела Меркель заявила о том, что нужно создать "огненную стену" для того, чтобы предотвратить разрастание кризиса. Таким образом, в случае если Греция не сможет соблюсти бюджетные ограничения, которые необходимы для получения следующего транша помощи, дефолт страны и/или ее выход из еврозоны не исключены. Кстати говоря, CDS на Грецию, находится вблизи исторического максимума 5900 б.п. Евро продолжил дешеветь по отношению к доллару, достигнув отметки 1,34 долл./евро, что оправдывает данную нами в ежедневном обзоре от 12 сентября рекомендацию на продажу евро-покупку доллара с целью 1,30 долл./евро.
- ▶ На фоне снижения котировок нефти Brent еще на 2 долл. до 103 долл./барр. российский сегмент выглядел хуже остальных развивающихся рынков, о чем свидетельствует расширение спреда CDS между Бразилией и Россией с 60 б.п. до более, чем 100 б.п. Котировки суверенных облигаций Russia30 потеряли еще 1 п.п., закрывшись на уровне 113% от номинала.
- ▶ Коррекция, наблюдавшаяся на рынке рублевых облигаций, в пятницу переросла в агрессивные продажи, которые наиболее сильно отразились на котировках среднесрочных и длинных выпусков ОФЗ, в частности бумаги ОФЗ 25079, 26203, 26204, 26206 потеряли в цене более 1 п.п. Доходность ОФЗ 26204 достигла отметки YTM8,75%, которая лишь на 25 б.п. не дотягивает до справедливого, на наш взгляд, уровня этой бумаги. Стоит отметить, что рост ставок валютных свопов на прошлой неделе составил порядка 0,5-1,0 п.п. вдоль всей кривой, опередив рост доходностей на рынке ОФЗ, поэтому ценовое снижение на рынке ОФЗ, скорее всего, продолжится. Мы сохраняем свою рекомендацию (см. наш ежедневный обзор от 22 сентября) относительно удержания коротких позиций в длинных выпусках ОФЗ. Сегодня валютные торги открылись ростом корзины до отметки 37,40 руб., что на 35 копеек выше закрытия.
- ▶ На этой неделе Минфин проведет два аукциона по размещению средств на депозиты: завтра в размере 130 млрд руб. сроком на 7 дней и по минимальной ставке 4,85% годовых и в четверг на сумму 70 млрд руб. сроком на 68 дней и по минимальной ставке 5,25% годовых. Учитывая, что озвученные ставки ниже минимальных ставок по аукционным инструментам ЦБ РФ и ставок по рыночным валютным свопам на аналогичные сроки, спрос на предлагаемые средства будет вновь высоким, поэтому средневзвешенные ставки могут превысить целевые уровни на 1 п.п.

Темы выпуска

- ▶ Падение рубля обходится дорого
 - ▶ Трансконтейнер - кредитный профиль устойчив к кризису
-

Падение рубля обходится дорого

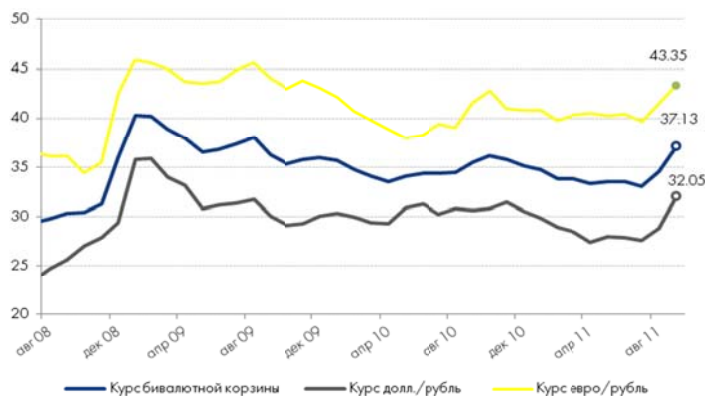
Расширение границ плавающего коридора в ближайшее время не планируется

В минувшую пятницу ослабление рубля вошло в острую фазу

В пятницу зампред ЦБ Сергей Швецов сообщил, что расширение границ 5-рублевого плавающего коридора в ближайшее время не планируется. Текущий механизм интервенций остается неизменным: ЦБ продолжит смещение границ коридора на 5 копеек вверх/вниз каждый раз, когда объем накопленных продаж/покупок иностранной валюты регулятором достигает 600 млн долл.

Стоит отметить, что это заявление прозвучало тогда, когда тенденция к ослаблению рубля уже проявилась в полной мере, а в минувшую пятницу вошла в острую фазу. Сохранявшие до этого стабильность цены на нефть пошли на снижение, что ускорило и без того подогреваемое негативным новостным фоном бегство из рискованных рублевых активов. В результате, за последние 2 дня рубль подешевел на 1,8% к доллару (до 32,05 руб.) и на 1,2% к бивалютной корзине (до 37,13 руб.). Сегодня с утра падение рубля вновь набирает обороты: бивалютная корзина достигла локального максимума 37,47 руб. (+0,5% к закрытию предшествующих торгов). Противодействуя ослаблению рубля в рамках нецелевых (накопленных) интервенций Центробанк на прошлой неделе, предположительно, продал уже более 2,4 млрд долл. (600 млн долл. * 4), а всего около 4 млрд долл., то есть как минимум четыре раза сдвинул границы плавающего коридора вверх по 5 копеек с 32,15-37,15 руб. до 32,35-37,35 руб., при этом три смещения, скорее всего, пришлось на минувшую пятницу.

Динамика курсов основных валют и бивалютной корзины



Источник: ММВБ, расчеты Райффайзенбанка

Страх становится экономическим фактором, подталкивающим рубль к еще большему ослаблению

Если снижение цен на нефть продолжится, дальнейшее ослабление рубля может инициировать самоподдерживающиеся панические настроения, приводящие к ступенчатой девальвации рубля. На фоне резкого ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры будет усиливаться тенденция к конвертации сбережений в иностранную валюту, что выльется в еще более сильный отток капитала, а значит и более резкую девальвацию. Страх становится экономическим фактором, подталкивающим рубль к еще большему ослаблению.

Курс рубля стал более гибким, поэтому с увеличением волатильности повышается и его уязвимость к внешним факторам

В этих условиях возникает вопрос: какими темпами рубль будет ослабевать, ведь при текущей внешней конъюнктуре дальнейшего падения рубля едва ли можно избежать. Переход ЦБ к таргетированию инфляции сделал курс рубля более гибким. Движение к плавающему валютному курсу сопряжено, с одной стороны, с увеличением колебаний национальной валюты, а с другой, с меньшей активностью регулятора на валютном рынке. Поэтому с ростом волатильности повышается уязвимость рубля к внешним факторам. В этой связи падение рубля из-за снижения цен на нефть и внешних шоков может быть более заметным, чем в 2009 г.

Отток капитала может усилиться и за месяц достичь 20-30

Сохранение той интенсивности ослабления рубля, которую мы наблюдали в конце минувшей недели, подразумевает, что сдерживание курса будет обходиться ЦБ в ~600 млн долл. (и более) продаж валюты в день, что эквивалентно как минимум одному смещению границ

млрд. долл.

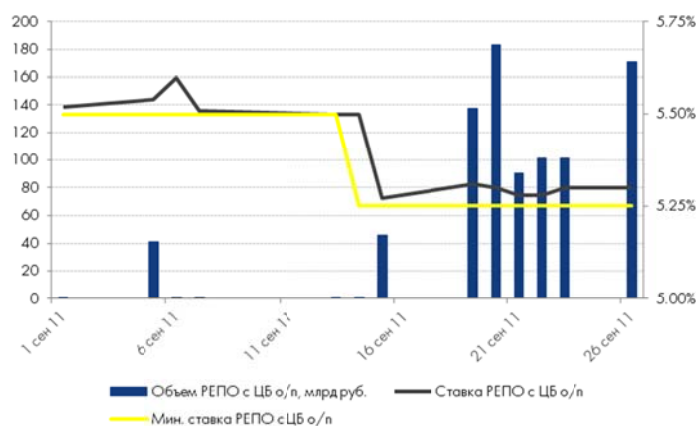
плавающего коридора вверх на 5 копеек ежедневно. Такая ритмичность снижения курса российской валюты предполагает, что за месяц отток капитала может достичь около 20-30 млрд долл., что потребует ежемесячных продаж иностранной валюты в рамках интервенций в размере 12-25 млрд долл., что уже сопоставимо со значениями октября 2008 - января 2009 гг. Наиболее важно, что в отличие от того периода новый механизм регулирования курса предполагает поэтапное, более растянутое во времени изъятие рублевой ликвидности путем интервенций, из-за этого ослабление рубля может проходить более стремительно, чем ранее.

Ограниченные возможности по восстановлению ликвидности приведут к росту РЕПО с ЦБ

Международные резервы, которые сейчас составляют около 530 млрд долл., будут снижаться примерно по 20 млрд долл. в месяц (без учета переоценки), что приведет к их плавному истощению, при этом доверие к рублю будет все больше ослабевать, раскручивая девальвационную спираль. Ограниченные возможности по восстановлению рублевой ликвидности приведут к резкому и продолжительному росту спроса на РЕПО с ЦБ, что будет иметь следствием повышение ставок (см. наш обзор от 23.09.11).

Получать необходимое фондирование станет все дороже и труднее, а зависимость от инструментов рефинансирования регуляторов только возрастет, не способствуя ослаблению девальвационных ожиданий. Отток капитала будет сводить на нет усилия Центробанка по поддержанию ликвидности банковской системы.

Динамика объемов прямого РЕПО с ЦБ



Источник: Банк России, расчеты Райффайзенбанка

В случае формирования устойчивых девальвационных ожиданий, ЦБ может пойти на расширение коридора

В случае продолжительного падения цен на нефть и ухудшения внешнеэкономической ситуации, велика опасность формирования устойчивых девальвационных ожиданий. Рано или поздно ЦБ станет перед выбором - продолжать контролируемое ослабление рубля, или отпустить курс, причем в условиях интенсификации оттока капитала, удорожания фондирования и вымывания международных резервов с интервенциями, затратная политика контроля над курсом может стать не просто неэффективной, но и опасной, поскольку будет способствовать самоускоряющемуся процессу снижения курса рубля. В таком случае ЦБ придется пойти на расширение плавающего коридора, допуская процесс рыночного ослабления рубля до нового равновесного уровня.

Мы полагаем, что чем быстрее ЦБ прибегнет к такому решению, тем менее выраженным будет эффект «чрезмерного ослабления курса» (overlapping), который наступает тогда, когда в ответ на продолжительное вмешательство регулятора в кусообразование, национальная валюта падает с удвоенной силой, как только контроль над курсом ослабевает. Будучи естественным, резкое одномоментное ослабление рубля на 10-15% в конечном итоге может нанести меньший урон, чем контролируемое падение курса, которое лишь способствует укреплению ожиданий ослабления рубля.

Трансконтейнер - кредитный профиль устойчив к кризису

Трансконтейнер (-/Вa3/BB+), ведущий российский транспортно-логистический оператор, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем позитивно. По данным компании, её доля на рынке железнодорожных контейнерных перевозок остается стабильно высокой - 52%. Выручка, скорректированная на расходы по услугам подрядчиков-соисполнителей, оказанным по сквозной ставке, увеличилась на 33% до 10 млрд руб., что сопровождалось ростом рентабельности по EBITDA на 9,1 п.п. до 34,6%. Несмотря на повышение долга в абсолютном выражении на 2,3 млрд руб. с начала года до 9,3 млрд руб., долговая нагрузка компании практически не изменилась, составив 1,6x в терминах отношения Долг/LTM EBITDA.

Ключевые финансовые показатели Трансконтейнера

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1 П 2010	изм.
Скорректированная выручка	9 967	7 469	+33%
EBITDA	3 448	1 902	+81%
Рентабельность EBITDA	34,6%	25,5%	+9,1 п.п.
Чистая прибыль	1 417	197	+7,2x
Операционный поток	2 433	1 071	+2,3x
Инвестиционный поток, в т. ч.	-3 139	-2 127	+48%
Капитальные вложения	-1 538	-2 385	-35%
Финансовый поток	1 487	1 280	+16%

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 341	7 026	+33%
Краткосрочный долг	878	658	+33%
Долгосрочный долг	8 463	6 368	+33%
Чистый долг	7 219	5 735	+27%
Чистый долг/EBITDA*	1,1x	1,3x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Компания активно развивает направление комплексных услуг по перевозке

Рост выручки был обусловлен, главным образом, следующими факторами:

- в сегменте экспедиторских услуг и логистики (+186% г./г. до 1,5 млрд руб.) за счет 1) продвижения новой услуги по доставке контейнеров "от железнодорожной станции до двери" (когда заказчик платит единую цену за комплексную услугу по перевозке), и 2) роста цен на услуги.
- в сегменте терминальных и агентских услуг (+56% г./г. до 1,5 млрд руб.) за счет 1) органического роста грузооборота на 14% и 2) консолидации с марта 2011 г. ОАО "Кедентранссервис", лидирующего оператора железнодорожных терминалов в Казахстане.
- в сегменте железнодорожных контейнерных перевозок (+26% до 4,1 млрд руб.) и в сегменте перевозок по сквозной ставке (+29% до 5,7 млрд руб.) за счет роста грузооборота (на 18%) и увеличения цен на услуги.

Отметим, что общий вклад собственных услуг по интегрированной логистике в скорректированную выручку компании почти не изменился, составив 28%, при этом 40% пришлось на транспортировку ж/д контейнеров.

Продажи хорошо диверсифицированы по отраслям и клиентам

Структура продаж Трансконтейнера хорошо диверсифицирована по клиентам, в частности, на 10 крупнейших клиентов приходится лишь 19%, при этом наибольшую долю (3,3%) занимает РУСАЛ. С точки зрения распределения грузов по отраслям, основную часть в транспортировке (из расчета погрузки TEU) составляют грузы химической промышленности (16%), а также автомобили и комплектующие (12%).

Улучшение

Операционные затраты Трансконтейнера росли менее динамично, чем выручка, что привело к

операционных показателей обусловлено в том числе повышением тарифов

снижению их отношения к выручке на 8,3 п.п. до 83,8%. Восстановление спроса на контейнерные перевозки, начавшееся во 2П 2010 г., а также доминирующие позиции компании в этом сегменте позволили ей поднять цены на свои услуги в пределах 10-12%. Учитывая рыночное ценообразование услуг ж/д перевозчиков, компания имеет возможность повышать стоимость своих услуг выше тарифа РЖД, являющегося ценовым ориентиром для участников рынка. В этом году рост тарифа РЖД составил 7,6%, а в следующем планируется на уровне 6% с января 2012 г.

Операционный поток полностью покрывает капитальные затраты

Операционный денежный поток (до уплаты налогов и процентов) вырос на 87%, составив 3,3 млрд руб., что полностью покрыло как процентные платежи (400 млн руб.), так и капитальные затраты, составившие 1,5 млрд руб. (состоящие в основном из модернизации терминалов и, покупки контейнеров и платформ). Расходы на приобретение долей в компаниях в размере 1,5 млрд руб. связаны с покупкой в марте этого года 67% доли ОАО "Кедентранссервис". приобретение было профинансировано семилетним кредитом Альфа Банка под залог акций казахской компании.

Большая часть капзатрат приходится на 2П 2011 г.

За отчетный период инвестиционная программа была выполнена лишь на 36% от запланированного на 2011 г. объема капитальных затрат (4,2 млрд руб., из них 60% выделено на покупку платформ). После отчетной даты (за июль-август) компания приобрела 347 новых фитинговых вагонов-платформ за 938 млн руб. (всего в парке компании на середину 2011 г. находилось 24,2 тыс. платформ, или 60% от всего парка РФ). На 2012 и 2013 г. запланировано повышение капитальных затрат до 6,2 и 6,9 млрд руб., соответственно. Мы считаем, что компания сможет профинансировать преобладающую часть капзатрат за счет операционного денежного потока.

Компания имеет гибкость в реализации капзатрат

Отметим, что большая часть капитальных расходов связана не с заменой устаревшего парка платформ (средний возраст парка составляет 17,5 лет, тогда как общий срок службы платформы составляет 32 года), а с его оптимизацией для повышения экономической эффективности перевозок (в частности, планируется увеличение доли 80-ти футовых платформ с текущих 26% до 50%). В связи с этим инвестиции могут быть сокращены в случае существенного ухудшения ситуации в экономике.

Крупных приобретений не планируется

Трансконтейнер также рассматривает небольшие приобретения долей в компаниях, которые позволили бы расширить клиентскую базу, улучшить логистические и агентские функции, при этом крупных покупок в ближайшее время не планируется.

На 30 июня 2011 г. общий долг компании - 9,3 млрд руб., при этом только 9% портфеля приходилось на краткосрочные кредиты. Основной объем погашений (4,1 млрд руб., в т.ч. 3 млрд руб. - рублевые облигации Трансконтейнер-1) намечен на 2013 г. Отношение Чистый Долг/LTM EBITDA сократилось с 1,3x в 2010 г. до 1,1x. Мы не ожидаем роста долговой нагрузки эмитента и считаем его автономный кредитный профиль устойчивым к краткосрочным колебаниям рыночной конъюнктуры.

Снижение доли РЖД, скорее всего, произойдет не ранее 2012 г.

Влияние планируемого сокращения доли акционера РЖД (с текущего уровня 50% + 1 до блокпакета в 2012 г.) на кредитные метрики Трансконтейнера мы оцениваем нейтрально. Оно уже учтено в текущем рейтинге от Moody's. Рейтинг от Fitch пока находится в списке Rating Watch, при этом аналитики агентства считают, что автономный профиль компании соответствует уровню ВВ. Потеря квазисуверенного статуса может привести к некоторому расширению спреда бумаг эмитента к кривой РЖД.

Облигации эмитента оценены справедливо

Обращающиеся рублевые выпуски Трансконтейнер-1,2 имеют низкую ликвидность и, судя по последним сделкам, предлагают премию к кривой РЖД в размере 50-70 б.п., что мы считаем справедливым значением.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

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
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.