

## Пульс рынка

---

- ▶ **Коррекционные настроения усилились.** В отсутствие позитивных сигналов о динамике глобальной экономики финансовые рынки продолжили снижение, учитывая в ценах более низкую вероятность QE3, чем предполагалось до выхода последней стенограммы FOMC. Публикация финансовой отчетности крупнейшего в мире производителя алюминия Alcoa лучше ожиданий по всем операционным сегментам не смогла сдержать падение индексов акций, составившее порядка 1-1,5%. Усиление "бегства в качество" привело к снижению доходностей на рынке UST: 10-летние бонды ушли ниже отметки YTM 2,0% впервые с начала марта. Продавцы продолжили доминировать на рынке суверенных долгов еврозоны: 10-летние бонды Италии и Испании повысились в доходности на 20 б.п., обновив локальные максимумы YTM 5,66% и YTM 5,95%, соответственно. Повышение индекса VIX свидетельствует о росте неопределенности на рынках.
- ▶ **Ослабление рубля обусловит низкий спрос на сегодняшнем аукционе ОФЗ.** Ориентир по доходности 9-летних ОФЗ 26205, размещаемых на сегодняшнем аукционе, на уровне YTM 7,9%-8,0% не предполагает никакой премии к рынку. На фоне ослабления рубля (стоимость бивалютной корзины ЦБ увеличилась за вчерашний торговый день на 18 копеек до 33,86 руб.) и негативной динамики внешних рынков ОФЗ 26205 вчера потеряли в цене порядка 0,5 п.п. до 98,36% от номинала (YTM 8,01%). Стоит отметить, что с начала апреля снижение цен ОФЗ составило более 1 п.п. Принимая во внимание сохраняющиеся коррекционные настроения на финансовых рынках (в первые часы торгов на валютном рынке бивалютная корзина выросла на 15 копеек до 34 руб.) сегодня, мы ожидаем низкий спрос на длинные ОФЗ.
- ▶ **Ликвидность восстанавливается, ставки денежного рынка снизились перед налогами.** С начала месяца в платежную систему поступают бюджетные средства, которые вкуче с интервенциями ЦБ пополняют ликвидность банковского сектора и позволяют сокращать его задолженность. Благодаря притоку госрасходов, обязательства банков перед ЦБ (95% всей задолженности перед госсектором) снизились на 223 млрд руб. до 948 млрд руб., а запас средств на корсчетах и депозитах в ЦБ держится на уровне 900 млрд руб. Таким образом, разрыв между средствами на счетах в ЦБ и займами банков в ЦБ и Минфине остается отрицательным, но продолжает сокращаться (-76 млрд руб. против -422 млрд руб. на конец марта), что создает благоприятные условия в преддверии уплаты страховых взносов в фонды (~260 млрд руб., до 16 апреля). Тем не менее, накопленного в первой половине месяца чистого притока средств (~200 млрд руб.) недостаточно, чтобы покрыть все предстоящие в этом месяце выплаты, что может вновь обернуться ростом спроса на РЕПО с ЦБ.

## Темы выпуска

---

- ▶ Газпромбанк: вопрос с достаточностью капитала почти решен
  - ▶ Мосэнерго: долговая нагрузка остается отрицательной
  - ▶ Синергия: пищевой сегмент подкачал
  - ▶ ТрансКонтейнер: падение импорта может затянуться
-

## Газпромбанк: вопрос с достаточностью капитала почти решен

Неплохие  
операционные  
показатели

Газпромбанк (BB+/Baa3/-), третий крупнейший российский банк, представил финансовые результаты по МСФО за 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Кредитный портфель вырос на 34% г./г. до 1,45 трлн руб., продемонстрировав схожую со Сбербанком динамику (+35% г./г.). Показатель NPL 90+ сократился в отношении к портфелю с 2,1% в 2010 г. до 1,4%. Чистая процентная маржа за год увеличилась на 1,1 п.п. до 3,6%.

Низкая достаточность  
капитала некритична

Негативной стороной агрессивной кредитной экспансии стало снижение достаточности капитала 1-ого уровня (Tier 1 ratio) с 10,5% в 2010 г. до 9,6%, что нивелируется планируемым увеличением капитала за счет конвертации субординированного долга основных акционеров (Газфонд, Газпром и ВЭБ). Отметим также, что показатель Н1 по РСБУ за 2011 г. сократился с 14% до 11,5%, соответственно.

### Ключевые финансовые показатели Газпромбанка

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
<b>Активы</b>	<b>2 477,7</b>	1 951,6	+27%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	<b>1 454,3</b>	1 084,0	+34%
розничные	<b>142,7</b>	95,8	+49%
корпоративные	<b>1 311,6</b>	988,2	+33%
NPL (90+)/Кредитный портфель	<b>1,4%</b>	2,1%	-0,7 п.п.
Депозиты клиентов	<b>786,2</b>	627,3	+25%
<b>Собственный капитал</b>	<b>242,9</b>	221,9	+9%
Коэффициент достаточности капитала (ЦБ)	<b>11,5%</b>	14,0%	-2,5 п.п.
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	<b>14,6%</b>	16,7%	-2,1 п.п.
ROAA	<b>2,0%</b>	1,6%*	+0,4 п.п.
ROAE	<b>17,1%</b>	12,8%*	+4,3 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	2011 г.	2010 г.	изменение
Чистый процентный доход до резервов	<b>58,2</b>	31,8	+83%
Чистый комиссионный доход	<b>21,9</b>	8,3	+2,6x
Операционные доходы	<b>101,1</b>	87,5	+15%
Расходы/доходы	<b>39,4%</b>	45,5%*	-6,1 п.п.
Чистая прибыль	<b>40,8</b>	66,3	-38%
Чистая прибыль от продолжаемой деятельности	<b>40,8</b>	28,6	+43%
Чистая процентная маржа	<b>3,6%</b>	2,5%	+1,1 п.п.

\*пересмотрено в соответствии с продолжаемой деятельностью  
Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Рыночный рост  
кредитного портфеля

@аибольшая кредитная активность наблюдалась в сегменте финансирования под залог акций (acquisition and equity-backed finance), объем которого вырос на 49% г./г. до 289 млрд руб. Также заметный темп прироста произошел в розничном сегменте (+49% г./г. до 143 млрд руб.), главным образом, за счет почти двукратного увеличения объема выданных ипотечных кредитов (с 37,7 до 73,5 млрд руб.).

Доля кредитов юрлицам в портфеле почти не изменилась, составив 90%. Отраслевая структура кредитного портфеля стала более диверсифицированной: доля химической и нефтехимической промышленности снизилась с 28% до 17%, металлургии и горнодобывающей отрасли - с 28% до 20%, нефтегазовой отрасли с 25,8% до 18,5%.

NPL 90+ указывают на  
хорошее кредитное  
качество

NPL 90+ снизился в абсолютном выражении с 22,7 млрд руб. до 20,6 млрд руб. за счет корпоративного сегмента (с 18 млрд руб. до 14,5 млрд руб.), но в рознице он вырос с 4,7 млрд руб. до 6,0 млрд руб. (повысилась просрочка по ипотеке). В 2011 г. объем списаний составил 1,6 млрд руб., что на 64% меньше, чем в 2010 г. Несмотря на снижение нормы резервирования по портфелю с 4,7% до 4,0%, покрытие NPL 90+ увеличилось с 224% до 286%.

<b>Банк нарастил позицию в долговых ценных бумагах</b>	Портфель ценных бумаг на балансе банка вырос на 17% г./г. до 261,7 млрд руб. за счет увеличения позиции в долговых ценных бумагах (+36% г./г. до 214 млрд руб.), вложения в акции снизились с 67 млрд руб. до 48 млрд руб. (~18% портфеля).
<b>Банк нарастил подушку ликвидности</b>	Банк заметно нарастил подушку ликвидности: объем денежных средств и их эквивалентов увеличился на 42% г./г. до 494 млрд руб., из которых 31% приходится на наличные средства и остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ. Однако мы отмечаем, что произошло некоторое смещение обязательств в сторону сокращения дюрации: доля обязательств с погашением в течение 1 месяца выросла с 43% до 46%.
<b>Оптовые источники активно используются для фондирования</b>	Финансирование кредитования было осуществлено, преимущественно, из оптовых источников: долговых ценных бумаг (+78 г./г. до 260 млрд руб.), МБК (+167% г./г. до 240 млрд руб.) и субординированных депозитов (-7% г./г. до 134 млрд руб.). В 2011 г. были размещены векселя балансовой стоимостью 56 млрд руб. и выпущены евробонды Gazprombank 16 (20 млрд руб.), Gazprombank 13-2 (420 млн швейцарских франков) и рублевые облигации БО-2 и БО-4 в объеме 20 млрд руб. После отчетной даты были размещены 2-летние БО-3 номиналом 10 млрд руб. В 2012 г. банку предстоит рефинансировать долговые ценные бумаги на сумму 123,5 млрд руб., что может быть осуществлено, в том числе, выпуском рублевых бондов (зарегистрированы на 80 млрд руб.).
<b>Доля структур Газпрома в обязательствах снижается</b>	Приток клиентских средств обусловили частные компании (остатки на расчетных счетах выросли на 55% г./г. до 219 млрд руб., на депозитах - на 48% г./г. до 448 млрд руб.). Мы отмечаем, что доля средств от структур Газпрома в обязательствах снизилась с 16,1% в 2010 г. до 13,8% (~307 млрд руб.).  В то же время депозиты физлиц продемонстрировали довольно скромный рост (+11% г./г.) в сравнении, например, со Сбербанком (+17% г./г.).
<b>Конвертация субординированного долга увеличит капитал до комфортного уровня</b>	В примечаниях к отчетности указано, что в феврале 2012 г. Газпром произвел конвертацию своего субординированного депозита в размере 7,5 млрд руб. в обыкновенные акции банка. Газпромбанк ожидает аналогичных действий по конвертации субординированного долга со стороны остальных акционеров: негосударственного пенсионного фонда "Газфонд" и ВЭБа (в объеме 32,5 и 50 млрд руб., соответственно). После завершения конвертации структура акционерного капитала распределится следующим образом: Газфонд - 47,4%, Газпром - 35,5%, ВЭБ - 10,2% (остальное принадлежит физлицам и представлено казначейскими акциями). По нашим оценкам, увеличение капитала приведет к повышению показателя Tier 1 на 4 п.п. до комфортного уровня 13,6%.
<b>Снижение стоимости обязательств обусловило рост чистой процентной маржи</b>	Процентный доход Газпромбанка увеличился (+35% г./г.) пропорционально росту кредитного портфеля, опередив рост процентных расходов (+7,2% г./г.), что обусловило заметное улучшение чистой процентной маржи на 1,1 п.п. до 3,6%, которая, тем не менее, остается на низком уровне в сравнении с крупнейшими банками. Так, чистая процентная маржа Сбербанка находится на уровне 6,5%, а у ВТБ (без учета консолидации Банка Москвы) - 4,8%. Всплеск отчислений в резервы (+9,6 млрд руб. г./г.) был компенсирован получением одноразовой комиссии по кредиту (12 млрд руб.).
<b>Сохраняется высокая доля в прибыли непроцентных источников дохода</b>	Банк имеет высокую долю непроцентных источников дохода, которые в 2011 г. оказались на уровне чистого процентного дохода, а в 2010 г. превзошли его. От операций с акциями и GDR Новатэка в 2011 г. банк получил прибыль в размере 11,5 млрд руб., при этом общая прибыль от инвестиций, удерживаемых для продажи, и в зависимые/дочерние общества составила 19,3 млрд руб. (против 33,6 млрд руб. в 2010 г.). Доход от операций с валютой и производными финансовыми инструментами оказался заметно ниже г./г. (2 млрд руб. против 12,3 млрд руб. в 2010 г.). Операционные расходы выросли лишь на 2,2%, составив 47,2 млрд руб. В результате чистая прибыль до налогов выросла на 30% г./г. до 54 млрд руб.
<b>Евробонды стоят дорого, в рублевых облигациях торговых идей нет</b>	Несмотря на более низкие кредитные рейтинги, евробонды ГПБ не предполагают премию к ВТБ (BBB/Baa1/BBB): G-спред по VTB 17 составляет 508 б.п., в то время как по GPBRU 16 - 485 б.п., что, по-видимому, обусловлено более частым привлечением долга ВТБ на публичном рынке, а также невысокой ликвидностью бумаг ГПБ. На рынке рублевых облигаций короткие выпуски ГПБ БО-2 предлагают премию к ВТБ БО-2 ~15-25 б.п., что мы считаем справедливым.

## Мосэнерго: долговая нагрузка остается отрицательной

Мосэнерго (S&P: BB), крупнейшая территориальная генерирующая компания России, опубликовала отчетность по МСФО за 2011 г. Кредитный профиль компании по-прежнему выглядит сильно, показатель Чистый долг/ЕБИТДА остается отрицательным.

### Ключевые финансовые показатели Мосэнерго

в млрд руб., если не указано иное	2011 г.	2010 г.	изменение
Выручка, в т.ч.	161,1	145,3	+11%
реализация электроэнергии (включая мощность)	88,7	78,9	+12%
реализация тепловой энергии	69,5	62,3	+12%
ЕБИТДА	23,9	20,0	+19%
Рентабельность по ЕБИТДА	15%	14%	+1 п.п.
Операционная прибыль	10,9	8,1	+34%
Операционная рентабельность	7%	6%	+1 п.п.
Чистая прибыль	9,9	8,9	+11%
Чистая рентабельность	6%	6%	0 п.п.
Операционный поток	16,6	22,7	-27%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-16,6	5,7	-
Капвложения	-17,2	-6,9	+2,5x
Свободный денежный поток	0,0	28,4	-
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Совокупный долг, в т.ч.	15,6	17,5	-11%
Краткосрочный долг	5,4	5,0	+8%
Долгосрочный долг	10,2	12,6	-19%
Чистый долг	-10,0	-10,8	-7%
Долг/ЕБИТДА*	0,65x	0,88x	-
Чистый долг/ЕБИТДА*	отриц.	отриц.	-

\*ЕБИТДА за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Снижение полезного отпуска электро- и теплоэнергии компенсируется ростом цен на РСВ и тарифов на тепло**

**Темп роста расходов отстает от выручки**

**Экономия по расходам обеспечена во многом за счет разовых эффектов**

**Прогноз компании по ЕБИТДА на 2012 г. - 23-23,5 млрд руб.**

По итогам 2011 г. выработка электроэнергии на станциях Мосэнерго снизилась на 0,5%, отпуск тепловой энергии – на 4,9%. Несмотря на снижение производственных показателей, выручка компании увеличилась на 11% за счет роста цен на электроэнергию на рынке в среднем на 17,6% (рынок на сутки вперед, РСВ) и тарифа на тепло на 17,2%. В то же время увеличение выручки сдерживалось снижением средних цен на рынке мощности (-8,4% г./г. на новую мощность, -2% - на старую).

При росте выручки на 11% операционные расходы Мосэнерго выросли на 9,7%, что позволило компании увеличить операционную рентабельность на 1 п.п. Благодаря опережающему росту цен на электроэнергию и тарифов на тепло по сравнению с ценами на газ, а также улучшению топливной эффективности (уменьшение расхода условного топлива на ~3%) Мосэнерго удалось компенсировать негативный эффект от снижения цен на мощность.

В то же время основными статьями экономии были: 1) уменьшение расходов на оплату труда персонала, их снижение в значительной степени обусловлено эффектом высокой базы в 2010 г. (были выплачены значительные выходные пособия в связи с переводом части функций на аутсорсинг), а также 2) существенное уменьшение расходов по налогам (кроме налога на прибыль), вызванное разовыми мероприятиями компании по работе с налоговыми органами. Таким образом, мы не склонны переоценивать степень контроля компании над издержками.

В 2012 г. компания планирует незначительно нарастить выработку электроэнергии (+1%) при снижении отпуска теплоэнергии примерно на 1%. При росте выручки в 2012 году на 5% до 169 млрд руб. Мосэнерго ожидает, что ЕБИТДА останется на уровне 2011 г.

**Чистый долг по-прежнему отрицательный**

Общий долг Мосэнерго по итогам 2011 г. снизился на 11% до 15,6 млрд руб. Несмотря на погашение ~5 млрд руб. заемных средств, на счетах Мосэнерго по-прежнему остается существенный запас денежных средств, а чистый долг по-прежнему отрицателен (-10 млрд руб.).

**Инвестиции покрываются операционным денежным потоком, существенного роста долга в ближайшее время не ожидается**

По итогам 2011 г. операционный поток компании оказался достаточным для того, чтобы осуществить финансирование инвестиций. В 2012 г. Мосэнерго планирует увеличить инвестпрограмму до 28,8 млрд руб. (в 2011 г. ~17,2 млрд руб.). ~19 млрд руб. будут направлены на финансирование инвестиционных проектов в рамках ДПМ, которые предполагают ввод 1122 МВт новой мощности в 2013-2014 гг. Напомним, что механизм ДПМ предполагает гарантированный возврат инвестиций и доход на вложенный генерирующей компанией капитал. Увеличение инвестпрограммы, хотя и может потребовать дополнительного заемного финансирования, на наш взгляд, некритично с точки зрения кредитного профиля, учитывая в целом сильный операционный денежный поток и запас денежных средств (~10 млрд руб.).

**Выпуски Мосэнерго неликвидны**

На текущий момент в обращении находятся два выпуска облигаций Мосэнерго. В феврале 2012 г. состоялась оферта по выпуску Мосэнерго, 02, т.к. ставка купона на последующие периоды была установлена на уровне 1%, скорее всего, весь объем выпуска был предъявлен к выкупу (на 31 декабря 2011 г. номинал облигаций в обращении составлял 4,8 млрд руб.). Выпуск Мосэнерго, 03 неликвиден. У компании зарегистрированы 2 выпуска биржевых облигаций на общую сумму 3 млрд руб.

**Синергия: пищевой сегмент подкачал****Слабые результаты в части рентабельности**

Вчера Синергия (Fitch: B), один из ведущих производителей ликеро-водочной продукции в РФ, представила достаточно слабые результаты по МСФО за 2П 2011 г. и 2011 г. в части рентабельности, что стало следствием ухудшения показателей пищевого сегмента во 2П 2011г. и высоких единовременных затрат на перелицензирование и продвижение приобретенной марки Veda в 1П 2011 г. Тем не менее, долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА LTM), несмотря на ее повышение, остается на комфортном уровне - 1,5х.

**Ключевые финансовые показатели Синергии**

В млн руб., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	14 994	10 219	+47%	25 213	21 128	+19%
Валовая прибыль	5 200	3 737	+39%	8 938	7 380	+21%
Валовая рентабельность	34,7%	36,6%	-1,9 п.п.	35,4%	34,9%	+0,5 п.п.
ЕБИТДА	1 899	1 344	+41%	3 243	3 340	-3%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,7%	13,1%	-0,4 п.п.	12,9%	15,8%	-2,9 п.п.
Чистая прибыль	685	976	-30%	1 661	1 573	+6%
Чистая рентабельность	4,6%	9,5%	-4,9 п.п.	6,6%	7,4%	-0,8 п.п.
Операционный поток				-795	-75	-10,6х
Инвестиционный поток, в т.ч.				-473	-667	-29%
Капвложения				-780	-719	+8%
Финансовый поток				-15	2 009	-
в млн руб., если не указано иное		31 дек. 2011		30 июня 2011		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		5 567		4 730		+18%
Краткосрочный долг		1 243		1 354		-8%
Долгосрочный долг		4 324		3 376		+28%
Чистый долг		4 849		4 116		+18%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*		1,5х		1,3х		-

\*ЕБИТДА за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев  
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

<b>Выручка росла за счет увеличения объемов и цен реализации алкоголя</b>	Выручка компании за 2П 2011 г. возросла на 47% до 15 млрд руб., что было обеспечено увеличением объемов отгрузки алкогольной продукции на 49% п./п. до 8,3 млн декалитров и средней цены ее реализации на ~8% п./п. (напомним, что помимо реализации стратегии по увеличению цен реализации, компания начала эксклюзивную дистрибуцию виски компании William Grant & Sons). При этом мы отмечаем, что давление на показатели выручки оказал пищевой сегмент компании (-10% п./п.). Его доля в совокупной выручке составила около 13% по итогам 2П 2011 г.
<b>Повышение акцизов в 2012 г. может изменить рыночные условия</b>	2012 г. может оказаться достаточно сложным для легальных производителей алкогольной продукции ввиду реализации программы по увеличению акцизов на алкоголь. Напомним, что с января этого года ставка акциза была увеличена на 10%, а с середины года предусматривается ее повышение на 20%. Это может привести к сжатию легального рынка и повышению конкуренции со стороны теневых производителей. Так, ранее компания озвучивала довольно скромные прогнозы по увеличению объемов продаж в 2012 г. на уровне 5%. Отметим, тем не менее, что пока акцизы не повышены существенно, опубликованные операционные результаты за 1 кв. свидетельствуют о росте продаж на 13% относительно аналогичного периода 2011 г.
<b>Валовая рентабельность во 2П 2011 г. снизилась за счет пищевого сегмента</b>	Во 2П 2011 г. более медленный рост валовой прибыли по сравнению с выручкой был также обусловлен слабыми показателями пищевого сегмента компании. Валовая рентабельность алкогольного сегмента осталась на уровне 38%, в то время как рентабельность пищевого сегмента упала с 30% в 1П 2011 г. до 11,4% во 2П 2011 г., что существенно ниже даже результатов 2П 2010 г. (21,6%), на которые оказала негативное влияние летняя засуха.
<b>Некоторое восстановление EBITDA во 2П за счет снижения SG&amp;A</b>	Поскольку единовременные высокие затраты на перелицензирование и начальные вложения в продвижение приобретенной марки Veda имели место преимущественно в 1П 2011 г., во 2П произошло некоторое восстановление операционной прибыли. Однако за год в целом показатель EBITDA сократился на 3% г./г., рентабельность по этому показателю снизилась до 12,9% против 15,8% годом ранее. Дополнительно давление на EBITDA также оказало увеличение штата сотрудников в рамках развития дистрибуции при существенном повышении страховых взносов с 1 января 2011 г.
<b>Накопленные денежные средства сократились</b>	<p>По итогам года компания смогла увеличить чистую прибыль на 6% г./г. до 1,7 млрд руб., прежде всего, за счет снижения финансовых расходов: стоимость заимствований снизилась до 8,3-11% в 2011 г. против 11-13% в 2010 г.</p> <p>Валовый операционный поток в 2011 г. остался примерно на уровне предыдущего года (3,4 млрд руб.). Однако в результате инвестиций в оборотный капитал (в частности, существенное увеличение запасов на 1,9 млрд руб. против 501 млн руб. в 2010 г.) чистый отток средств по операционной деятельности составил -795 млн руб., что вкуче с финансирование инвестиций привело к снижению накопленных денежных средств (за 2011 г. -1,3 млрд руб. до 718 млн руб.).</p> <p>Совокупный долг на конец 2011 г. составил 5,6 млрд руб., увеличившись за 2П на 18%, но в целом с начала 2011 г. он снизился на 10%. Большая часть долга представлена выпуском Синергия, БО-01 на 3 млрд руб., по которому в октябре 2012 г. предусмотрена оферта. Также в обращении находится выпуск Синергия,03 номиналом 2,5 млрд руб. (по оферте в январе 2011 г. выкуплено бумаг на 565 млн руб., а впоследствии, возможно, и больше).</p>
<b>По итогам года Чистый долг/EBITDA вырос до 1,5x</b>	<p>В результате роста долга в абсолютном выражении и снижения денежных средств на балансе, чистый долг вырос на 18% во 2П 2011 г., его отношение к LTM EBITDA составило 1,5x (против 1,3x на середину года и 1,2x на начало года).</p> <p>Торговая ликвидность в облигациях Синергии практически отсутствует. С учетом кредитного рейтинга эмитента, мы оцениваем справедливую доходность его бумаг не ниже YTW 10%.</p>

## ТрансКонтейнер: падение импорта может затянуться

ТрансКонтейнер (-/Ba3/BB+) опубликовал смешанные операционные результаты за 1 кв. 2012 г. (без учета данных по казахской «дочке»). Объем контейнерных перевозок подвижным составом вырос на 10,7% г./г. до 347 тыс. ДФЭ (двадцатифутовый эквивалент) благодаря росту экспортных (+13%) и транзитных (+17%) отправок. При этом было отмечено падение перевозок импорта (-4%) из-за недавнего повышения тарифов компании на 6%. Менеджмент полагает, что импортные объемы вскоре восстановятся, однако, на наш взгляд, это может занять более длительное время в случае ухудшения макроэкономической ситуации в мире.

Объемы доходных перевозок компании (перевозки клиентских контейнеров и собственных груженых контейнеров) выросли на 12,5% до 260 тыс. ДФЭ. Доля ТрансКонтейнера в общем объеме контейнерных ж/д перевозок осталась практически без изменений – 50% в 1 кв. 2012 против 51% годом ранее.

Мы отмечаем, что показатели операционной эффективности снизились: оборот контейнеров увеличился с 22,4 до 23,1 дней, а «порожный» пробег по контейнерам вырос с 36,1% до 39,3%, что было связано с передислокацией парка в связи с ожидаемым ростом спроса во 2 кв. 2012 г.

Данные по переработке грузов через терминалы компании выглядят слабо: объемы упали на 9,1% до 335 тыс. ДФЭ, что обусловлено сокращением парка среднетоннажных (-42%) и крупнотоннажных (-2%) контейнеров. Компания объясняет падение снижением объемов импорта.

Мы считаем, что падение импорта может оказаться более долгосрочным, чем ожидает компания, а ухудшение показателей эффективности может оказать негативное влияние на уровень рентабельности операций ТрансКонтейнера. На наш взгляд, операционные результаты за 2 кв. 2012 г. могут оказаться решающими для понимания рыночной ситуации в целом по году.

По нашему мнению, облигации ТрансКонт-2 (УТМ 8,5% @ июль 2015 г.) выглядят справедливо оцененными, предполагая премию к кривой РЖД (близкие по дюрации бумаги РЖД-14 имеют УТМ 8,0% @ апрель 2015 г.) в размере 50 б.п.

## 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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

### 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

Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Прочие

АФК Система
-------------

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	
Промсвязьбанк	
РСХБ	

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### [Экономические индикаторы](#)

[Макростатистика: оптимизм по инерции](#)

### [Платежный баланс](#)

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

### [Инфляция](#)

[Инфляция: на низком старте](#)

### [Валютный рынок](#)

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

### [Монетарная политика ЦБ](#)

[ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными](#)

### [Банковский сектор](#)

[Банковский сектор: облигации как источник роста розницы](#)

### [Промышленность](#)

[Промышленная оттепель](#)

### [Внешняя торговля](#)

[Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось](#)

### [Ликвидность](#)

[Ликвидность из бюджета](#)

### [Интервенции ЦБ](#)

[Покупки валюты ЦБ выросли вслед за укреплением рубля, коридор остается на уровне 32,2-38,2 руб.](#)

### [Бюджет](#)

[Бюджетный фальстарт](#)

### [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	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
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
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.