

Пульс рынка

- **Снижение доходностей суверенных бондов еврозоны поддержало аппетит к риску.** Итоги размещения суверенных бондов Италии (2, 8 и 11-летних), предложенных в объеме 5 млрд евро, оказались довольно негативными: спрос превысил предложение всего на 43%, доходность 10-летних бумаг составила YTM 5,57%, приблизившись к 2-месячному максимуму. Однако после аукциона вдоль суверенной кривой итальянских бондов произошел заметный рост котировок: 10-летние бумаги снизились в доходности до уровня YTM 5,39%, что, скорее всего, стало следствием интервенций ЕЦБ. Учитывая негативную реакцию Германии на проведение 3-летних LTRO, мы не исключаем, что следующим этапом количественного смягчения (для снижения ставок по займам периферийных стран еврозоны) станет расширение баланса ЕЦБ за счет выкупа суверенных бондов. Индексы акций выросли в пределах 1-1,5%.
- **Из США и Китая поступает негативная статистика.** Данные по рынку труда США вышли заметно хуже ожиданий: число новых заявок на пособия по безработице составило 380 тыс. (ожидалось 359 тыс.). Рост ВВП Китая в 1 кв. составил 8,1% при консенсус-прогнозе 8,4%. Замедление экономики Китая было обусловлено снижением экспорта в развитые страны, что не полностью компенсируется ростом внутреннего спроса. Повышенные инфляционные риски, на что указывают последние данные, препятствуют более мягкой кредитной политике. Однако публикация сильных данных по промпроизводству и розничным продажам позволили смягчить настроение инвесторов.
- **ЦБ продолжает покупать валюту, что ослабляет отток ликвидности, связанный с налогами.** По нашим оценкам, покупки валюты ЦБ 2-6 апреля составили около 0,9 млрд долл. (или 180 млн долл. в день), что соответствует заявлениям А. Улюкаева, согласно которым с начала месяца (2-11 апреля) ЦБ приобрел чуть более 1 млрд долл. Как следует из ежедневных оценок ЦБ, регулятор лишь незначительно сократил величину интервенций в апреле и покупает не более 120 млн долл. в день в интервале 33,82-34,65 руб., а в верхнем подкоридоре диапазона 32,98-33,82 руб. - лишь около 200 млн долл. При такой интенсивности интервенций, как мы полагаем, текущие границы плавающего коридора (32,15-38,15 руб.) едва ли претерпели изменения, а новый их сдвиг, скорее, возможен во второй половине апреля. Помимо покупок валюты международные резервы на прошлой неделе пополнились средствами от размещения суверенных евробондов (7 млрд долл.), а также чистым итогом от переоценки ценных бумаг и СДР (0,7 млрд долл.), в то время как вклад остальных компонент (недолларовые активы, золото) был отрицательным (-2,8 млрд долл./-0,95 млрд долл.).
- **Ухудшение внешней конъюнктуры снизило спрос на первичном рынке.** В отличие от ряда предыдущих размещений квазисуверенных облигаций ставка купона по 3-летнему выпуску РСХБ-16 номиналом 10 млрд руб. была установлена на уровне 8,55%, вблизи верхней границы ориентира (8,4-8,6%). Потенциал для ценового роста быстрее рынка в бумаге отсутствует: доходность YTP 8,73% предполагает премию к рынку в 10 б.п. (близкие по дюрации РСХБ-12,13,14 котируются в пределах YTP 8,4-8,65% @ июль 2015 г.). Перенос размещения 3-летних БО-3 Банка ДельтаКредит (Moody's: Baa2) с ориентиром YTP 9,20-9,73% также свидетельствует о снижении аппетита к риску. По-видимому, в ближайшее время интерес будет присутствовать, главным образом, в сегменте качественных бумаг короткой дюрации с премией к рынку.
- **НОМОС Банк (-/Ва3/ВВ) планирует выпуск субординированных евробондов.** На следующей неделе (16 апреля) начинается road-show, по его результатам будет принято решение о размещении и объявлены параметры бумаг. В ходе телеконференции по итогам 2011 г. (см. наш обзор от 28 марта 2012 г.) банк озвучил планы по привлечению на рынке евробондов ~500 млн долл. Субординация долга обусловлена низкой достаточностью капитала (Н1 - 11,25% на 1 марта 2012 г.). По нашему мнению, текущая конъюнктура не способствует спросу на субординированные бумаги эмитентов второго эшелона, что может транслироваться в заметную премию к рынку. Также в очереди на первичный рынок евробондов стоит Распадская.

Темы выпуска

- Совкомфлот: фрахтовый рынок по-прежнему слаб
 - Globaltrans: рост парка обоснован
-

Совкомфлот: фрахтовый рынок по-прежнему слаб

Ожидаемо слабые результаты Совкомфлот (BBB-/Ba1/BBB-), крупнейшая российская судоходная компания, специализирующаяся на перевозке энергоносителей, опубликовал ожидаемо слабые результаты по МСФО за 4 кв. 2011 г.

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	4 кв. 2010	изм.	2011	2010	изм.
Выручка (доходы от фрахта и аренды)	363	316	+15%	1 439	1 313	+10%
Тайм-чартерный эквивалент	230	218	+5%	927	941	-1%
ЕБИТДА	100	115	-13%	461	533	-13%
Рентабельность по ЕБИТДА	27,5%	36,4%	-8,9 п.п.	32,0%	40,6%	-8,6 п.п.
Операционная прибыль	38	70	-1,8x	194	268	-28%
Операционная рентабельность	10,5%	22,1%	-11,6 п.п.	13,5%	20,4%	-6,9 п.п.
Чистая прибыль	7	64	-9,1x	54	164	-3,0x
Операционный поток				404	463	-13%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-558	-560	0%
Капитальные затраты				-652	-697	-6%
Финансовый поток				51	274	-5,4x

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Краткосрочный долг	268	267	0%
Долгосрочный долг	2 922	2 856	+2%
Совокупный долг	3 190	3 123	+2%
Чистый долг	2 800	2 788	+0,4%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА*	6,08x	5,86x	-

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

Рейсовые расходы показали опережающую динамику

Валовая выручка компании за 4 кв. 2011 г. увеличилась на 15% до 363 млн долл. по сравнению с 4 кв. 2010 г. Однако в тайм-чартерном эквиваленте (используется в судоходной отрасли, чтобы отразить финансовые результаты и сравнить выручку от рейсового чартера с выручкой от тайм-чартера) рост составил всего 5% до 230 млн долл. Такая разница объясняется опережающей динамикой рейсовых расходов. Флот компании увеличился до 155 собственных и зафрахтованных судов против 147 судов на конец 4 кв. 2010 г. за счет прироста танкеров и продуктовозов, а суммарный дедевейт вырос на 6,6% до 11,4 млн тонн.

Наличие заказов на будущее обеспечивает более стабильную динамику

Наличие достаточно большого объема законтрагованных на будущие периоды заказов (на конец 2011 г. 5,5 млрд долл. против 4,2 млрд долл. на конец 2010 г.) обеспечивает компании более стабильную динамику выручки по сравнению с мировыми аналогами, которые сильнее пострадали из-за избытка танкерных мощностей на рынке и умеренного снижения объемов перевозок нефти по морю (что продолжает давить на фрахтовые ставки). По мнению менеджмента, фрахтовый рынок в 2012 г. будет по-прежнему находиться под давлением избытка мощностей.

Падение ставок не столь заметно повлияло на выручку

Падение фрахтовых ставок также затронуло Совкомфлот, однако влияние на выручку было не таким заметным благодаря фокусу на менее волатильные перевозки нефтепродуктов, а также привлекательный сегмент транспортировки СПГ и обслуживание шельфовой добычи углеводородов в сложных ледовых и климатических условиях. Кроме того, компания в своей политике расширения флота всегда была консервативна и заказывала новые суда только в случае обеспечения их загрузки будущими долгосрочными заказами.

По нашим прогнозам, цена на нефть сохранится на достаточно комфортном уровне в 2012-2013 гг. (Brent ~114 долл./барр.) как для потребителей, так и для поставщиков, что не приведет к существенному падению объемов международной торговли нефтью. В среднесрочной перспективе это поддержит и фрахтовый рынок при сокращении заказов на строительство новых танкеров.

ЕБИТДА в 4 кв. сократилась

ЕБИТДА компании в 4 кв. 2011 г. сократилась на 13% до 100 млн долл. из-за опережающего роста операционных (в основном затрат на бункеровку), коммерческих и процентных расходов, что привело к падению рентабельности с 36,4% до 27,5%. Соотношение ЕБИТДА к процентным платежам сократилось с 4,7х до 3,2х.

При текущем уровне ЕБИТДА ожидаем дальнейшего роста долговой нагрузки

Инвестиционные затраты в 4 кв. 2011 г. упали до 60 млн долл. с 221 млн долл. годом ранее благодаря вводу в эксплуатацию 11 новых судов общим дедвейтом 1,3 млн тонн в течение 9М 2011г. и отсутствию новых заказов в 3 кв. 2011 г. Планируемое на 2012 г. расширение флота на 17 судов (1,4 млрд долл.), с учетом текущего уровня ЕБИТДА на уровне 461 млн долл. в 2011 г., может привести к дальнейшему росту долговой нагрузки. Однако компания по-прежнему способна привлекать дешевые длинные деньги, пользуясь преференциями со стороны государства.

Запас ликвидности достаточен для погашения краткосрочного долга

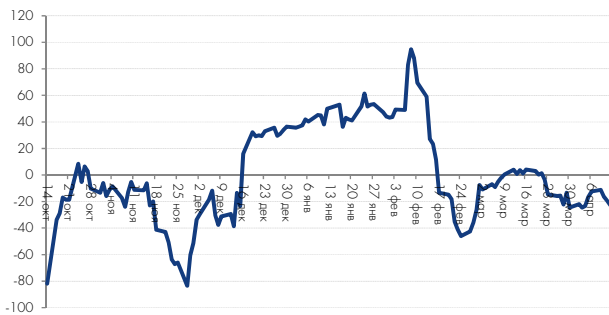
Компания обладает значительным запасом денежных средств (390 млн долл.), что превышает ее краткосрочный долг на 46%. График выплат до долгу комфортен, т.к. большая часть платежей приходится на период позже 2016 г.

Тем не менее, мы отмечаем, что долговая нагрузка компании продолжает увеличиваться. Чистый долг Совкомфлота на конец 2011 г. составил 2,8 млрд долл., или 6,08 LTM ЕБИТДА против 5,86х на конце 3 кв. 2011 г.

Наша рекомендация покупать бонды Sovcomflot 17 оправдалась

В нашем предыдущем комментарии от 3 февраля 2012 г. по эмитенту мы подтвердили свою рекомендацию покупать бумаги Sovcomflot 17, данную еще 12 декабря 2011 г., которые выглядели дешево, предлагая премию к кривой Северстали. Наша рекомендация оправдалась: спред Sovcomflot 17- Severstal 17 ушел в область отрицательных значений, при этом бонды Sovcomflot 17 подорожали на 4,7 п.п. до 95,375%, в то время как бонды Северстали - на 1,7 п.п. до 100,5% от номинала. Мы считаем, что меньшая цикличность бизнеса Совкомфлота в сравнении с металлургами, а также присутствие его бондов в индексе ЕМВ1+ может привести к увеличению дисконта к Северстали до 50-70 б.п.

С небольшим дисконтом к Северстали...



... с более узким спредом к РЖД



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Globaltrans: рост парка обоснован

Результаты оцениваем умеренно позитивно

Вчера Globaltrans (Moody's: Ba3), одна из крупнейших частных групп на российском рынке грузовых ж/д перевозок, опубликовала финансовую отчетность за 2011 г. по МСФО, которую мы оцениваем умеренно позитивно. Во 2П 2011 г. компания смогла улучшить показатели рентабельности, которые за год в целом остались на уровне 2010 г. Долговая нагрузка в течение года планомерно снижалась. Чистый долг/ЕБИТДА с начала года сократился с 0,98х до 0,51х. Однако в этом году в связи с реализацией масштабной инвестпрограммы она, очевидно, возрастет, но, по нашим оценкам, останется на комфортном уровне (не более 2х).

Ключевые финансовые показатели Globaltrans

В млн долл., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	827	906	-9%	1 733	1 383	+25%
Скорректированная выручка*	573	604	-5%	1 177	903	+30%
Валовая прибыль	262	260	+1%	522	401	+30%
Валовая рентабельность	45,7%	43,1%	+2,6 п.п.	44,4%	44,4%	0 п.п.
ЕБИТДА	249	256	-3%	505	391	+29%
Рентабельность по ЕБИТДА	43,4%	42,5%	+0,9 п.п.	42,9%	43,3%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	158	159	-1%	317	226	+40%
Операционный поток				442	289	+53%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-126	-293	-57%
Капвложения				-174	-300	-42%
Финансовый поток				-329	-18	+18,3х

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	379	418	-9%	379	519	-27%
Краткосрочный долг	171	150	+14%	171	191	-10%
Долгосрочный долг	208	268	-22%	208	328	-37%
Чистый долг	258	322	-20%	258	381	-32%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	0,51х	0,69х	-	0,51х	0,98х	-

* Выручка за вычетом сквозной (локомотивной и инфраструктурной) части тарифа РЖД

** ЕБИТДА за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка в 2011 г. росла за счет грузооборота и благоприятной ценовой конъюнктуры

Во 2П 2011 г. снижение скорректированной выручки (без сквозной части тарифа РЖД) на 5% относительно 1П 2011 г. было обусловлено сокращением грузооборота компании на 8% с 57,5 до 53,1 млрд т-км, в частности, по металлургическим и нефтеналивным грузам (-10%). За год в целом грузооборот компании вырос по всем основным видам грузов до 110,6 млрд т-км (+14% г./г.). При этом показатель скорректированной выручки за 2011 г. увеличился на 30% г./г. как за счет повышения грузооборота, так и благоприятной ценовой конъюнктуры на рынке. Стоимость груженой отправки в среднем превысила показатель 2010 г. на 22% (в рублях), в первую очередь, за счет увеличения дальности отправки на 6% г./г.

На 2012 г. компания дает оптимистичные прогнозы

Сама компания придерживается в целом оптимистичного прогноза на 2012 г., ожидая рост российского рынка ж/д грузоперевозок. В этой связи на этот год запланировано существенное наращивание собственного парка (на 10 тыс. вагонов, +25%). В 2012 г. индексация тарифов РЖД составила 6%, при этом, по оценкам Globaltrans, увеличение собственных расценок компании составит около 8% г./г. Также менеджментом было озвучено, что количество сдаваемых компанией в аренду вагонов возрастет за счет приобретенных цистерн (1 000 единиц из 10 000 недавно приобретенных).

Улучшение рентабельности во 2П 2011 г.

Улучшение рентабельности во 2П 2011 г. относительно первой половины года (валовая рентабельность +2,6 п.п., рентабельность по ЕБИТДА +0,9 п.п.), на наш взгляд, связано, главным образом, с существенным снижением числа арендуемых компанией вагонов (-2 623 единиц).

Компания прогнозирует, что расходы на аренду подвижного состава будут снижаться в связи с начавшейся программой по частичному замещению арендуемых вагонов собственными (в

планах заместить до 2,5 тыс вагонов с сохранением доли арендованного парка на уровне 5-15% для повышения гибкости к изменениям рыночного спроса).

По году в целом рентабельность осталась на уровне 43%.

По 2011 г. в целом мы отмечаем сохранение рентабельности на уровне 2010 г. - 43%. Основная часть затрат компании (35%) - расходы на порожний пробег - росли более медленными темпами (+15% г./г.), чем выручка, что было обусловлено, среди прочего, увеличением компенсации порожнего пробега клиентами. Совокупный коэффициент порожнего пробега компании остался на уровне 62% (такой же уровень компания ожидает и в 2012 г.).

По итогам 2011 г. операционный поток вырос на 53% г./г. до 442 млн долл., что было обеспечено, среди прочего, высвобождением средств из оборотного капитала (существенное снижение дебиторской задолженности). Операционного потока было достаточно для финансирования инвестиций, а также погашения части долга.

Долговая нагрузка на конец года снизилась до 0,51x

На конец 2011 г. совокупный долг компании сократился на 27% до 379 млн долл. с начала года, чистый долг составил 258 млн долл., а его отношение к LTM EBITDA снизилось до 0,51x с 0,98x на начало 2011 г.

Инвестпрограмма 2012 г. составила около 700 млн долл. ...

В связи с благоприятной ценовой конъюнктурой на рынке вагонов, компания приняла решение о реализации крупномасштабной инвестпрограммы: к апрелю 2012 г. было законтрактовано 9 988 единиц подвижного состава (+25% парка), из них 7 560 вагонов уже поставлено (в т.ч. ~3 700 вагонов приобретено на вторичном рынке у Транслизинг-сервис), остальные будут получены до конца июня этого года. В ходе телеконференции менеджментом была подтверждена средняя цена вагона на уровне 2,1-2,2 млн руб. Исходя из этого, как мы и ожидали, капзатраты компании составили до 21 млрд руб., или 700 млн долл. (без НДС). В дальнейшем (начиная с 2013 г.) Globaltrans не планирует агрессивно наращивать свой парк, прогнозируя органический рост ~10-12% в год, или в среднем до 5-6 тыс. вагонов, что, на наш взгляд, может быть профинансировано из операционного потока компании.

... повысив, по нашим оценкам, долговую нагрузку до 2,0x

Для реализации озвученной инвестпрограммы компания разместила 2 выпуска рублевых облигаций НПК, БО1 и БО2 на 10 млрд руб., а также привлекла 410 млн долл. по различным кредитным линиям (в прессе ранее сообщалось о кредитной линии Сбербанка на 7,65 млрд руб. (588 млн долл.)). По нашим оценкам, при сохранении EBITDA на тех же уровнях, долговая нагрузка, без учета возможных сделок M&A, не превысит 2,0x.

БО НПК сохраняют премию к рынку

Включение бумаг НПК БО-1,2 в Ломбардный список ЦБ, за которым может последовать их появление в списке РЕПО ЦБ, может способствовать нивелированию премии в размере 50-70 б.п., присутствующей в облигациях эмитента, к кривой Евраза (Евраз-2,4). Учитывая одинаковый уровень кредитных рейтингов выпусков, мы рекомендуем бумаги НПК к покупке.

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	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
АИЖК	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Альфа банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	

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

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.