

Пульс рынка

- **Умеренный оптимизм на фоне позитивной макростатистики.** В четверг на международных торговых площадках продолжилась позитивная динамика. Индекс Dow Jones вырос на 0,17%, цена на нефть марки Brent - на 0,5 долл./барр. до 102,5 долл./барр. Оптимизм инвесторов был поддержан новостями о снижении числа обращений за пособием по безработице в США на 16 тыс. (консенсус-прогноз: -5 тыс.) и хорошими данными по росту ВВП Великобритании в 1 кв. 2013 г.: 0,3% кв./кв. (консенсус-прогноз: +0,1%). Эти данные особенно важны, так как в 4 кв. 2012 г. экономический рост в стране был отрицательным, и существовала опасность, что она впадет в третью за последние 5 лет техническую рецессию (снижение ВВП два квартала подряд). Среди других позитивных новостей стоит отметить значительный прогресс в формировании коалиционного правительства в Италии: компромиссная кандидатура на пост премьер-министра в лице Энрико Летта, наконец, найдена. Возникший после недавних выборов политический кризис, похоже, подходит к концу. На этом фоне доходности 10-летних госбумаг Италии опустились до минимальных значений за последние 2,5 года. Новости из другой южной европейской страны оказались не столь позитивными: в Испании за 1 кв. 2013 г. произошел резкий рост уровня безработицы с 26% до 27,2%. Сегодня выходят данные по росту ВВП США. Мы считаем, что именно они зададут тон дальнейшему направлению рынков.
- **Ставки 6,5% раньше времени.** Ухудшение ситуации на денежном рынке произошло несколько раньше, чем мы прогнозировали. Ставки МБК уже вчера достигли 6,5%. Скорее всего, такая "излишняя" напряженность связана с ситуацией на рынке валютных свопов, где уже несколько дней вмененная рублевая ставка держится выше 6,5%, и участники активно заключают сделки валютного свопа с ЦБ. Это объясняет высокий уровень корсчетов, которые держатся на уровне около 1 трлн руб. Переток ликвидности между рынками МБК и свопов ограничен, и рубли, взятые у ЦБ через валютные свопы, скапливаются на корсчетах участников данного рынка. Одна из версий, почему на рынке свопов возник значительный спрос на рубли, связана с тем, что ряд игроков открыли большие длинные позиции по валюте и теперь их фондируют свопами. Такая игра на ослабление рубля выглядит логичной, учитывая, что текущий уровень курса (35,3 руб. за корзину) не очень оправдан с точки зрения цен на нефть около 100 долл./барр. После вчерашней уплаты НДС и экспортной пошлины задолженность по РЕПО с ЦБ повысилась до 2,1 трлн руб., вплотную к "критическому" уровню (2,2-2,3 трлн руб.). Сегодня существенного оттока ликвидности не ожидается, однако в понедельник выплачивается налог на прибыль (200 млрд руб.), и потребности в средствах ЦБ возрастут. Поэтому есть все основания считать, что в последние дни апреля ставки денежного рынка продолжат удерживаться около 6,5%, возможно даже небольшое превышение этого уровня.
- **Президент осторожен по поводу денежно-кредитной политики.** Вчерашние комментарии В. Путина на прямой линии с населением по поводу экономической политики были достаточно осторожными. В целом, он так и не высказал мнения, какой должна быть будущая бюджетная и денежно-кредитная политика, а только озвучил альтернативные подходы экспертов. Так, по словам президента, жесткая денежно-кредитная политика "в значительной степени обоснована, потому что направлена на таргетирование инфляции", но, с другой стороны, "некоторые считают, что это слишком "зажало" денежную массу". В целом, по нашему мнению, в комментариях Путина не прозвучало намеков на будущие шаги в денежной и бюджетной политике. Возможно, это отражает общую неуверенность властей по этим вопросам.
- **Норильский Никель (BBB-/Ваа2/BB+) разместил 5-летний евробонд** на 750 млн долл. по ставке 4,375% год, что соответствует спреду к mid-swaps в 351,6 б.п. и премии к NLMK 18 до 10 б.п., которая, возможно, объясняется "неинвестиционным" рейтингом НорНикеля от агентства Fitch. Кстати вчера оно изменило прогноз рейтинга на "позитивный". В целом, несмотря на неблагоприятную конъюнктуру на рынке цветных металлов, мы считаем, что по кредитным метрикам НорНикель выглядит сильнее НЛМК (BBB-/Ваа3/BBB-): при сопоставимых объемах выручки, рентабельность по EBITDA НорНикеля в 2012 г. составила 41%, НЛМК - 15,6%, Чистый долг/EBITDA - <1x и 1,94x, соответственно. Исходя из этого, мы полагаем, что размещенные бумаги НорНикеля имеют потенциал для ценового роста.

Темы выпуска

- **ТрансКонтейнер: под влиянием ухудшения конъюнктуры**

ТрансКонтейнер: под влиянием ухудшения конъюнктуры

Результаты 4 кв. - под влиянием снижения спроса в отрасли

ТрансКонтейнер (-/Ba3/BB+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2012 г. и 2012 г. в целом, которые мы оцениваем нейтрально. На результаты 4 кв., главным образом, повлияло общее снижение спроса в отрасли контейнерных ж/д перевозок (начиная с ноября 2012 г.), для стимулирования которого компания, по нашим оценкам, предоставляла скидки своим клиентам. В итоге объемы перевозок ТрансКонтейнера снизились незначительно - на 1% кв./кв., но их структура заметно изменилась: объемы на внутренних маршрутах сократились на 6% кв./кв., и они не были полностью компенсированы ростом экспортных перевозок (+10% кв./кв.). В годовом выражении мы отмечаем замедление роста перевозки в 4 кв. до +5,4% г./г. (против +11,3% г./г. в 3 кв.). Отметим, что по результатам всего 2012 г. ключевые операционные и финансовые показатели продемонстрировали положительную динамику.

Большая часть краткосрочного долга рефинансирована после отчетной даты

Доля краткосрочного долга по итогам 2012 г. повысилась почти вдвое до 63% (5,8 млрд руб.), однако большая его часть после отчетной даты была рефинансирована 5-летним выпуском облигаций ТрансКонтейнер,04 номиналом 5 млрд руб. (были погашены ТрансКонтейнер, 01 номиналом 3 млрд руб. и кредиты Альфа-Банка на 1,83 млрд руб.). В итоге компания существенно снизила риски рефинансирования и, по ее данным, на конец 1 кв. 2013 г. краткосрочный долг составил всего 850 млн руб. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM EBITDA остается на комфортном уровне 0,6x. При этом возможно ее небольшое повышение в дальнейшем, учитывая утвержденную масштабную инвестпрограмму на 2013-2015 гг.

Чистый долг/EBITDA на комфортном уровне 0,6x, возможно небольшое повышение

Ключевые финансовые показатели ТрансКонтейнера

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	9 043	9 783	-8%	36 396	30 876	+18%
Скорректированная выручка ¹	6 293	6 830	-8%	25 644	22 701	+13%
EBITDA	2 126	2 185	-3%	10 344	8 448	+22%
Рентабельность по EBITDA ²	33,8%	42,6%	-8,8 п.п.	40,3%	37,2%	+3,1 п.п.
Операционная прибыль	1 398	2 185	-36%	7 341	5 735	+28%
Операционная рентабельность ²	22,2%	32,0%	-9,8 п.п.	28,6%	25,3%	+3,3 п.п.
Чистая прибыль	878	1 529	-43%	5 151	3 843	+34%
Операционный поток	1 253	2 284	-45%	7 246	5 779	+25%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-2 520	-1 990	+27%	-6 061	-6 163	-2%
Капвложения	-2 305	-1 771	+30%	-5 691	-4 244	+34%
Финансовый поток	-36	-1 391	-38,6x	-2 067	1 287	-
в млн руб., если не указано иное				31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				9 188	9 215	0%
Краткосрочный долг				5 789	3 482	+66%
Долгосрочный долг				3 399	5 733	-41%
Чистый долг ³				6 484	5 410	+20%
Чистый долг/EBITDA LTM ⁴				0,63x	0,53x	-

¹ Выручка за вычетом расходов по оплате услуг сторонних организаций, относящихся к интегрированным экспедиторским и логистическим услугам

² Показатель рентабельности рассчитан, исходя из скорректированной выручки

³ С учетом депозитов в объеме 1,34 млрд руб.

⁴ EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Падение выручки опережало снижение объемов

На снижение в 4 кв. средних тарифов компании указывает опережающее объемы падение выручки во всех сегментах деятельности. Так, объемы доходных контейнерных ж/д перевозок снизились на 1% кв./кв. до 381 тыс. TEU, при этом выручка упала на 7,5% кв./кв., объемы терминальной обработки сократились на 5% кв./кв. до 362 тыс. TEU при падении выручки на 21% кв./кв. Общая выручка (скорректированная на расходы по услугам, оказанным по сквозной ставке) понизилась на 8% кв./кв. до 6,3 млрд руб.

Ранее менеджмент прогнозировал рост перевозок в 2012 г. на 10,5% г./г., однако в результате ухудшения рыночной конъюнктуры в реальности он составил 8,9%. Напомним, что в 2013 г. менеджмент ожидает замедления роста рынка до 6-9%. Мы отмечаем, что операционные результаты за 1 кв. 2013 г. выглядят достаточно слабыми: объемы контейнерных перевозок упали на 10% кв./кв. и на 1,3% г./г. Какие-либо изменения прогнозов, возможно, будут озвучены менеджментом в ходе телеконференции по результатам 2012 г., которая состоится сегодня.

Помимо снижения тарифов, давление на маржу оказал рост операционных расходов

Рентабельность по EBITDA в 4 кв. "просела" на 8,8 п.п. кв./кв. до 33,8%. Помимо снижения тарифов компании давление оказал рост расходов на персонал на 19% кв./кв., а также на материалы и ремонт - на 33% кв./кв. При этом продолжившееся снижение коэффициента порожнего пробега (как контейнеров до 33,0% с 35,4% в 3 кв., так и платформ - до 6,8% с 7,3%) поддержало прибыльность.

Утвержденная инвестпрограмма на 2013-15 гг. может быть реализована за счет собственных средств

Операционный денежный поток в 4 кв. сократился на 45% до 1,25 млрд руб., что в большей степени стало следствием снижения EBITDA, но также и осуществлением инвестиций в оборотный капитал (300 млн руб.). Его не хватило на капвложения в 4 кв. (2,3 млрд руб.), но по итогам 2012 г. в целом свободный денежный поток компании превысил 1,5 млрд руб. В 2013 г. инвестпрограмма утверждена в объеме 9,1 млрд руб., в 2014 г. - 7,9 млрд руб. и в 2015 г. - 8,6 млрд руб. 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 (2,7 млрд руб. на конец 2012 г.). При этом в случае ухудшения рыночной конъюнктуры компания имеет гибкость в ее реализации.

Бумаги эмитента справедливо оценены

Выпуск ТрансКонтейнер-4 (YTM 8,4% @ январь 2018 г., дюрация 3,42 года) котируется со спредом к суверенной кривой в размере ~240 б.п., что, по нашему мнению, является справедливой оценкой для бумаг рейтинговой категории BB. ТрансКонтейнер-2 не отличается торговой ликвидностью, последние сделки проходили по YTM 8,15% @ июнь 2015 г.

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	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
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	Uranium One
Норильский Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
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 экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

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 приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

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.