

Пульс рынка

- Испания вышла из категории А. S&P понизило рейтинг Испании на 2 ступени до BBB+ с негативным прогнозом, предполагая рецессию в 2012 г. со снижением реального уровня ВВП на 1,5% и в 2013 г. - на 0,5%. Ранее агентство ожидало повышения ВВП страны на 0,3% в 2012 г. и на 1% в 2013 г. Дальнейшее снижение рейтинга произойдет в случае отсутствия политической поддержки текущего плана экономических реформ, а также превышения суверенным долгом уровня 80% ВВП до 2014 г. (на конец 2011 г. - 68,5%, что на 8 п.п. выше, чем в 2010 г.). Долговые рынки давно учитывают в ценах бондов Испании более слабое кредитное качество, чем предполагается ее рейтингами (BBB+/A3/A). Так, доходность 10-летних бондов Испании сейчас составляет ~YTM 5,8%, что соответствует премии 180 б.п. к недавно размещенным Russia 22 (BBB/Baa1/BBB). Также не исключено снижение рейтингов Италии (BBB+/A3/A-), которая имеет аналогичные проблемы, только их масштаб в разы больше: суверенный долг составляет 1,6 трлн евро (более, чем в 2 раза выше, чем у Испании), а его отношение к ВВП - 120%.
- Признаки восстановления рынка недвижимости США. Продажи на вторичном рынке выросли в марте на 4,1% м./м. (консенсус-прогноз - 1,0%) после спада в феврале на 0,5%. Пауза в восстановлении рынка труда продолжилась: число новых обращений за пособиями по безработице достигло 388 тыс. (ожидалось 375 тыс.). Большинство индексов акций завершило день небольшим ростом, поддержку оказало расширение программы количественного смягчения Банка Японии (на 123 млрд долл.). Сегодня интерес представляют данные из США по ВВП и индексу уверенности потребителей.
- С 16-20 апреля ЦБ мог купить около 1 млрд долл., что стало главной причиной прироста международных резервов (+0,7 млрд долл. до 519,5 млрд долл.) при совокупном отрицательном вкладе переоценки других составляющих: валютной (0,15 млрд долл.), ценных бумаг и СДР (-0,1 млрд долл.), золота (-0,4 млрд долл.). Помимо интервенций пополнению ликвидности способствовали госрасходы. Но они с лихвой перекрываются налогами и ростом наличности перед майскими праздниками, что оборачивается чистым оттоком средств из системы, который превышает наши ожидания. Вместо прогнозируемых нами 300-400 млрд руб. с начала налогового периода из системы "утекло" почти 530 млрд руб. Вызванный этим недостаток средств банки компенсируют эквивалентным приростом РЕПО за этот период (почти на 500 млрд руб. до 874 млрд руб.) при широких лимитах со стороны ЦБ. Спрос на ликвидность ожидаемо транслируется в рост о/п ставок, которые даже превысили прогнозируемую нами планку в 6%.
- ГПБ (BB+/Baa3/-) разместил субординированный бонд по рынку. По итогам сбора заявок ставка купона 7-летнего субординированного бонда sub GPB 19 номиналом 500 млн долл. составила 7,25%, что соответствует G-спреду 595 б.п. (с учетом текущего положения 7Y UST на уровне YTM 1,3%). Обращающиеся старшие евробонды эмитента (в частности, GPB 14,15,16) не отличаются высокой ликвидностью и котируются с G-спредом в пределах 390-490 б.п. Для справедливой оценки бумаг ГПБ мы исходим из премии 125 б.п. (за субординацию и разницу в наборах кредитных рейтингов) к длинным бондам VTB 18 и VTB 20, для которых G-спред составляет 480-490 б.п. В результате, по нашему мнению, справедливый G-спред для sub GPB19 равен 605-615 б.п. Напомним, что общая программа заимствований банка на внешних рынках составляет 2 млрд долл.

Темы выпуска

- АФК Система: форс-мажор в Индии подпортил показатели
- РусГидро: долговая нагрузка – на комфортном уровне
- Трансконтейнер: рентабельность разочаровала
- Globaltrans: новое приобретение

АФК Система: форс-мажор в Индии подпортил показатели

Профильные активы увеличили долг...

... а развивающиеся принесли большие разовые убытки

АФК Система (BB/Вa3/BB-) объявила финансовые результаты за 4 кв. и 12М 2011 г., которые произвели на нас двойственное впечатление: неплохие показатели профильных активов на фоне высокого убытка развивающихся. В сегменте профильных активов в 4 кв. произошло снижение показателя OIBDA на 2,9% кв./кв. до 2,12 млрд долл., при этом рентабельность по OIBDA поднялась на 1,1 п.п. до 29,6%. Долговая нагрузка сегмента увеличилась как в абсолютном выражении на 1,4 млрд долл. до 12 млрд долл., так и в относительном выражении с 1,33x в 3 кв. до 1,4x в терминах Долг/LTM OIBDA. Развивающиеся активы продемонстрировали убыток на уровне показателя OIBDA в размере 879 млн долл. (в то время как в 3 кв. сегмент вышел в прибыль на уровне 18 млн долл.). Долг в абсолютном выражении увеличился на 188 млн долл. до 3,1 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

В млн долл., если не указано иное	2011	2010	изм.
Выручка	32 981	26 811	+23%
OIBDA	7 223	7 165	+1%
Рентабельность по OIBDA	21,9%	26,7%	-4,8 п.п.
Скоррект. OIBDA*	8 280	7 126	+16%
Рентабельность по скоррект. OIBDA	25,1%	26,6%	-1,5 п.п.
Чистая прибыль	1 191	2 117	-44%
Операционный поток	5 571	4 057	+37%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-5 186	-4 839	+7%
Капвложения**	-4 132	-4180	-1%
Финансовый поток	-482	-7	-
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	16 410	15 383	+7%
Краткосрочный долг	4 397	3 177	+38%
Долгосрочный долг	12 013	12 206	-2%
Чистый долг	13 039	12 363	+5%
Чистый долг/OIBDA	1,8x	1,7x	-

*Показатель OIBDA скорректирован на разовые убытки

**Инвестиции, включая нематериальные активы

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонность и пошлины привели к снижению выручки

Снижение выручки кв./кв. профильных активов было обусловлено сезонным спадом у мобильного оператора МТС (см. наш обзор от 28 марта 2012 г.), а также сокращением экспорта нефтепродуктов Башнефти (см. наш обзор от 20 апреля 2012 г.) в связи с введением нового налогового режима "60-66". Также отразился бухгалтерский эффект от деконсолидации компании Башкирэнерго в рамках планируемого выделения генерирующих активов с последующей их передачей Интер РАО, при этом электросетевые активы Башкирэнерго полностью перейдут АФК Системе.

Башнефть увеличила рентабельность

Повышению рентабельности по OIBDA профильных активов произошло, главным образом, за счет деятельности Башнефти, которая переориентировала продажу сырой нефти на внутренний рынок, на котором наблюдался рост цен netback. Показатель EBITDA/барр. увеличился на 14,2% кв./кв. до 30,1 долл./барр.

Отзыв лицензий у индийской дочки SSTL привел к разовым убыткам

На показатель OIBDA развивающихся активов в 2011 г. существенный негативный эффект оказали убытки, носящие разовый характер, в общем объеме 1,1 млрд долл., из которых 695 млн долл. приходится на убытки индийского оператора SSTL (полученные в 4 кв. в связи с отзывом лицензий), 262 млн долл. связано с начислением резервов на возможные потери МТС-Банка (ранее МБРР). Без указанных разовых убытков, по оценкам компании, прибыль на уровне OIBDA составила бы 59 млн долл.

Развитие ситуации в Индии по худшему сценарию окажет эффект на кредитное качество АФК Система близкий к нейтральному

В соответствии с решением Верховного суда Индии срок действия лицензий ряда операторов, в том числе SSSL, будет продлен до 7 сентября 2012 г., при этом индийский телекоммуникационный оператор TRAI обязан провести аукцион на новые лицензии 31 августа. Накануне TRAI объявил, что стоимость лицензий, разыгрываемых на аукционах, будет примерно в 10 раз выше, чем в 2008 г. (когда оператор SSSL заплатил за свои лицензии 680 млн долл.).

Менеджмент АФК Система считает экономически нецелесообразным участвовать в аукционах по озвученным ценам и ждет прояснения ситуации. АФК Система направила властям Индии предложение урегулировать спор в течение 6 месяцев, в противном случае будет инициировано судебное разбирательство в международном арбитраже на основе межправительственного соглашения между РФ и Индией о взаимной защите капиталовложений (совокупные инвестиции АФК Система в SSSL составили 2,9 млрд долл.).

Развитие событий по негативному сценарию приведет к необходимости досрочного погашения всего долга SSSL в объеме 1,5 млрд долл., который был привлечен под гарантию АФК Система, что может быть осуществлено за счет денежных средств и рефинансирования новым долгом. По нашему мнению, в масштабах холдинга потенциальный риск досрочного погашения долга SSSL не представляет проблемы, однако может привести к расширению кредитных спредов, учитывая предложение нового долга.

Операционного денежного потока пока хватило для CAPEX и M&A...

В отличие от 2010 г. чистый денежный поток, составивший 5,6 млрд долл., полностью покрыл затраты по инвестиционной деятельности, которые составили 5,2 млрд долл., из которых капитальные инвестиции - 4,1 млрд долл. Отметим, что капитальные инвестиции в профильные активы г./г. сократились на 4,5%, в то время как вложения в развивающиеся активы, напротив, выросли на 46% до 563 млн долл. В долгосрочной перспективе Башнефть будет являться основным фактором повышения капзатрат, что обусловлено начавшейся разработкой месторождения им. Требса и Титова: в 2012 г. планируется потратить 400-440 млн долл., при этом суммарные капитальные затраты могут превысить 1,2 млрд долл. (+38% г./г.).

... однако повышение активности M&A может привести к повышению долга

Также мы отмечаем высокую активность холдинга в сегменте развивающихся активов, в частности, осуществляется экспансия в агробизнес (по выращиванию зерновых и масличных культур в Ростовской области) в рамках СП с компанией RZ Agro Ltd, аффилированной с одним из крупнейших мировых агротрейдеров - Louis Dreyfus. Вчера стало известно о том, что АФК Система заинтересована в участии в приватизации ОАО "Объединенная зерновая компания" (в ходе которой доля государства может снизиться со 100% до 50% + 1 акция) и уже подала соответствующую заявку.

Низкие риски рефинансирования краткосрочного долга

В этом году АФК Система предстоит погасить долг в объеме 4,4 млрд долл. (26% всего долга), который на 164% покрывается показателем OIBDA, при этом даже с учетом долга SSSL (который потенциально может стать краткосрочным) размер операционного денежного потока в сумме с денежными средствами будет достаточен для погашения короткого долга.

Лучшей альтернативой являются бумаги ВымпелКома

Обращающиеся облигации АФК Система выглядят справедливо оцененными, котируясь с премией к кривой ОФЗ менее 150 б.п. В сегменте бумаг эмитентов в рейтинговой категории "BB" лучшей альтернативой являются бумаги ВымпелКом-инвест-6,7 (YTP 9,0% @ октябрь 2015 г.), которые имеют спред к ОФЗ около 190 б.п.

РусГидро: долговая нагрузка – на комфортном уровне

Вчера РусГидро опубликовала отчетность по МСФО за 2011 год. Несмотря на рост совокупного долга в 1,5 раза, уровень долговой нагрузки по-прежнему комфортен (Чистый долг/EBITDA - 1,0x). Кредитный профиль по-прежнему выглядит сильно, несмотря на консолидацию PAO ЭС Востока. Мы отмечаем, что неопределенность с размером инвестпрограммы на ближайшие несколько лет, а также со сделкой по продаже казначейских акций ВЭБу создает дополнительные риски.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

в млрд руб., если не указано иное	2011	2010	изм.
Выручка	371,7	534,9	-31%
Сопоставимая выручка*	275,9	241,7	+14%
Операционные расходы	313,6	479,1	-35%
Сопоставимые операционные расходы	226,4	199,5	+14%
EBITDA	77,0	78,6	-2%
Рентабельность EBITDA	20,7%	14,7%	+6 п.п.
Сопоставимая EBITDA*	75,8	73,0	+4%
Рентабельность по сопоставимой EBITDA*	27,5%	30,2%	-2,7 п.п.
Чистая прибыль	43,4	34,0	+28%
Чистая рентабельность	11,7%	6,4%	5,3 п.п.
Операционный поток	64,7	50,5	+28%
Инвестиции	81,9	70,5	+16%
Свободный денежный поток	-17,2	-20,0	-14%
Совокупный долг, в т.ч.	124,0	82,8	+50%
Краткосрочный долг	21,4	31,2	-31%
Долгосрочный долг	102,6	51,6	+99%
Чистый долг	76,7	60,2	+27%
Долг/EBITDA	1,6x	1,1x	+53%
Чистый долг/EBITDA	1,0x	0,8x	+30%

*без учета деятельности проданных сбытовых компаний
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Структура компании
существенным
образом изменилась**

В 2010-2011 гг. структура РусГидро претерпела существенные изменения. Так, компания консолидировала PAO ЭС Востока и ее дочерние компании, в то же время продав Интер PAO 5 энергосбытовых компаний. Эти изменения существенно образом отразились на финансовых показателях компании. Для возможности сравнения результатов РусГидро за 2010 и 2011 гг. мы приводим сопоставимые расчетные показатели, не учитывающие результаты деятельности вышедших из состава компании энергосбытовых компаний.

**Сопоставимый
показатель EBITDA
вырос на 3,8%**

В 2011 г. EBITDA РусГидро снизилась на 2% г./г., однако основной причиной снижения является ухудшение показателей PAO ЭС Востока и продажа наиболее рентабельных сбытовых компаний. Так, EBITDA PAO ЭС Востока сократилась на 17% до 13,3 млрд руб., а EBITDA сбытового сегмента бизнеса снизилась на 38% до 9,5 млрд руб. Сопоставимый показатель EBITDA (без учета деятельности проданных сбытовых компаний) продемонстрировал рост на 3,8%.

**Консолидация PAO
ЭС Востока...**

Совокупный долг PAO ЭС Востока по итогам 2011 г. составил 52 млрд руб. при EBITDA в 13,3 млрд руб. (при этом его большая часть была обеспечена получением 9,1 млрд руб. госсубсидий). Таким образом, консолидация PAO ЭС Востока негативно отражается на кредитном качестве РусГидро. Напомним, что именно этот фактор вкпе с исключением из тарифа целевых инвестиционных средств (ЦИС) вынудила агентство S&P изменить прогноз по рейтингу РусГидро на «негативный».

...не ухудшила критическим образом кредитный профиль РусГидро

В то же время по итогам 2011 г. кредитный профиль компании выглядит по-прежнему сильно. Несмотря на увеличение долга на 50% как за счет привлечения новых заимствований, так и консолидации PAO ЭС Востока, показатель Чистый долг/EBITDA находится на комфортном уровне 1,0x, Долг/EBITDA – 1,6x. Данные уровни не являются критическими и не могут привести к понижению кредитного рейтинга компании.

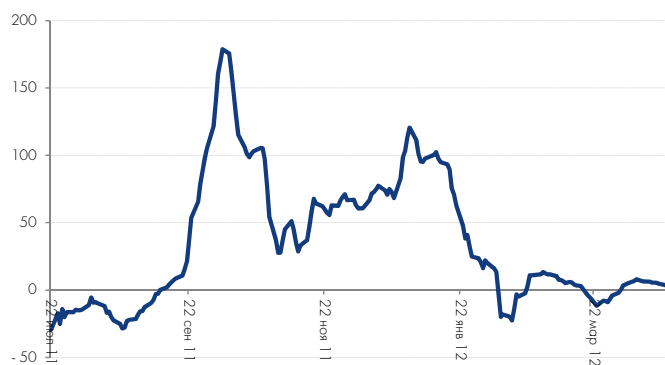
Неопределенность с инвестпрограммой и источниками ее финансирования создает дополнительные риски

Ключевым вопросом для РусГидро является объем инвестпрограммы и источники ее финансирования. После отмены ЦИС (~13 млрд руб.) капвложения компании либо должны быть скорректированы, либо должны быть найдены альтернативные источники их финансирования. Так, в качестве одного из таких источников рассматривалась продажа казначейских акций компании на сумму ~22 млрд руб. ВЭБу, однако ясности относительно того, будет ли данная сделка реализована, пока нет. Кроме того, недавно в СМИ озвучивалась возможность размещения допэмиссии РусГидро для покрытия дефицита ее инвестпрограммы. Долговая нагрузка компании будет определяться именно этими факторами, поэтому наблюдаемая сегодня неопределенность создает дополнительные риски.

Торговых идей в бумагах эмитента нет

С момента публикации предыдущей отчетности (см. наш обзор от 1 февраля 2012 г.), рублевые еврооблигации RusHydro 15 (YTM 8,37%) подорожали еще на 2 п.п. до 99% от номинала, при этом спред RusHydro15-РусГидро-1,2 остался вблизи нуля, что, по нашему мнению, справедливо. Мы сохраняем свой нейтральный взгляд на обращающиеся бумаги эмитента.

Спред RusHydro 15 - РусГидро-1,2 находится вблизи нуля



Источник: Bloomberg

Трансконтейнер: рентабельность разочаровала

Вчера Трансконтейнер (-/Ваз/ВВ+) опубликовал слабые, на наш взгляд, финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2011 г. в части операционной прибыли и рентабельности. При росте выручки, скорректированной на расходы по услугам подрядчиков-соисполнителей, оказанным по сквозной ставке, на 8% кв./кв. до 6,6 млрд руб., показатель EBITDA сократился на 30%, а рентабельность по EBITDA упала на 17 п.п. до 31,1%. Тем не менее, долговая нагрузка в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA осталась в 4 кв. на комфортном уровне 0,7х.

Ключевые финансовые показатели Трансконтейнера

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	8 905	8 167	+9%	30 876	22 841	+35%
Скорректированная выручка*	6 613	6 121	+8%	22 701	16 502	+38%
EBITDA	2 056	2 944	-30%	8 448	4 427	+91%
Рентабельность по EBITDA **	31,1%	48,1%	-17 п.п.	37,2%	26,8%	+10,4 п.п.
Чистая прибыль	851	1 575	-46%	3 843	928	+4,1х
Операционный поток				5 779	3 653	+58%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-6 163	-3 731	+1,6х
Капвложения				-4 244	-4 046	+5%
Финансовый поток				1 287	922	+40%

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	31 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 348	9 295	+1%
Краткосрочный долг	1 032	974	+6%
Долгосрочный долг	8 316	8 321	0%
Чистый долг	6 107	5 800	+5%
Чистый долг/EBITDA LTM***	0,72х	0,76х	-

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

** Показатель рентабельности рассчитан, исходя из скорректированной выручки

*** EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост объема ж/д перевозок произошел на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры

В 4 кв. рост выручки был обеспечен положительной динамикой контейнерных ж/д перевозок (+4,6% кв./кв. до 362 тыс. ДФЭ (двадцатифутовый эквивалент)), а также объемов терминальной переработки (+1,8% кв./кв. до 400 тыс. ДФЭ). Наибольший вклад в скорректированную выручку по-прежнему вносит сегмент железнодорожных контейнерных перевозок с долей 55%.

Снижение выручки кв./кв. в сегменте терминального обслуживания и агентских услуг связано преимущественно с эффектом реклассификации некоторых статей выручки компании по итогам года. Сохранение в 4 кв. в целом благоприятной конъюнктуры на рынке контейнерных перевозок также оказало поддержку показателю выручки.

Снижение операционной эффективности и рост расходов на персонал и ремонт обусловили существенное падение рентабельности

Опережающие темпы роста операционных расходов в 4 кв. (за вычетом услуг подрядчиков-соисполнителей, оказанных по сквозной ставке) обусловили падение EBITDA на 30% кв./кв. до 2 млрд руб. и рентабельности - до 31,1% (-17 п.п. кв./кв.), что связано с:

- увеличением затрат на персонал почти вдвое, или на 807 млн руб. из-за создания резерва на выплату бонусов за 2011 г., которые могут быть выплачены во 2 кв. 2012 г. (в рамках новой политики вознаграждения сотрудников, принятой в ноябре 2011 г.), а также роста численности сотрудников после приобретения АО "Кеденстранссервис";
- повышением расходов на ремонт и материалы на 21% кв./кв. за счет рыночного роста расценок ремонтных депо (большая часть которых была выделена из РЖД в рамках реформирования отрасли), а также увеличения ремонтных работ в связи с отложенными объемами в кризис;
- снижением операционной эффективности (порожный пробег контейнеров за 4 кв. вырос с 32,9% до 34,4%).

Мы отмечаем, что операционные результаты 1 кв. 2012 г. выглядят несколько хуже, чем годом ранее, в частности, снизились перевозки импорта (-4%) из-за повышения тарифов компании на 6%, сократились объемы переработки грузов через терминалы (-9%) из-за списания старых среднетоннажных контейнеров (-42%) и падения перевозок импорта (более подробно см. наш обзор от 11 апреля 2012 г.). В 2012 г. компания прогнозирует некоторое восстановление объемов терминальной переработки грузов, однако рост в этом сегменте будет "хуже рынка" и составит менее 10%.

Показатель порожнего пробега будет продолжать оказывать давление на прибыльность

В 2012 г. порожний пробег будет продолжать оказывать давление на прибыльность. В 1 кв. 2012 г. он вырос значительно, до 39,3%. Столь существенный рост, по оценкам менеджмента, произошел по двум причинам: во-первых, из-за сезонного падения спроса; во-вторых, по причине передислокации парка, которая была перенесена с 4 кв. 2011 г. (традиционное время начала передислокации) на начало 1 кв. 2012 г. в связи с неопределенностью макроэкономической ситуации, что привело к более неравномерному росту порожнего пробега в течение последних трех кварталов. Прогнозы менеджмента, что коэффициент порожнего пробега стабилизируется на уровне 34% в целом за 2012 г., выглядят, на наш взгляд, слишком оптимистично.

По оценкам компании, оптимизация операционных расходов в 2012 г. возможна за счет меньших объемов ремонтных работ при невысоком спросе на рынке перевозок и более гибкой системы оплаты труда (с "привязкой" к результатам, с неполной занятостью).

Капитальные затраты профинансированы из собственных средств

Чистые денежные средства, полученные от операционной деятельности, увеличились за 2011 г. на 58% до 5,8 млрд руб., при росте инвестиций в оборотный капитал до 324 млн руб. Операционного денежного потока оказалось достаточно для финансирования капитальных расходов, составивших 4,2 млрд руб., из которых 2,7 млрд руб. было израсходовано во 2П 2011 г. Для финансирования покупки АО Кедентранссервис (1,55 млрд руб.) был привлечен новый долг в размере 2,3 млрд руб. При этом денежные средства и их эквиваленты по итогам года увеличились на 1,9 млрд руб. до 3,2 млрд руб.

Компания имеет гибкость в реализации капзатрат

Инвестиционная программа на 2012 г. планируется на уровне 6,8 млрд руб. (закупка вагонов и развитие терминалов), финансирование которой планируется осуществлять за счет собственных средств. По нашему мнению, объем накопленных денежных средств и операционный денежный поток в 2012 г. будут достаточны для финансирования запланированных капитальных затрат, если не случится резкого замедления мировой экономики, что может привести к падению грузооборота контейнеризированных грузов. Компания уже законтрактовала ~40% платформ на 2012 г. (546 из 1300 заявленных) по средней цене 2,4-2,5 млн руб. Мы считаем, что цена оставшихся платформ будет находиться в том же диапазоне. В случае замедления экономики компания сможет безболезненно сократить оставшуюся часть инвестпрограммы, поскольку основная часть вагонного парка не является устаревшей (средний возраст парка составляет 17,2 года на 31.03.2012 г., тогда как общий срок службы платформы - 32 года).

Низкий уровень краткосрочных рисков рефинансирования

За 4 кв. общий долг компании остался на уровне 9,3 млрд руб., при этом только 11% портфеля являлась краткосрочной. В 4 кв. компания погасила оставшиеся облигации АО Кедентранссервис за 364 млн руб. Основной объем погашений (4,1 млрд руб., в т. ч. 3 млрд руб. - рублевые облигации Трансконтейнер, 1) намечен на февраль 2013 г. Мы не ожидаем роста долговой нагрузки эмитента в краткосрочной перспективе. По заявлениям менеджмента, погашение выпуска в феврале 2013 г. может быть осуществлено за счет привлечения нового публичного долга в случае благоприятной конъюнктуры либо за счет накопленных денежных средств (3,2 млрд руб. на конец 2011 г.).

В рублевых облигациях эмитента торговых идей нет

Рублевые облигации эмитента имеют низкую ликвидность и котируются со спредом 50-70 б.п. к кривой доходностей материнской компании РЖД, что, на наш взгляд, является справедливой компенсацией за разницу в кредитном риске. Однако снижение доли РЖД в свете планируемой правительством приватизации Трансконтейнера должно транслироваться, по нашему мнению, в более широкий спред (100-150 б.п.).

Globaltrans: новое приобретение

Globaltrans приобретает Металлоинвесттранс за 540 млн долл.

Globaltrans (-/Ва3/-), головная компания ж/д оператора НПК, сегодня объявил о приобретении 100% Металлоинвесттранса (МИТ), дочернего ж/д оператора Металлоинвеста, за 540 млн долл. На конец 2011 г. парк этой компании состоял из 9 202 вагонов, из которых 8 256 со средним возрастом 8,7 лет принадлежат самой компании, что составляет 21% собственного парка Globaltrans на конец 2011 г. В 2011г. МИТ перевез 44,2 млн тонн, в основном - металлургических грузов Металлоинвеста на своем и привлеченном парке, а грузооборот составил 34,4 млрд. т-км, или 31% от грузооборота Globaltrans в прошлом году. Актив приобретается на баланс НПК, закрытие сделки произойдет до конца мая. Сегодня менеджмент компании проведет телеконференцию по поводу данной сделки.

EBITDA МИТ составляет около 28% EBITDA Globaltrans

В рамках сделки по приобретению МИТ, Globaltrans и Металлоинвест заключили трехлетний контракт на обслуживание грузопотоков металлургического холдинга, по которому в первый год все 100% грузов Металлоинвеста будут перевезены Globaltrans по установленной цене, а в последующие два года объемы перевозок через Globaltrans составят 60% грузопотока.

По данным Globaltrans, скорректированная выручка МИТ составила 344 млн долл. в 2011 г. (29% скорректированной выручки Globaltrans), а EBITDA – 140 млн долл. (28% от показателя Globaltrans) с рентабельностью 41%. Таким образом, компания увеличит собственный парк полувагонов до примерно 60 тыс. к середине 2012 г. а рыночную долю - до 7% всего грузооборота в России.

По данным pro-forma, скорректированная выручка Globaltrans (вместе с МИТ) составила 1488 млн долл. в 2011 г., EBITDA – 645 млн долл., чистая прибыль – 382 млн долл., а чистый долг - 840 млн долл., или 1,30xEBITDA.

Исходя из цены сделки, EV/EBITDA составила 4,1x, что ниже, чем рыночный мультипликатор самого Globaltrans 7x, а средняя цена за собственный вагон составила около 65 тыс. долл., что ниже последних сделок Globaltrans, который покупал в начале 2012 г. новый и подержанный парк (с небольшим возрастом) по средней цене 70-75 тыс. долл.

Сделка увеличивает стоимость Globaltrans

Мы считаем, что сделка увеличивает стоимость Globaltrans исходя из ценовых мультипликаторов. Кроме того, возможен дополнительный синергетический эффект и повышение эффективности за счет большего парка, а, значит, и большей гибкости оперирования. Приобретение МИТ окажет также позитивное влияние на расходы по порожним пробегам (коэффициент порожнего пробега у МИТ 34%, у Globaltrans общий 62% и 41% по полувагонам), а также на затраты по операционному лизингу, так как компания может заместить вагоны, привлеченные по операционному лизингу, приобретенным парком.

Чистый долг/EBITDA увеличится после сделки до 2,5x, но по итогам года снизится до 2,0-2,1x

С точки зрения долговой нагрузки, по оценкам менеджмента, чистый долг Globaltrans после покупки МИТ составит 2,5xEBITDA, что является комфортным уровнем для компании. На конец 2012 г. чистый долг компании, по нашим оценкам, составит 1,4-1,5 млрд долл., а долговая нагрузка в относительном выражении, скорее всего, сократится до 2,0-2,1x в терминах Чистый долг/EBITDA благодаря росту прибыли.

В своем кредитном отчете агентство Moody's указывало на то, что понижение рейтинга компании возможно, в случае если показатель Долг/EBITDA превысит 2,5x. По нашим оценкам, Globaltrans удастся удержать свою долговую нагрузку на конец 2012 г. в этих пределах, поэтому снижения рейтинга считаем маловероятным. Кроме того, мы не исключаем, что для сохранения сбалансированной структуры капитала Globaltrans может осуществить допэмиссию акций в этом году.

Негативно для облигаций НПК в краткосрочной перспективе, позитивно для евробондов Металлоинвеста

Мы ожидаем умеренно негативного влияния данной новости на кредитный профиль НПК в краткосрочной перспективе, что повышает оценку справедливой доходности его бумаг БО-1,2 на 25 б.п. и оправдывает существующую премию к кривой Евраза. С другой стороны Металлоинвест в результате продажи МИТ получит 540 млн. долл., что сократит его долговую нагрузку и должно позитивно отразиться на котировках евробондов Metalloinvest 1б. Это может привести, по нашим оценкам, к сокращению премии к бондам Severstal 1б с 30 б.п. до 15-20 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 Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский Никель	Uranium One

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 марта: повод насторожиться

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

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

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.