

Пульс рынка

- ▶ **Рынки отреагировали умеренным оптимизмом на новости из Испании.** Правительство страны объявило о планах по сокращению бюджетного дефицита в объеме 40 млрд евро в 2013 г. (в том числе за счет снижения расходов на госаппарат, а также повышения налогов). На следующий год целевой показатель для дефицита бюджета установлен на уровне 4,5% ВВП. Финансовые рынки умеренно позитивно отреагировали на представленный бюджетный план, предполагая, что Испания в скором времени получит помощь (в виде выкупа ее бондов на баланс ЕЦБ). Доходности ее 10-летних бумаг снизились на 15 б.п. до YTM 5,88%. Тем не менее, министр финансов Испании отметил, что пока правительство не знает, какие условия может поставить ЕС в обмен на предоставление помощи. Опубликованные макроданные по США оказались неоднозначными. Объем заказов на товары длительного пользования в августе упал на 13,2% м./м. (заметно больше ожиданий), при этом за исключением транспортной компоненты снижение составило более скромные 1,6%. Также неожиданно в сторону понижения был пересмотрен темп роста ВВП за 2 кв. (1,3% против 1,7%). Заметно лучше ожиданий оказалась статистика по рынку труда: число первичных обращений за пособиями по безработице составило 359 тыс. (ожидалось 376 тыс.). По-видимому, финансовые рынки отреагировали лишь на позитивные данные: индексы акций подросли на 0,5-1,0%, доходности 10-летних UST увеличились на 4 б.п. до YTM 1,64%. Улучшение внешнего фона поддержит интерес к рублевым бумагам (сегодня закрывается книга заявок по 4-летним облигациям ФСК).
- ▶ **Со слов А. Улюкаева инфляция по итогам 2012 г. может составить 6,3%.** Учитывая, что на фоне засухи и повышения тарифов инфляция в сентябре может подойти к отметке 6,5% г./г. (наша оценка), подобное заявление говорит о признании регулятором необходимости коррекции инфляционных ожиданий. Однако текущая ценовая динамика, согласно нашим расчетам, указывает на риски достижения инфляцией по итогам 2012 г. 7%, что все же выше новых прогнозов ЦБ, а значит, увеличивает вероятность сценария, при котором вскоре могут последовать новые меры по ужесточению монетарной политики.
- ▶ **ЕАБР ориентирует на премию.** Ориентир по 5-летним рублевым еврооблигациям EDB 17 в объеме 5 млрд руб. был озвучен на уровне YTM 8,375%, что соответствует премии к близким по дюрации рублевым бумагам RSHB 17 в пределах 40 б.п. Отметим, что недавно размещенный выпуск EDB 22 котируется на одном уровне с бондами ВЭБ, что предполагает дисконт к кривой РСХБ в размере 35-40 б.п. Мы считаем, что озвученные ориентиры по EDB 17 несут щедрую премию к рынку, которая, возможно, будет нивелирована или по результатам закрытия книги заявок, или на вторичных торгах.
- ▶ **Еще один качественный металлург в очереди на "первичку".** Северсталь (BB+/Ba1/BB) проводит roadshow евробондов. Напомним, что в последний раз из металлургов на "первичку" выходил НЛМК (BBB-/Ba3/BBB-) с 7-летними бондами (купон - 4,95%). Сейчас они котируются ниже номинала (99,3%, YTM 5,08%). Учитывая разницу в кредитных рейтингах, мы оцениваем справедливую премию Северстали к НЛМК не более 25 б.п. Операционный денежный поток у Северстали достаточен для финансирования капвложений (1,7 млрд долл. в 2012 г., LTM EBITDA ~3 млрд долл.), средства от бондов, вероятно, будут направлены на рефинансирование краткосрочного долга (1,6 млрд долл. на конец 1П 2012 г.).
- ▶ **АФК Система (BB/Ba3/BB-) заходит в транспортную отрасль.** Компания подала заявку с максимальной ценой 22,7 млрд руб. (~730 млн долл.) на конкурсе по приватизации 100% СГ-Транса. Комментируя результаты за 2 кв., компания оценивала объем сделок M&A на рассмотрении в 1,5-2,0 млрд долл. По-видимому, покупка "СГ-Транс" является одной из таких планируемых сделок. Кроме того, по данным Economic Times, Система близка к приобретению контроля (за 3 млрд долл.) в материнской компании оператора Aircel Communications (5% рынка связи Индии). Реализация M&A в полном объеме потребует привлечения нового долга. В частности, готовится выпуск БО номиналом 30 млрд руб. Также в 3 кв. компания получит дивиденды от МТС и Башнефти (860 млн долл.) и до конца года ~450 млн долл. от реорганизации Башкирэнерго.

Темы выпуска

- ▶ Трансконтейнер: EBITDA бьет рекорды

ТрансКонтейнер: EBITDA бьет рекорды

Результаты 2 кв. оцениваем позитивно

ТрансКонтейнер (-/Ва3/BB+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2012 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. В целом в результате реклассификации некоторых статей выручки и расходов после консолидации казахского оператора Кедентранссервис, произошло снижение (-6% кв./кв.) выручки (скорректированной на расходы по услугам подрядчиков-соисполнителей, оказанным по сквозной ставке) при повышении EBITDA на 18% кв./кв. В результате компания продемонстрировала рекордный рост скорректированной рентабельности на 9,7 п.п. до 47,4%. Без учета реклассификаций рентабельность, по нашим расчетам, выросла на 3-4 п.п.

Доля краткосрочного долга по итогам 2 кв. остается на уровне 38% (почти весь представлен выпуском ТрансКонтейнер, 01 с погашением в феврале 2013 г.) и полностью покрывается накопленными ликвидными средствами компании. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM EBITDA пока остается на комфортном уровне 0,45x. При этом, она может возрасти, учитывая запланированную на 2012 г. масштабную инвестпрограмму (лишь 15% было реализовано в 1П 2012 г.).

Ключевые финансовые показатели ТрансКонтейнера

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	9 036	8 534	+6%	17 570	13 804	+27%
Скорректированная выручка*	6 068	6 453	-6%	12 521	9 967	+26%
EBITDA	2 877	2 434	+18%	5 311	3 447	+54%
Рентабельность по EBITDA**	47,4%	37,7%	+9,7 п.п.	42,4%	34,6%	+7,8 п.п.
Чистая прибыль	1 542	1 202	+28%	2 744	1 417	+94%
Операционный поток	1 831	1 878	-2%	3 709	2 433	+52%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 380	-171	+8,1x	-1 551	-3 139	-51%
Капвложения	-1 014	-601	+69%	-1 615	-1 538	+5%
Финансовый поток	-570	-70	+8,1x	-640	1 487	-

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 376	9 188	+2%
Краткосрочный долг	3 550	3 946	-10%
Долгосрочный долг	5 826	5 242	+11%
Чистый долг***	4 682	4 805	-3%
Чистый долг/EBITDA LTM****	0,45x	0,51x	-

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

**Показатель рентабельности рассчитан, исходя из скорректированной выручки

***С учетом краткосрочных депозитов

****EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Во всех сегментах наблюдалось наращивание объемов перевозок

Во 2 кв. во всех сегментах наблюдался рост объемов перевозок, в частности, с опережающей динамикой по международным маршрутам: по внутренним - перевозки выросли всего на 2,3% кв./кв. до 191,1 тыс. ДФЭ (двадцатифутовый эквивалент), а по международным - на 11,8% кв./кв. до 178,9 тыс. ДФЭ. При этом снижение экспортных отгрузок (-3,2%) было более чем компенсировано увеличением импорта (+33,5%) и транзита (+27%). Рост доходных перевозок (загруженных вагонов) составил 9,2% кв./кв. Даже в сегменте терминальной переработки снижение объемов сменилось ростом (+6% кв./кв.) за счет наращивания обработки интермодальных контейнеров.

Даже без учета реклассификации рентабельность выросла

В результате реклассификации рентабельность по EBITDA к скорректированной выручке выросла на рекордные 9,7 п.п. до 47,4%. Реальный рост составил около 3-4 п.п. (по нашим оценкам) и был обусловлен снижением расходов по перевозке и обработке грузов в сравнении с ростом затрат на "сквозные" услуги, оказываемые подрядчиками-соисполнителями по интегрированным экспедиторским и логистическим услугам. Поддержку рентабельности также оказало традиционное для 2 кв. снижение коэффициента порожнего пробега контейнеров до 35,6% с 39,3% в 1 кв., поскольку передислокация парка произошла в начале

Прогноз на 2012 г. подтвержден менеджментом	<p>года. Прогноз компании, представленный ранее, что коэффициент стабилизируется на уровне 34% в целом за 2012 г., на наш взгляд, пока слишком оптимистичен.</p> <p>В ходе телеконференции менеджментом было озвучено, что спрос в отрасли контейнерных перевозок в 3 кв. остается высоким, и в августе средний тариф был повышен на 3,8%. Также были подтверждены прогнозы на 2012 г.: объемы перевозок вырастут на 11% г./г., показатель EBITDA составит около 10 млрд руб., рентабельность по EBITDA превысит 40%.</p>
Большая часть инвестпрограммы придется на 4 кв.	<p>Операционного денежного потока во 2 кв. и 1П было достаточно для осуществления капложений и финансовой деятельности. По итогам 1П 2012 г. накопленные денежные средства выросли на 1,5 млрд руб. до 3,8 млрд руб.</p> <p>На 2012 г. компанией запланирована инвестиционная программа в объеме 6,8 млрд руб. (увеличение по сравнению с 2011 г. на 62%) на закупку платформ, контейнеров и развитие терминалов. При этом капложения в 1П составили лишь 1 млрд руб. После отчетной даты компания заключила контракты на приобретение 470 платформ на общую сумму 1,2 млрд руб. (включая НДС) с поставкой в 4 кв., а также внесла аванс в размере 260 млн руб. на покупку 3060 контейнеров с поставкой в сентябре-октябре 2012 г. Финансирование планируется осуществлять за счет собственных средств (накопленной ликвидности и операционного денежного потока).</p>
Краткосрочный долг планируется рефинансировать за счет нового выпуска облигаций	<p>Совокупный долг за 2 кв. практически не изменился, оставшись на уровне 9,4 млрд руб. Как и ранее, менеджментом в ходе телеконференции было озвучено, что рефинансирование краткосрочного долга планируется осуществить за счет нового выпуска облигаций в начале 2013 г. (на 3-5 млрд руб.). В любом случае объем накопленных денежных средств (4,7 млрд руб. на конец 1П 2012 г.) полностью покрывает краткосрочный долг, однако с учетом масштабной инвестпрограммы мы не исключаем некоторого роста долговой нагрузки.</p>
Бумаги эмитента выглядят дорого	<p>Рублевые облигации эмитента имеют низкую ликвидность и котируются со спредом 60-80 б.п. к кривой доходностей материнской компании РЖД. С момента нашей рекомендации (комментарий от 18 июля 2012 г.) покупать короткие бумаги ТрансКонтейнер-1 они подорожали на 35 б.п. и сейчас предлагают YTM 6,85% @ февраль 2012 г., что выглядит дорого в сравнении со ставками денежного рынка (ставки о/п РЕПО превышают 6% годовых). Длинные облигации ТрансКонтейнер-2 (YTM 8,6% @ июнь 2015 г.) имеют слишком узкий спред к суверенной кривой (150 б.п.). Мы рекомендуем продавать облигации ТрансКонтейнера. лучшее предложение можно найти на первичном рынке. В частности, ориентир по новым бумагам Мегафона (BBB-/Baa3/BB+) предполагает премию к ОФЗ в размере 170-200 б.п. при 2-летней оферте.</p>

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
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

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

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

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

Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п.

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

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	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

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 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

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.