

Пульс рынка

- ▶ **Рынки на позитиве.** Вчера американские индексы прибавили 0,7%. Основным событием, поспособствовавшим позитиву, стало заявление Б. Обамы о том, что он будет сотрудничать с РФ для дипломатического решения сирийского вопроса. В то же время президент США предусмотрительно отложил голосование Конгресса по этому вопросу (результат голосования мог бы оказаться не в его пользу, учитывая негативное отношение республиканцев и части демократов к началу нового военного конфликта с неоднозначными последствиями). На рынке UST продолжился рост доходностей: 10-летние бонды вернулись в район 2-летнего максимума. В этих условиях суверенные бонды РФ продемонстрировали негативную ценовую динамику: так, выпуск Russia 42 подешевел на 1 п.п. до 96% от номинала (G-спред расширился на 10 б.п. до 205 б.п.). Мы считаем, что потенциал для их ценового снижения сохраняется, учитывая сохраняющийся дисконт к новым бумагам Russia 43 (G-спред = 218 б.п.).
- ▶ **Премия позволит сформировать спрос на длинные ОФЗ.** Сегодня Минфин предложит ОФЗ 26211 и 25081 в объемах 11,6 млрд руб. (недоразмещенный остаток выпуска) и 2,9 млрд руб. (остаток выпуска на этот квартал) с ориентирами YTM 7,63-7,68% и YTM 6,85-6,90%, соответственно. Вчера, на момент объявления, ориентир по 10-летним бумагам предполагал определенную премию к рынку в размере 3-4 б.п. (по текущим котировкам премия остается 1-2 б.п.). Ее, скорее всего, окажется достаточно для размещения бумаг в полном объеме, учитывая консолидацию рынка ОФЗ в последнюю неделю в условиях укрепления рубля (бивалютная корзина подешевела на 50 копеек до 37,8 руб.). Кроме того, по нашим наблюдениям, по длинным бумагам открыт большой объем коротких позиций, закрытие которых также будет способствовать спросу на ОФЗ 26211. Мы считаем, что Минфину удастся разместить их полностью ближе к середине ориентировочного диапазона. Выпуск ОФЗ 25081 без труда будет реализован, принимая во внимание скромный объем предложения, некоторый избыток рублевой ликвидности у крупных банков и небольшую премию к рынку (около 2 б.п.). Кстати говоря, наблюдающееся укрепление рубля полностью согласуется с нашими ожиданиями (в нашем комментарии "Рубль и валюты других стран GEM: есть разница" от 29 августа мы указывали на то, что рубль в сравнении с другими валютами развивающихся стран выглядит перепроданным).
- ▶ **ТКС Банку (-/B2/B+) удается противостоять рынку.** Финансовые результаты по МСФО за 1П 2013 г. свидетельствуют о том, что ухудшение качества "карточных" кредитов, наблюдающееся в банковской системе с начала этого года, пока не сильно затронуло кредитный портфель банка, что стало для нас сюрпризом. Прирост кредитования замедлился как в относительном выражении (с 53,8% во 2П 2012 г. до 26,6%), так и в абсолютном (с +600 млн долл. до +454 млн долл.). Качество кредитов, хоть и ухудшилось, но остается на вполне комфортном уровне: показатель NPL 90+ вырос на 63% до 131 млн долл., что составляет 6% портфеля, при этом плохие кредиты были проданы в 1П 2013 г. в объеме всего 49 млн долл. (~2,3%). Такой размер плохих кредитов (8,3% портфеля против 6,8% во 2П 2012 г.) с лихвой покрывается чистой процентной маржой (по нашим оценкам, 34,6%), позволяя банку демонстрировать самую высокую прибыльность (возврат на капитал ROAE - 48%) в сегменте необеспеченного розничного кредитования. Тем не менее, из-за опережающего увеличения отчислений в резервы под обесценение кредитов чистая прибыль выросла всего на 34% г./г., тогда как кредитный портфель почти удвоился (+95%). Достаточность капитала 1-го уровня по РСБУ на 1 июля находилась на вполне комфортном уровне (показатель Н1.2 составил 10,7%), который несколько снизился на 1 августа (до 9,7%), что обусловлено вступлением в силу повышенных коэффициентов рыночного риска (по розничным кредитам с высокой ставкой, выданным после 1 июля). В настоящий момент кредитный профиль банка мы оцениваем как устойчивый. Мы считаем, что основными вызовами для него в среднесрочной перспективе являются: 1) дальнейшее ухудшение качества "карточных" кредитов (в силу насыщения рынка), 2) планируемое установление ЦБ запретительно высоких коэффициентов кредитного риска по кредитам с процентной ставкой выше 45% (ТКС Банк выдает кредиты со средней ставкой 58,9% годовых). По нашему мнению, "суборд" АКНВС 18, котирующийся с премией 130 б.п. к RUSB 18 является недооцененным. Рублевые выпуски справедливо оценены.

Темы выпуска

- ▶ **ТрансКонтейнер: сохраняет консервативные прогнозы на 2013 г.**

ТрансКонтейнер: сохраняет консервативные прогнозы на 2013 г.

**Ожидаемое
улучшение во 2 кв.
2013 г.**

ТрансКонтейнер (-/Ва3/ВВ+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2013 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Некоторое восстановление спроса на контейнерные ж/д перевозки с марта 2013 г. способствовало увеличению выручки (за вычетом "сквозных" платежей) на 14% кв./кв. Рост объемов перевозок был зафиксирован как на внутренних маршрутах (+5% кв./кв.), так и на международных - на 4,5% кв./кв. (при этом произошло заметное увеличение транзитных перевозок - на 28% кв./кв., импортные - выросли на 5%, тогда как экспортные - продолжают снижаться второй квартал подряд). При небольшом повышении коэффициента порожнего пробега контейнеров (с 29,2% до 30,8%) улучшение рентабельности по EBITDA было достигнуто благодаря более медленному в сравнении с выручкой росту операционных затрат (+3%, в основном за счет снижения затрат на оплату труда и услуги по перевозке и обработке грузов).

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM EBITDA остается на комфортном уровне 0,7х. Краткосрочная часть долга полностью покрывается денежными средствами и депозитами.

Ключевые финансовые показатели ТрансКонтейнера

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	9 604	8 558	+12%	18 162	17 556	+3%
Скорректированная выручка ¹	6 401	5 633	+14%	12 034	12 505	-4%
EBITDA	2 787	2 129	+31%	4 916	5 304	-7%
Рентабельность по EBITDA ²	43,5%	37,8%	+5,7 п.п.	40,9%	42,4%	-1,5 п.п.
Операционная прибыль	2 131	1 595	+34%	3 726	3 752	-1%
Операционная рентабельность ²	33,3%	28,3%	+5,0 п.п.	31,0%	30,0%	+1,0 п.п.
Чистая прибыль	1 669	1 108	+51%	2 777	2 739	+1%
Операционный поток	1 750	1 715	+2%	3 465	3 685	-6%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-2 037	-1 110	+83%	-3 147	-1 551	+2,0x
Капвложения	-971	-305	+3,2x	-1 206	-1 615	-25%
Финансовый поток	14	106	-7,5x	120	-640	п/а

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 354	9 346	0%
Краткосрочный долг	1 884	993	+90%
Долгосрочный долг	7 470	8 353	-11%
Чистый долг ³	7 525	7 309	+3%
Чистый долг/EBITDA LTM ⁴	0,76x	0,73x	

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 Не включая депозиты со сроком свыше 3 мес. в объеме 2,2 млрд руб. на конец 1 кв. 2013 г. и 3,3 млрд руб. на конец 2 кв. 2013 г.

⁴ EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В соответствии с ожиданиями менеджмента, во 2 кв. 2013 г. произошло улучшение операционных показателей после достижения рынком "дна" в марте 2013 г. Объемы доходных контейнерных ж/д перевозок ТрансКонтейнера увеличились почти на 6% до 274 тыс. TEU (после их падения более чем на 9% кв./кв. в 1 кв.) при росте скорректированной выручки по интегрированным экспедиторским и логистическим услугам и ж/д контейнерным перевозкам на 16% кв./кв. Объемы терминальной обработки выросли на 9% до 324 тыс. TEU (после снижения на 18% кв./кв. в 1 кв.) при повышении выручки на 3% кв./кв. Поддержку оказали и результаты АО "Кедентранссервис" - дочерней структуры компании в Казахстане: объемы ж/д перевозок выросли на 95% кв./кв. до 62,5 тыс. TEU при росте общей выручки в регионе на 27% кв./кв.

**Прогнозы
менеджмента на 2013
г. по-прежнему
консервативны**

Менеджмент по-прежнему достаточно консервативно оценивает перспективы рынка до конца 2013 г., прогнозируя увеличение объема ж/д контейнерных перевозок в целом за год на уровне около 5% (mid-single digit). При этом все еще достаточно слабый спрос из-за замедления экономики и растущая конкуренция в краткосрочной перспективе не создают

Инвестиции финансируют за счет операционного потока

предпосылок для повышения цен.

Операционный денежный поток во 2 кв., несмотря на увеличение прибыли, был сопоставим с уровнем 1 кв. 2013 г., что связано с ожидаемым ростом инвестиций в оборотный капитал (большие авансовые платежи после их резкого снижения в 1 кв.). Несмотря на заметную активизацию капвложений (более чем в 3 раза кв./кв.), собственного операционного потока компании было достаточно для их осуществления.

Инвестиции в 2013 г., скорее всего, будут ниже утвержденных 9,1 млрд руб.

Инвестпрограмма на 2013 г. 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 платформ (4,4 млрд руб. в 2013 г.) в рамках стратегии по расширению парка. Стоит отметить, что капвложения в 1П 2013 г. составили лишь 1,2 млрд руб. Их замедление связано как с неблагоприятной рыночной конъюнктурой, снижением цен на приобретаемый парк, оптимизацией строительных работ в терминалах, так и с накоплением подушки ликвидности для погашения долга (облигаций ТрансКонтейнер, 01 и кредита Альфа-Банка, были рефинансированы новым выпуском ТрансКонтейнер, 04) и выплаты дивидендов (которая была осуществлена в августе 2013 г. - 1,2 млрд руб.).

Менеджмент отмечает, что итоговая сумма инвестиций за 2013 г. при сохранении планов по наращиванию численности парка может быть меньше, учитывая снижение цен на контейнеры и платформы. Уже после отчетной даты был заключен договор с китайским поставщиком на приобретение 5 000 контейнеров на общую сумму 627 млн руб., а также с российской компанией - на покупку 600 контейнеров на 60 млн руб.

Финансирование инвестпрограммы, в соответствии с принятой компанией политикой, осуществляется за счет собственных средств. При этом в случае ухудшения рыночной конъюнктуры компания имеет гибкость в ее реализации. Кроме того, как мы уже отмечали, возможна ее существенная коррекция из-за внесения доли РЖД в ОТЛК.

Бумаги эмитента выглядят дорого

Облигации эмитента имеют низкую ликвидность. Выпуск ТрансКонтейнер-4 (YTM 8,4-8,5% @ январь 2018 г.) котируется со спредом к суверенной кривой в размере ~150-160 б.п., что, по нашему мнению, является низким уровнем для бумаг рейтинговой категории ВВ. Лучшей альтернативой бумагам являются рублевые евробонды VIP 18 (YTM 9,1% = ОФЗ + 220 б.п.).

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	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?
Промышленность «обнулила счет»

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

Рубль обновил минимум

Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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
Антон Кенякин		(+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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.