

ТрансКонтейнер: устойчивый бизнес в нестабильных условиях



ГАЗПРОМБАНК

Рейтинги

S&P/Moody's/Fitch

- / Ba2 /BB+

На прошлой неделе крупнейший отечественный контейнерный перевозчик – ТрансКонтейнер – представил финансовую отчетность (РСБУ) по итогам 2008 г. В целом мы позитивно оцениваем финансовые результаты компании. Несмотря на ухудшение общей экономической ситуации, перевозчику удалось продемонстрировать позитивную динамику благодаря лидирующим позициям на рынке контейнерных перевозок, установлению долгосрочных контрактов с контрагентами, диверсифицированной базе клиентов и опережающему развитию высокомаржинальных видов услуг.

Сегодня, 13/03/09, компания должна исполнить обязательства по оферте по выпуску облигаций, а также провести вторичное размещение бумаги «в рынок» под доходность около 18,4% к следующей оферте через год. Мы полагаем, что бумага может быть интересна российским участникам рынка, учитывая ее недавнее включение в ломбардный список.

Обзор финансовых результатов по итогам 2008 г. и прогноз на 2009 г.

Благодаря простоте юридической структуры (в состав ТрансКонтейнера входит одно небольшое СП, базирующееся в Финляндии, показатели которого пропорционально консолидируются в отчетность по МСФО), однозначной политике признания выручки и расходов и приблизительно одинаковой оценке стоимости парка подвижного состава и терминалов, расхождения между показателями по МСФО и РСБУ незначительны. Поэтому опубликованные цифры дают адекватное представление о финансовом состоянии компании.

По итогам 2008 г. валовая выручка превысила 20,2 млрд руб., что на 50,6% больше, чем в 2007 г. Необходимо отметить, что из-за особенностей учетной политики в 2008 г. в валовую выручку компании был включен доход от перевыставляемых услуг в пользу третьих операторов (вознаграждение иностранных ж/д операторов, участвующих в услугах, в частности – Германия, Казахстан). По сути ТрансКонтейнер является агентом по взиманию данного вида дохода и перечисления его конечному бенефициару, поэтому для адекватного сравнения финансовых показателей компании в 2007/08 гг. необходимо скорректировать выручку и расходы контейнерного оператора на величину данного вида услуг.

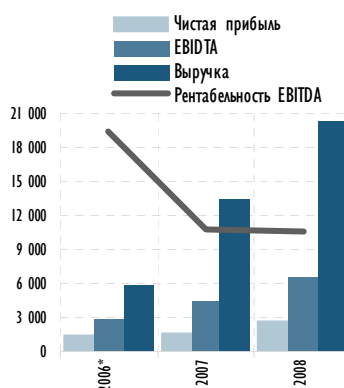
Финансовые показатели ОАО «ТрансКонтейнер», РСБУ, млн руб.

	2008	2007	Изм., г/г
Выручка	20 226	13 431	+50,6%
Выручка УЧП*	17 476	13 431	+30,1%
ЕБИТДА	6 380	4 261	+49,7%
Чистая прибыль	2 680	1 532	+74,9%
Рентабельность ЕБИТДА	31,6%	31,7%	-0,1 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА (скорр.)	36,5%	31,7%	+4,8 п.п.
Рентабельность ЧП	13,3%	11,4%	+1,9 п.п.
Рентабельность ЧП (скорр.)	15,3%	11,4%	+3,9 п.п.
Кредиты и займы	3 094	0	-
Финансовый лизинг	2 124	360	-
Финансовый долг	5 218	360	-
Денежные средства	443	202	-
Чистый долг	4 775	158	-
Активы	26 916	20 293	+32,6%
Капитал	19 063	16 766	+13,7%
Чистый долг/ ЕБИТДА	0,73	0,04	-
Чистый долг/Капитал	0,25	0,01	-
Чистый долг/Активы	0,18	-	-

Источник: данные Компании, оценки Газпромбанка

*- выручка по условно-чистой продукции

График 1: Основные финансовые показатели, млн руб.



Источник: данные Компании, оценки Газпромбанка

*-компания начала самостоятельную деятельность с 1 июля 06 г.

График 2: Структура доходов по итогам I П2008 г., %



Источник: данные Компании, оценки Газпромбанка



По оценкам менеджмента компании, величина «сквозных платежей» в 2008 г. составила 2,75 млрд руб., таким образом, валовая выручка компании по УЧП (условно-чистой продукции), т.е. без учета перевыставляемых услуг в пользу третьих операторов, достигла 17,5 млрд руб., что на 30% лучше результата 2007 г. Основные факторы роста выручки: рост объема перевозок собственным подвижным составом, рост тарифов и увеличение доли высокомаржинальных видов услуг (3PL – 3rd party logistics). В натуральном выражении объем перевозок в прошлом году достиг 1,5 млн TEU (+15,3%), 629 тыс. TEU из которых было перевезено в международном сообщении (+32,2%). Остальная часть прироста приходится на рост тарифов и увеличение доли услуг 3 PL.

Отметим незначительное снижение переработанных грузов на терминалах компании – на 3,2% до 1,9 млн TEU. Однако учитывая, что этот вид услуг формирует не более 15% выручки, мы полагаем, что данное снижение не оказало значительного влияния на операционные результаты компании.

По итогам года показатель EBITDA компании достиг 6,4 млрд руб. (+49,7%), норма EBITDA (EBITDA/выручка УЧП) составила 36,5% (против 31,7% в 2007 г.). Чистая прибыль ТрансКонтейнера в 2008 г. была равна 2,68 млрд руб. (+74,9%), рентабельность по чистой прибыли (Чистая прибыль/Выручка УЧП) – 15,3%, что значительно лучше результата 2007 г. (11,4%).

Основными факторами роста рентабельности выступили – рост тарифов, значительное увеличение доли высокомаржинальных услуг в валовой выручке компании и сокращение удельного роста затрат за счет ввода новых регулярных маршрутов, что позволило снизить удельную долю основной статьи себестоимости – порожнего пробега. Отметим также опережающий рост спроса на услуги компании, который наблюдался в течение первых трех кварталов 2008 г., что объяснялось неразвитостью данного вида услуг на внутреннем рынке и преимуществами транспортировки грузов в контейнерах по сравнению с традиционными видами грузоперевозок.

Ухудшение экономической конъюнктуры в 4-м кв. 2008 г. не столь сильно отразилось на результатах деятельности компании, как на отрасли в целом. Если РЖД столкнулось со значительным падением объема грузоперевозок за последние три месяца 2008 г. (в октябре – на 4,5%, в ноябре – на 20,1%, в декабре – на 26,3%), то ТрансКонтейнеру удалось удержать объем перевозок в 4-м кв. 2008 г. практически на уровне 3-го кв. 2008 г. (сокращение составило 3%) и увеличить его по отношению к 4-му кв. 2007 г. (+8%). Немаловажную роль в данном случае сыграли нарабатываемые контакты с крупными клиентами, а также неспособность более мелких частных операторов (в частности, ДВТГ) функционировать в новых реалиях, что в итоге привело к частичной переориентации спроса на услуги ТрансКонтейнера и позволило последнему увеличить свою долю на отечественном рынке контейнерных перевозок приблизительно на 3%.

В 2009 г. компания прогнозирует снижение объема грузоперевозок на уровне 10%, причем наиболее значительное снижение произойдет в 1-м полугодии 2009 г. (17% – в 1-м кв. 2009 г., 13% – во 2-м кв. 2009 г.). Во второй половине 2009 г. компания ожидает некоторого оживления на рынке контейнерных перевозок, что позволит ей удержать объемы перевозок в этот период на уровне 2008 г.

По нашим прогнозам, выручка компании в текущем году будет значительно ниже 2009 г., т.к. частичное выпадение доходов, вызванное снижением спроса на услуги, будет компенсировано за счет роста тарифов.

Кредитный портфель и долговая нагрузка

Кредитный портфель ТрансКонтейнера на конец 2008 г. в основном состоял из дебютного облигационного займа объемом 3 млрд руб.

Кроме того, мы учитываем задолженность компании по финансовому лизингу. Отчетность по РСБУ также не дает адекватного представления об активах, приобретенных на условиях финансового лизинга, т.к. они учитываются на забалансовых счетах. Исходя из данных отчетности за 2008 г. общий объем основных средств, приобретенных по лизингу,

По итогам года показатель EBITDA достиг 6,4 млрд руб. (+49,7%), норма EBITDA (EBITDA/выручка УЧП) составила 36,5% (против 31,7% в 2007 г.)

Ухудшение экономической конъюнктуры в 4-м кв. 2008 г. не столь сильно отразилось на результатах деятельности компании, как на отрасли в целом

В 2009 г. компания прогнозирует снижение объема грузоперевозок на уровне 10%

Кредитный портфель ТрансКонтейнера на конец 2008 г. в основном состоял из дебютного облигационного займа объемом 3 млрд руб., долг с учетом обязательств финансового лизинга – 5,2 млрд руб. (Чистый долг / EBITDA – 0,75x)



превышал 2,1 млрд руб. Учитывая, что соотношение краткосрочной и долгосрочной частей обязательств по финансовому лизингу у компании за 1П2008 г по МСФО составляло 20 к 80, краткосрочную часть обязательств финансового лизинга на конец 2008 г. можно оценить в размере 420 млн руб.

Общий объем короткого долга компании на конец 2008 г. мы оцениваем на уровне 3,5 млрд руб., а общий финансовый долг с учетом финансового лизинга - 5,2 млрд руб. Таким образом долговая нагрузка (чистый долг/ЕБИТДА) перевозчика на конец 2008 г. равнялась 0,75ХЕБИТДА – абсолютно комфортный уровень для компании, оперирующей в высоко-маржинальном сегменте транспортных услуг.

График 3: Финансовый долг и операционный денежный поток компании, млн руб.



Источник: данные Компании, оценки Газпромбанка
*компания начала самостоятельную деятельность с 1 июля 06 г.

График 4: Основные направления инвестиционной программы по итогам 2008 г., %



Источник: данные Компании, оценки Газпромбанка

Текущий объем инвестиционной программы ТрансКонтейнера предусматривает сокращение объема капитальных затрат в 2009 г. более чем в 2 раза - до 4,9 млрд руб.

Инвестиционная программа

В 2008 г. компания инвестировала 8,9 млрд руб., включая НДС (87% от плана), в собственное развитие. Капитальные затраты на 2009 г. первоначально согласно бюджетному плану составляли 10,8 млрд руб, однако были скорректированы менеджментом исходя из новых прогнозов развития компании и изменившейся экономической конъюнктуры. Текущая инвестиционная программа ТрансКонтейнера предусматривает сокращение объема капитальных затрат более чем в 2 раза - до 4,9 млрд руб. (без НДС).

В первую очередь, будут секвестированы статьи инвестиционных затрат, направленные на модернизацию и строительство складских терминалов и увеличение парка автотранспортной и погрузочной техники. В меньшей степени данное сокращение затронет планы компании по обновлению и модернизации парка подвижного состава, что увеличит долю данного вида вложений до 70% в валовом объеме инвестиций.

Собственных средств для реализации Саpех и выплаты долга может не хватить – но компания сохраняет доступ к банковскому рефинансированию, инвестиции носят дискретный характер

Стоит отметить, что несмотря на довольно существенное сокращение САРЕХ, собственных средств для реализации намеченной программы и исполнения обязательств по долгу может не хватить: операционный денежный поток в текущем году, очевидно, будет ниже, чем в 2008 г. (около 6 млрд руб). В то же время мы полагаем, что компания, благодаря способности генерировать довольно существенные денежные потоки и наличию ликвидных активов на балансе (собственный подвижной состав, авто- и погрузочная техника) в размере 12 млрд руб., которые не находятся в залоге, сохранит доступ к банковским кредитам. По нашим оценкам, исходя из консервативной стоимости активов компании и использования 50%-ного дисконта, можно сделать вывод, что Трансконтейнер может привлечь дополнительные финансовые ресурсы в сумме не менее 6 млрд руб. Во-вторых, инвестиционная программа (обновление парка) носит дискретный характер и может подвергнуться дальнейшему сокращению, в случае ужесточения ситуации с рефинансированием.



Кредитное заключение

Мы позитивно оцениваем финансовые результаты компании по итогам 2008 г. Несмотря на ухудшение общей экономической ситуации, перевозчику удалось продемонстрировать позитивную динамику благодаря лидирующим позициям на рынке контейнерных перевозок, установлению долгосрочных контрактов с контрагентами, диверсифицированной базе клиентов и опережающему развитию высокомаржинальных видов услуг (терминально-складские, агентские, ЗРЛ).

Мы не сомневаемся в способности компании исполнить обязательства по оферте

С доходностью 18,4% на год выпуск Трансконтейнера может быть интересен также ввиду недавнего включения в ломбардный список

Сегодня (13/03/09) Трансконтейнеру предстоит исполнить оферту по облигационному выпуску. Мы не сомневаемся в способности компании выкупить бумагу – помимо собственных денежных средств (450 млн руб. на конец 2008 года), Трансконтейнер может воспользоваться существующими кредитными линиями, открытыми в Газпромбанке, Транскредитбанке и Альфа-банке.

Кроме того, сегодня компания планирует провести вторичное размещение по цене 99% от номинала, что, учитывая новую ставку купона (16,5%) дает доходность к оферте на уровне 18,4% годовых (к следующей оферте через год). Мы полагаем, что на таких уровнях выпуск может быть интересен российским участникам рынка – вчера (12/03/09) выпуск Трансконтейнера был внесен в ломбардный список ЦБ.



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Стратегия на фондовом и долговом рынках Андрей Богданов +7 (495) 988 23 44 Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru	Нефть и газ, электроэнергетика Иван Хромушин Дмитрий Котляров +7 (495) 980 43 89 Ivan.Khromushin@gazprombank.ru	Транспорт и машиностроение Алексей Астапов +7 (495) 428 49 33 Aleksai.Astapov@gazprombank.ru	Потребительский сектор Рустам Шихахмедов +7 (495) 428 50 69 Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru
Аналитика долгового рынка Артем Архипов Яков Яковлев +7 (495) 980 41 82 Artem.Arhipov@gazprombank.ru +7 (495) 988 24 92 Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru	Телекоммуникации и медиа Андрей Богданов +7 (495) 988 23 44 Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru	Макроэкономика и банковский сектор Артем Архипов Анна Богдюкевич +7 (495) 980 41 82 Artem.Arhipov@gazprombank.ru	Редакторская группа Татьяна Курносенко +7 (495) 983 18 00 доб. 54084 Tatiana.Kumosenko@gazprombank.ru

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Организация выпусков

Игорь Ешков
+7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru

Сергей Яблонский
+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков
+7(495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Константин Шапшаров
+7(495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление биржевых интернет-операций

Андрей Блохин
+7 (495) 983 17 28
Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

Управление сопровождения операций с ценными бумагами

Александр Федоров
+7(495) 428 49 53
Alexandr.Fedorov@gazprombank.ru

Управление рынков фондового капитала

Андрей Чичерин
+7(495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.