

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина Кирилл Сычев
n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

ТрансКонтейнер (-/Ba3/BB+): нейтральные финансовые результаты за 9М14, бумаги компании низколиквидны

В прошлую пятницу ТрансКонтейнер, крупнейший железнодорожный контейнерный оператор, объявил финансовые результаты за 9М14, которые мы в целом оцениваем как нейтральные. С одной стороны, деконсолидация финансовых результатов КеденТрансСервис (СП в Казахстане) и снижение цен на контейнерные перевозки привели к уменьшению рублевых выручки и EBITDA на 18%. Тем не менее, EBITDA margin оператора сохранилась на уровне 9М13, а аккумулятивное свободное денежное потока за 9М14 способствовало сокращению чистого долга и небольшому снижению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA.

За 9М14 скорректированная (на стоимость услуг соисполнителей по интегрированным логистическим услугам) выручка компании сократилась на 18.1% г/г до 15 412 млн руб. За 9М14 уменьшилась выручка по всем направлениям деятельности ТрансКонтейнер, за исключением бизнеса по оказанию интегрированных экспедиторских и логических услуг, скорректированная выручка которого выросла на 14.5% г/г до 8 534 млн руб. В частности, выручка от осуществления железнодорожных контейнерных перевозок за 9М14 уменьшилась на 34.9% г/г до 4 082 млн руб. (на фоне уменьшения среднего уровня ставок), выручка от терминального обслуживания и агентских услуг – на 48.1% до 1 584 млн руб. (вследствие деконсолидации терминального бизнеса КеденТрансСервис). За аналогичный период EBITDA компании снизилась сопоставимыми с выручкой темпами, на 18.2% г/г до 6 409 млн руб., что позволило сохранить EBITDA margin на уровне 9М13 (41.6%).

В отчетном периоде операционный денежный поток компании до изменений в оборотном капитале уменьшился на 25.4% г/г до 5 695 млн руб. При этом, снижение чистого операционного денежного потока за 9М14 было менее существенным (-7.2% г/г до 5 428 млн руб.), чему способствовало сокращение чистого оборотного капитала за 9М14 против его пополнения за 9М13, а также уменьшение расходов по налогу на прибыль. Несмотря на увеличение расходов компании на CAPEX за 9М14 на 39.5% г/г до 3 301 млн руб., отчетный период ТрансКонтейнер завершил в области положительного свободного денежного потока, достаточного для выплаты дивидендов на 1 117 млн руб., погашения части долга и усиления ликвидной позиции. В результате, за 9М14 совокупный долг компании уменьшился на 10.2% до 7 579 млн руб., чистый долг – на 21.9% до 5 120 млн руб. Долговая нагрузка компании сохранилась на комфортном уровне: отношение net debt/EBITDA LTM составило 0.6x на 30 сентября 2014 г. против 0.7x на 31 декабря 2013 г. Учитывая также достаточность денежных средств на счетах компании в размере 2 459 млн руб. для погашения всего краткосрочного долга с учетом обязательств по финансовому лизингу совокупным объемом 1 766 млн руб. и сильную структуру акционеров (ТрансКонтейнер входит в Объединенную транспортно-логистическую компанию, контрольный пакет акций которой принадлежит РЖД), риски рефинансирования ТрансКонтейнера мы оцениваем как низкие.

В настоящее время ТрансКонтейнеру присвоены рейтинги «BB+» со стабильным прогнозом от Fitch и «Ba3» с позитивным прогнозом от Moody's. В своем обзоре, подготовленном в октябре 2013 года, Moody's сообщило о возможности повышения рейтинга в течение 12-18 месяцев в случае сохранения компанией лидирующих позиций на рынке, отношения debt/EBITDA в пределах 1.5x и в целом сильных операционных и финансовых показателей. Несмотря на достаточно сильные кредитные метрики компании и выполнение условий Moody's, мы не ожидаем повышения агентством рейтинга ТрансКонтейнера с учетом напряженной геополитической обстановки и слабой конъюнктуры рынка контейнерных перевозок.

В настоящее время на рынке обращаются два выпуска облигаций ТрансКонтейнера: облигации серии 02 с дюрацией 0.25 года и 04 с дюрацией 2.15 года. Рублевые выпуски компании отличаются низкой ликвидностью. Доходности более короткого выпуска по последним бидам составляет 12.45% годовых, более длинных бумаг – 11.1% годовых, при этом по выпуску ТрансКонтейнер 04 разница в котировках bid/ask составляет около 400 бп.

Ключевые финансовые показатели ТрансКонтейнера за 9М14

млн руб.	9М14	9М13	%
Выручка*	15 412	18 816	-18.1%
ЕБИТДА	6 409	7 837	-18.2%
Операционная прибыль	4 057	6 114	-33.6%
Чистая прибыль	3 301	4 666	-29.3%
Рентабельность по ЕБИТДА	41.6%	41.7%	-0.1 пп
Операционная рентабельность	26.3%	32.5%	-6.2 пп
Чистая рентабельность	21.4%	24.8%	-3.4 пп
Операц. денеж. поток до измен. в ОК	5 695	7 638	-25.4%
Чистый операцион. денеж. поток	5 428	5 849	-7.2%
CAPEX	3 301	2 367	39.5%
Свободный денежный поток	2 127	3 482	-38.9%

млн руб.	9М14	2013	%
Активы	47 768	46 976	1.7%
в т.ч. денеж. ср-ва	2 459	1 884	30.5%
Долг**	7 579	8 438	-10.2%
доля краткосрочного долга	23.3%	20.8%	2.5 пп
Чистый долг**	5 120	6 554	-21.9%
Капитал	33 778	31 479	7.3%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	0.9x	0.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.6x	0.7x	-
Долг/Капитал	0.2x	0.3x	-

* - показатель за вычетом стоимости услуг соисполнителей по интегрированным логистическим услугам

** - включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdaikov@zenit.ru Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Группа FESCO (В-/В): нейтральный финансовый отчет за 9М14, евробонды компании окончательно освоились в статусе junk bonds

В прошлую пятницу один из крупных логистических операторов, Группа FESCO, опубликовал финансовую отчетность по итогам 9М14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. По итогам 9М14 выручка компании сохранилась на уровне прошлого года, составив 844 млн. долл. (-0.7% г/г), тогда как EBITDA снизилась на 19.1% г/г (до 123 млн. долл.). Как следствие, рентабельность по EBITDA по итогам 9М14 сократилась до 14.6% (-3.3 пп г/г). Такая динамика финансовых результатов была связана, главным образом, с заметным ослаблением рубля в течение 9М14, хотя даже в этих условиях сегменты морских грузоперевозок и достаточно новый для компании сегмент бункеровки показали весьма хорошие результаты. Кроме того, давление на операционную рентабельность FESCO оказал и рост доли менее маржинальных грузов в структуре перевалки, и рост операционных расходов на фоне стагнирующей выручки.

Свободный денежный поток FESCO (операционный денежный поток за вычетом капвложений и процентных платежей) за 9М14 оказался отрицательным, составив -60 млн. долл. Это стало результатом того, что у компании за период наблюдался дефицит средств уже на уровне чистого операционного потока (-4 млн. долл.), что еще усугубилось опережающим ростом CAPEX (+40% г/г) по сравнению с прошлым годом – до 56 млн. долл. или 0.5x EBITDA. Дефицит был покрыт, главным образом, за счет накопленной на балансе ликвидности, объем которой к концу 3К14 упал до 160 млн. долл. (-16.2% к 4К13). К концу 3К14 долг FESCO составил 1 266 млн. долл. (-0.2% г/г), мало изменившись по сравнению с началом года. Стабильная величина долга стала результатом валютной переоценкой портфеля (снизилась выраженная в долларах рублевая часть), которая компенсировало небольшое по объему чистое привлечение долга за рассматриваемый период. Вместе с тем, уровень долговой нагрузки компании на конец 3К14 заметно вырос, достигнув 7x в терминах чистый долг / EBITDA LTM. Данное повышение было обусловлено, прежде всего, падением EBITDA, а также сокращением запаса ликвидности на балансе FESCO. Отметим, тем не менее, что по итогам 9М14 компания сохранила достаточно комфортную структуру долга: доля коротких обязательств составила всего 15.4% (+2 пп к 4К13), при этом оставшихся на балансе денег было достаточно для погашения около 85% короткого долга. Подводя итог, отметим, что отчетность FESCO по итогам 9М14 нейтральна для рейтингов компании: основная просадка по динамике показателей случилась по итогам 1П14, которая привела к уже достаточно давно ожидаемому снижению рейтинга от S&P. Напомним, что агентство в сентябре понизило рейтинг FESCO с "В+" до "В", установив по рейтингу негативный прогноз. С этой точки зрения, относительно неплохие результаты 3К14 привели к улучшению результатов FESCO за 9М14 в целом (по сравнению с 1П14).

Долговые бумаги FESCO находятся в почти непрерывном падении, начиная с конца августа этого года и окончательно освоились в статусе junk bonds. Рублевый бонд ДВМП БО-02 является малоликвидным и индикативно торгуется по 83.5% от номинала. В то же время, евробонды компании за упомянутый промежуток времени потеряли в цене 29-30 фигур. Так, FESH RU'18 торгуется сейчас по 46% от номинала (YTM 37.1% годовых), а FESH RU'20 – по 45.1% от номинала (YTM 29.7% годовых).

Ключевые финансовые показатели
Группы FESCO по итогам 9М14

млн. долл.	9М14	9М13	%
Выручка	844	850	-0.7%
EBITDA	123	152	-19.1%
Операционная прибыль	62	82	-24.4%
Чистый прибыль/(убыток)	(29)	28	-
Рентабельность по EBITDA	14.6%	17.9%	-3.3 пп
Операционная рентабельность	7.3%	9.6%	-2.3 пп
Чистая рентабельность	-	3.3%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	125	149	-16.1%
Чистый операцион. ден. поток*	(4)	43	-
CAPEX	56	40	40.0%
Свободный денежный поток	(60)	3	-

млн. долл.	9М14	2013	%
Активы	1 894	2 098	-9.7%
в т.ч. денеж. средства	160	191	-16.2%
Долг	1 266	1 268	-0.2%
доля краткосрочного долга	15.4%	13.4%	2.0 пп
Чистый долг	1 106	1 077	2.7%
Капитал	397	641	-38.1%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.2x	-
Долг/EBITDA LTM	8.1x	6.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	7.0x	5.8x	-
EBITDA/Процентные выплаты	2.0x	1.6x	-
Долг/Капитал	3.2x	2.0x	-

* за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании по МСФО,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

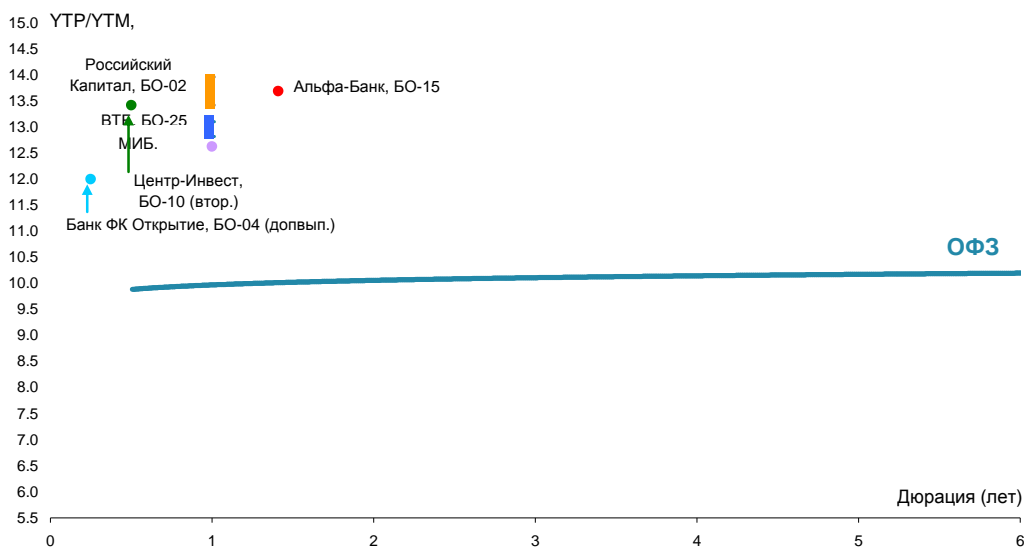
Выпуск	Рейтинг, S&P/MF	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Банк Цент-Инвест, БО-10 (втор.)	- / Ва3 / -	да	2 749	13.42	26.11.2014	TBD	нет / 0.5 г	0.5 г / 4.5 г
Банк Российский Капитал, БО-02	- / - / В+	да	3 000	13.42-13.96	26.11.2014	28.11.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ва1 / BBB-	да	5 000	13.69	27.11.2014	02.12.2014	нет / 1.41 г	1.5 г / 15 лет
Банк МИБ, ТВД	- / А3 / -	да	4 000 - 5 000	12.63	28.11.2014	02.12.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Банк ВТБ, БО-25	BBB- / Ваа3 / -	да	5 000 - 10 000	12.82-13.10	26.11.2014	03.12.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ва3 / -	да	5 000	12.00	02.12.2014	04.12.2014	нет / 0.25 г	0.25 г / 2.25
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д	02.12.2014	04.12.2014	да / 1 г	1 г / 7 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/MF	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Фактическая YTP/YTM, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Ваа2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Ваа1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ва1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Ваа1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции		research@zenit.ru
Облигации		firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.