

Пульс рынка

- ▶ **Хорошие результаты размещения бондов еврозоны.** Несмотря на недавнее снижение рейтингов стран еврозоны, вчерашние аукционы по размещению краткосрочных бондов Греции, Испании и EFSF нашли высокий спрос со стороны частных инвесторов, по-видимому, за счет 3-летних средств, полученных недавно от ЕЦБ. С другой стороны, аппетит европейских банков к риску еврозоны находится на низком уровне, о чем свидетельствует высокий объем остатков на депозитах ЕЦБ, которые вчера банки пролонгировали еще на неделю в объеме 217 млрд евро. Негативной новостью является заявление главы банка Австрии о том, что ЕЦБ в ближайшее время может завершить программу выкупа госбумаг (с мая 2010 г. регулятор потратил на программу ~217 млрд евро). Из событий сегодняшнего дня интерес представляют итоги возобновившихся переговоров Греции с частными кредиторами по вопросу списания госдолга: по предварительным данным, размер списания составит 68%.
- ▶ **Всемирный банк понизил прогноз роста мировой экономики** до 2,5% в 2012 г. с уровня 3,6%, который он прогнозировал еще 6 месяцев назад. Обострение европейского кризиса может привести к провалу мировой экономики до уровня 2008-2009 гг., при этом, по мнению банка, запас прочности у "богатых" стран сейчас заметно ниже, чем в прошлый пик кризиса, что ограничивает их возможности монетарного и фискального стимулирования своих экономик. При прочих равных условиях замедление мировой экономики негативно влияет на котировки нефти, остается лишь надежда на сокращение поставок нефти в связи с продолжающимися конфликтами в Иране, Нигерии и др.
- ▶ **Сегодняшнее размещение ОФЗ найдет высокий спрос.** Сегодня Минфин проведет аукцион по размещению ОФЗ 25079 в объеме 20 млрд руб. с ориентиром УТМ 7,65-7,7% @ июнь 2015 г. Учитывая, что вчера последние сделки по выпуску проходили на уровне УТМ 7,65%, лишь верхняя граница ориентира предполагает некоторую премию к рынку. В условиях умеренно позитивной конъюнктуры внешнего рынка (позволяющей котировкам нефти Brent находиться на относительно высоком уровне 112 долл./барр.) мы не исключаем, что размещаемые бумаги найдут высокий спрос. Дополнительным фактором его поддержки являются средства, получаемые сегодня инвесторами от погашения выпуска ОФЗ 25064 номиналом 45 млрд руб. В рамках краткосрочной спекулятивной стратегии мы рекомендуем участие в аукционе по верхней границе ориентира.
- ▶ **Приток бюджетных средств ослабит спрос на ликвидность**, но только до начала новых налогов. Поскольку ЦБ продолжает выставлять лимиты по короткому РЕПО на уровне 10 млрд руб., а Минфин пролонгировал лишь 10 млрд руб. из погашаемых сегодня 171 млрд руб. депозитов, банки, как мы и ожидали, компенсируют недостающую разницу за счет фиксированного РЕПО с ЦБ. Объем этих операций, хотя и снизился по сравнению с понедельником (со 177 млрд руб. до 43 млрд руб.), все же остается заметным. Частично заместить фиксированное РЕПО в качестве источника средств для погашения депозитов перед Минфином могут, в первую очередь, поступившие вчера бюджетные средства в размере ~80 млрд руб. (по нашим оценкам) и, в меньшей степени, зачисляемые сегодня деньги от 3-мес. РЕПО (аукцион от 16 января, 125 млрд руб.).

Темы выпуска

- ▶ Трансконтейнер: вновь сильные результаты
-

Трансконтейнер: вновь сильные результаты

Рекордная рентабельность по EBITDA

Трансконтейнер (-/Ba3/BB+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 9М 2011 г., которые мы оцениваем позитивно. По данным компании, её доля на рынке железнодорожных контейнерных перевозок составила 51%, что чуть ниже, чем на конец 1П 2011 г. Выручка, скорректированная на расходы по услугам подрядчиков-соисполнителей, оказанным по сквозной ставке, увеличилась на 33,4% до 16 млрд руб., что сопровождалось ростом рентабельности по EBITDA на 13,4 п.п. до 39,7% (что является максимальным значением за последние 4 года). Долговая нагрузка компании в терминах отношения Долг/LTM EBITDA снизилась с 1,6х на начало года до 1,22х, при этом показатель Чистый долг/LTM EBITDA опустился ниже 1,0х, благодаря повышению показателя LTM EBITDA почти на 73% (до 7,6 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Трансконтейнера

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	8 167	6 533	+25%	21 971	16 475	+33%
Скорректированная выручка*	6 121	4 592	+33%	16 088	12 061	+33%
EBITDA	2 944	1 273	+2,3х	6 392	3 175	+2,0х
Рентабельность** по EBITDA	48,1%	27,7%	+20,4 п.п.	39,7%	26,3%	+13,4 п.п.
Чистая прибыль	1 575	355	+4,4х	2 992	552	+5,4х
Чистая рентабельность	25,7%	7,7%	+18 п.п.	18,6%	4,6%	+14 п.п.
Операционный поток				4 510	2 241	+2,0х
Инвестиционный поток, в т.ч.				-3 732	-3 017	+24%
Капитальные вложения				-2 588	-3 275	-21%
Финансовый поток				1 372	949	+45%

В млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 295	7 026	+32%
Краткосрочный долг	974	658	+48%
Долгосрочный долг	8 321	6 368	+31%
Чистый долг	5 800	5 735	+1%
Чистый долг/EBITDA LTM***	0,76х	1,30х	-

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

**Показатели рентабельности рассчитаны, исходя из скорректированной выручки

***EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

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

Увеличение выручки было обусловлено, главным образом, ростом объема доходных перевозок (то есть перевозок клиентских и собственных груженых контейнеров) на 18,3% г./г. до 744 тыс. TEU и объема переработки контейнеров на 6,8% г./г. до 1,17 млн TEU в условиях благоприятной ценовой конъюнктуры (рост тарифов за год составил ~14%). Стоит отметить, что в 3 кв. объем перевозок контейнеров вырос преимущественно за счет экспортного сообщения (+28,7% кв./кв.), в то время как объем импортных и внутренних перевозок увеличился лишь на 4%.

В структуре выручки произошло увеличение доли сегмента терминальных и агентских услуг с 12,3% до 14,7% вследствие консолидации в марте 2011 г. ведущего казахстанского оператора ж/д терминалов АО "Кедентранссервис". Основной вклад в скорректированную выручку по-прежнему вносит сегмент транспортировки ж/д контейнеров с долей 41,5%. Сохранение благоприятной конъюнктуры на рынке контейнерных перевозок позволило, по данным компании, получить сильные результаты в 4 кв. 2011 г.

Повышение операционной эффективности

Операционные расходы за вычетом услуг подрядчиков-соисполнителей, оказанных по сквозной ставке, увеличились лишь на 10,5%. Повышение рентабельности по EBITDA произошло благодаря улучшению операционной эффективности: порожний пробег контейнеров снизился на 5,5 п.п. до 34,4%, а платформ - на 0,6 п.п. до 8,6%. Также позитивное влияние на рентабельность оказало увеличение скорректированной выручки (на 24,7% г./г.) от интегрированных экспедиторских и логистических услуг, которые характеризуются высокой

Капитальные затраты профинансированы из собственных средств	<p>добавленной стоимостью. По оценкам компании, консолидация АО "Кеденстранссервис" внесла порядка 2-3% в показатель EBITDA.</p> <p>Чистые денежные средства, полученные от операционной деятельности, увеличились более чем в два раза г./г. до 4,5 млрд руб., при этом произошел рост инвестиций в оборотный капитал на 540 млн руб. Несмотря на привлечение нового долга, процентные расходы сократились на 21,4%, при этом по нашим оценкам средняя процентная ставка по долгу составила 9,7% годовых за 9М 2011 г. Операционного денежного потока оказалось достаточно для финансирования капитальных расходов, составивших 2,6 млрд руб., из которых 1,1 млрд руб. было израсходовано в 3 кв. Денежные средства и их эквиваленты увеличились на 1,4 млрд руб. до 3,5 млрд руб. По итогам 9М 2011 инвестиционная программа (запланированная на весь год в объеме 4,7 млрд руб.) была выполнена на 55%.</p>
Компания имеет гибкость в реализации капзатрат	<p>По предварительным данным, инвестиционная программа на 2012 г. составит 7,4 млрд руб. (закупка вагонов и развитие терминалов), финансирование которой планируется осуществлять за счет собственных средств. По нашему мнению, объем денежных средств и размер операционного денежного потока в 2012 г. будут достаточны для финансирования запланированных капитальных затрат лишь в случае развития событий по более-менее позитивному сценарию, исключающему резкое замедление мировой экономики. В противном случае компания сможет безболезненно сократить большую часть инвестпрограммы, поскольку основная часть вагонного парка не является устаревшей (средний возраст парка составляет 17,5 лет, тогда как общий срок службы платформы - 32 года).</p>
Низкий уровень краткосрочных рисков рефинансирования	<p>На 30 сентября 2011 г. общий долг компании - 9,3 млрд руб., при этом только 10,5% портфеля приходилось на краткосрочные кредиты. 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.</p>
Снижение доли РЖД, вероятно, произойдет не ранее 2013 г.	<p>Государство так и не определилось ни с объемом пакета Трансконтейнера для продажи, ни со сроками. Изначальный вариант предполагал приватизацию 50% пакета на аукционе, но РЖД настаивает на продаже всего 25% акций, что, на наш взгляд, имеет меньше смысла из-за меньшей привлекательности для инвесторов: при первом сценарии Глобалтранс, НТС, ФЕСКО заявили о своей готовности участвовать, в то время как второй сценарий интересен только ФЕСКО, которая уже владеет 18,5% акций Трансконтейнера. Кроме того, по первоначальному плану приватизация должна была пройти уже в этом году, однако РЖД настаивает на переносе сроков как минимум на год из-за плохой рыночной конъюнктуры. Правительство должно определиться со сроками и параметрами продажи пакета РЖД в ближайшее время.</p>
В рублевых облигациях эмитента торговых идей нет	<p>Рублевые облигации эмитента имеют низкую ликвидность и котируются со спредом 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.).</p>

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
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.