



Утренний Express-О

23 января 2014 г.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



О'КЕЙ (-/-/В+): операционные результаты за 2013 г. немного не дотянули до прогнозов.



ВЭБ-Лизинг (-/ВВВ/ВВВ): размещение облигаций.



Газпромбанк (Вааз/ВВВ-/ВВВ-): размещение еврооблигаций в юанях.



Москва не порадует инвесторов новым долгом.



Акрон (В1-/В+): результаты за 9 мес. 2013 г.

О'КЕЙ (-/-/В+): операционные результаты за 2013 г. немного не дотянули до прогнозов.

Ритейлер О'КЕЙ в 2013 г. увеличил выручку на 18,8% (г/г) до 137,7 млрд руб. Ранее руководство компании прогнозировало рост выручки в 2013 г. на 19-22% (за 9 мес. 2013 г. продажи О'КЕЙ увеличились на 19,5%). Похоже, результаты сети подтверждают ранее обозначенную Магнитом тенденцию замедления роста продаж вследствие уменьшения потребительской активности россиян и растущей конкуренции среди компаний в отрасли. Облигации О'КЕЙ, скорее всего, могут испытать на себе небольшое давление, впрочем, как и бумаги всего сегмента продуктовой розницы в целом.

О'КЕЙ в 2013 г. немного не дотянул до ранее озвученных прогнозов роста выручки...

Ритейлер подтвердил тенденцию снижения потребительской активности, ранее озвученную Магнитом...

Комментарий. Вчера О'КЕЙ представил операционные результаты за 4 кв. и весь 2013 г., которые подтвердили негативные тенденции в сегменте продуктовой розницы, ранее озвученные Магнитом.

Так, выручка О'КЕЙ за 2013 г. выросла на 18,8% до 137,7 млрд руб. (г/г), немногим не дотянув до прогнозируемых менеджментом 19-22%. Отметим, что замедление продаж произошло в 4 кв. – в высокий сезон: выручка выросла на 17,1% (г/г) до 40,8 млрд руб., хотя по итогам 9 мес. 2013 г. прирост составил 19,5% (г/г).

Очевидно, О'КЕЙ также отразил снижение потребительской активности и роста конкуренции в отрасли. Похоже, данные тенденции нашли отражение в замедлении темпов прироста трафика (г/г): в 2013 г. 0,5% против 2,5% годом ранее, при этом в 4 кв. были нисходящая динамика («-0,5%»). В целом, LFL по всем магазинам сети составил 8% (ср. чек – 7,5%; трафик – 0,5%), что было выше чем у Магнита (LFL составил 3,9%).

23 января 2014

Ключевые операционные показатели	О'КЕЙ			Магнит		
	4 кв. 12	4 кв. 13	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Чистая розничная выручка, млрд руб.	34,9	40,8	17,1	115,9	137,7	18,8
Общая торговая площадь, тыс. кв. м.	428	489	14,3	2 549	3 011	18,1
LFL, руб.	7,50%	8,10%		7,0%	8,0%	
Ср. чек, руб.	5,40%	8,60%		4,3%	7,5%	
Трафик	2,00%	-0,50%		2,5%	0,5%	
Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка						

По динамике роста выручки О'КЕЙ уступил Магниту в 2013 г., ...

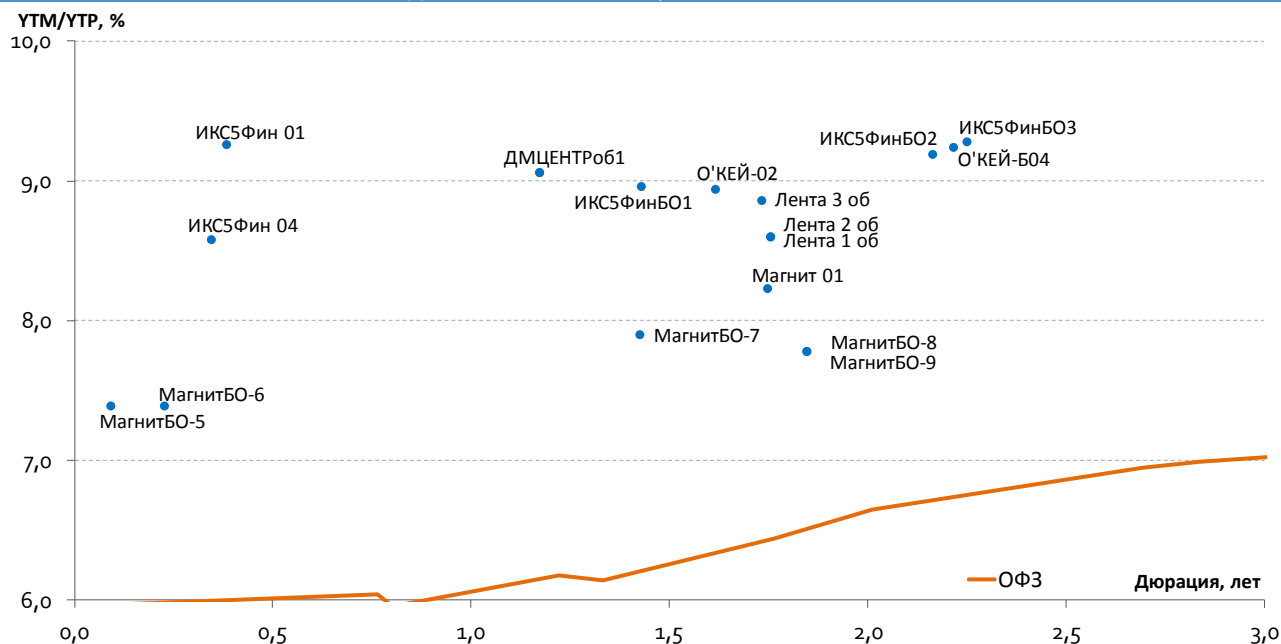
...но и расширение сети О'КЕЙ было заметно скромнее...

Бонды О'КЕЙ могут оказаться под небольшим давлением, причем, как и весь сектор в целом...

Вместе с тем, по динамике роста выручка О'КЕЙ заметно уступил Магниту – 18,8% против 29,2% соответственно. Впрочем, интенсивность расширения сети у Магнита была заметно выше – в 2013 г. О'КЕЙ открыл 11 новых магазинов (8 гипермаркетов и 3 супермаркета) и расширил торговую площадь на 14,3% («+61 тыс. кв. м.» к 2012 г.), в то время как Магнит запустил 1215 магазинов, увеличив торговую площадь на 18,1% («+462 тыс. кв. м.» (г/г)).

Облигации О'КЕЙ, скорее всего, могут испытать на себе небольшое давление, причем, как и весь сегменте продуктовой розницы в целом. Изменение доходности вероятно вместе с рынком.

Доходности облигаций российских эмитентов



Александр Полютов

23 января 2014

ВЭБ-Лизинг (-/BBB/BBB): размещение облигаций.

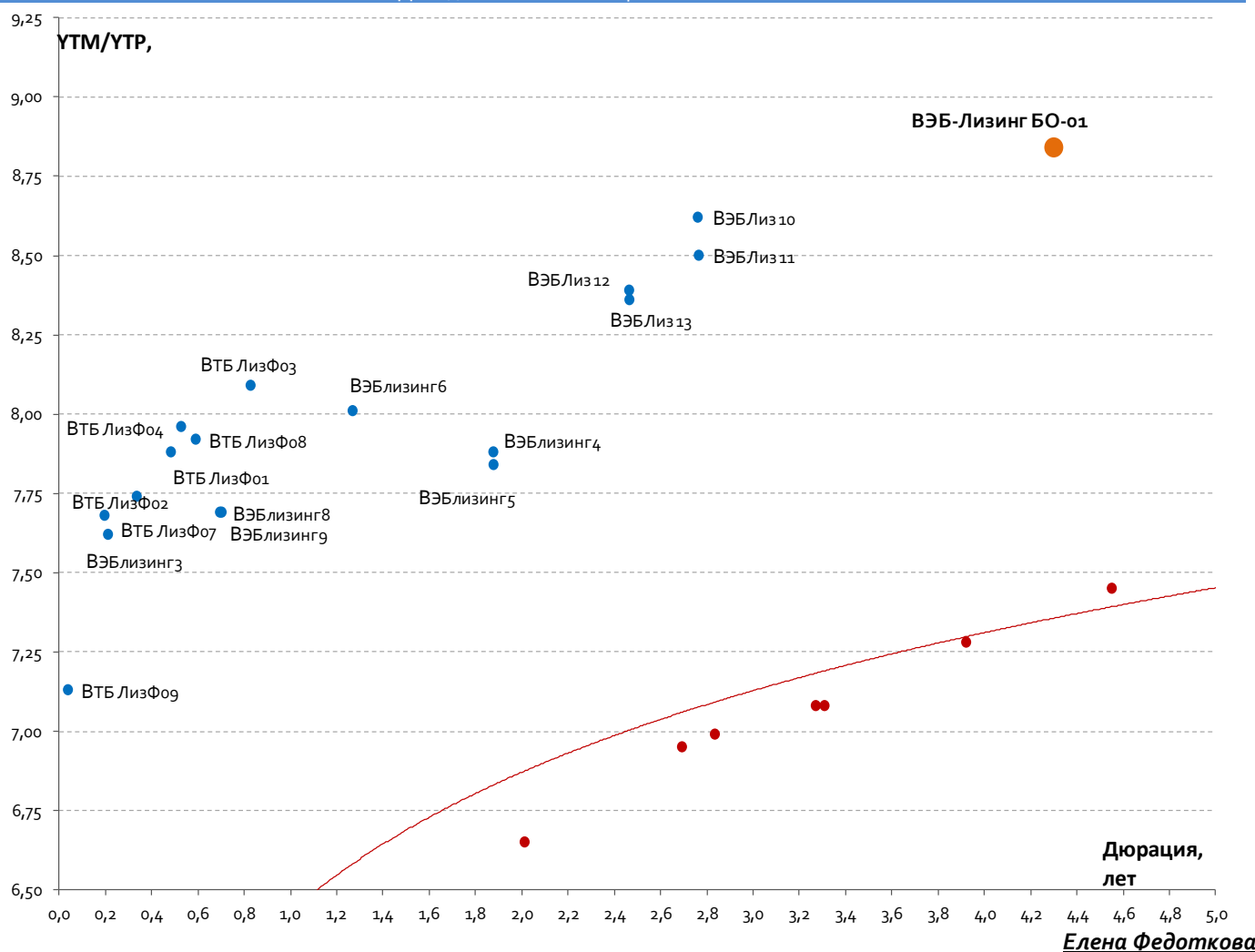
Доходность по облигациям ВЭБ-Лизинга серии БО-01 к 5-летней оферте составит 8,84% и соответствует уровню той кривой, которая уже сформирована бумагами Эмитента. Хотя выпуск, по сути, не предлагает премии к рынку, он может выступить защитным инструментом, предлагая премию около 140 б.п. к ОФЗ. Однако более короткие выпуски Эмитента с премией 150-160 б.п. к ОФЗ сейчас выглядят немного интереснее.

Комментарий. ВЭБ-лизинг сегодня одним днем откроет книгу заявок на облигации серии БО-01 объемом 5 млрд руб. Размещение планируется 28 января 2014 года. Бумаги размещаются сроком на 10 лет, выставлена 5-летняя оферта. Ставка 1 купона установлена на уровне 8,65% годовых.

Отметим, что это первый выпуск биржевых облигаций Компании, до этого выпускались только небиржевые. В целом, бумаги отличаются довольно низкой ликвидностью. Их преимущество – низкий дисконт в ЦБ при РЕПО (12,5%, как и у облигаций ВЭБа), что делает их удобным инструментом управления ликвидностью.

Доходность по облигациям к оферте составит 8,84% и соответствует уровню той кривой, которая уже сформирована бумагами Эмитента. Хотя выпуск, по сути, не предлагает премии к рынку, он может выступить защитным инструментом, предлагая премию около 140 б.п. к ОФЗ. Однако более короткие выпуски Эмитента с премией 150-160 б.п. к ОФЗ сейчас выглядят немного интереснее.

Доходности облигаций российских эмитентов



Елена Федоткова

23 января 2014

Газпромбанк (Вааз/BBB-/BBB-): размещение еврооблигаций в юанях.

Ориентир 3-летних евробондов ГПБ в юанях – 4,375%. Напомним, в начале прошлого года Эмитент также занимал в юанях на 3 года под 4%. Последние сделки по этому выпуску проходили на уровне 3,864%. Впрочем, заем отличается низкой ликвидностью, сейчас выставлены котировки на уровне 4,729% / 4,574%. На этом фоне премия за 1 год в размере 51 б.п. смотрится вполне объективно.

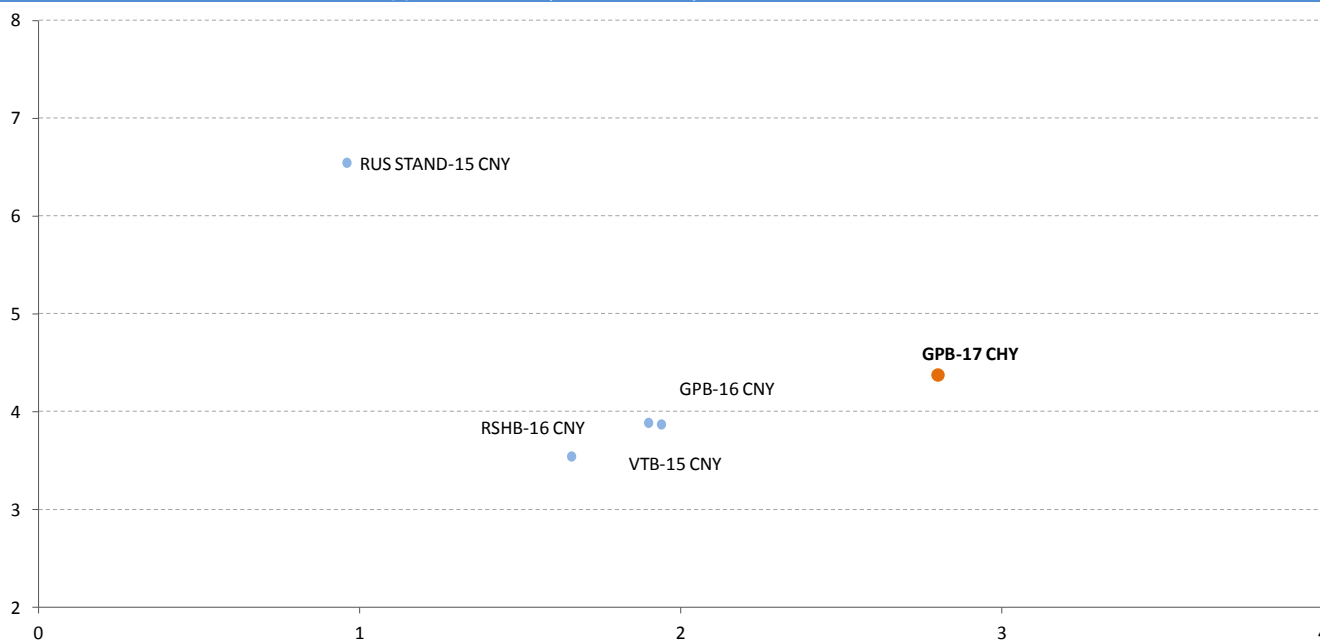
Комментарий. Ориентир 3-летних евробондов ГПБ в юанях – 4,375%. Объем привлечения пока не озвучен.

В целом, займы в юанях – не слишком популярный инструмент среди российских эмитентов. Выпуски в этой валюте еще есть у ВТБ, Россельхозбанка и Русского Стандарта. При этом они отличаются низкой ликвидностью.

Напомним, в начале прошлого года Эмитент также занимал в юанях на 3 года под 4%. Последние сделки по этому выпуску проходили на уровне 3,864%. Впрочем, как уже отмечалось выше, заем характеризуется низкой ликвидностью, сейчас выставлены котировки на уровне 4,729% / 4,574%. На этом фоне премия за 1 год в размере 51 б.п. к обращающемуся займу смотрится вполне объективно.

В этом году это уже не первое заимствование Газпромбанка: на прошлой неделе Банк привлек 325 млн CHF. Хотя Банк довольно часто выходит на долговой рынок, тем не менее на конец 3 квартала прошло года на выпущенные бонды и евробонды, а также привлеченные субординированные кредиты приходилось не так уж много - порядка 12% пассивов.

Доходности еврооблигаций российских эмитентов

Елена Федоткова

23 января 2014

Москва не порадует инвесторов новым долгом.

Вчера Департамент финансов города Москвы провел встречу с инвесторами, где презентовал Программу государственных заимствований Москвы на 2014 г. Ниже мы раскрываем ключевые моменты, озвученные на встрече и комментарий к ним.

В 2014 г. Москва планирует размещение новых рублевых облигаций на 46 млрд руб.

Это лишь компенсирует выбытие займов серии 31062 и 27039, которые предстоит погасить в июне-июле 2014 г.

Москва имеет низкую долговую нагрузку (Долг/Собственные доходы 15%)

...обладает гибкостью в сокращении расходов...

...имеет возможность наращивать доходную базу...

...обладает огромными остатками на текущих счетах (порядка 400 млрд руб.)...

...в данных условиях столица не планирует радовать инвесторов премиями...

Департамент финансов города Москвы планирует в апреле текущего года разместить рублевые облигации на 46 млрд руб. Это соответствует предстоящему к погашению в июне-июле размеру долга по обращающимся выпускам облигаций г. Москвы серии 31062 и 27039. Таким образом, Москва планирует сохранить присутствие на долговом рынке в текущем объеме и не будет увеличивать долг.

Эта позиция отличается от имеющихся официальных документов. Так, согласно утвержденному закону о бюджете Москвы на 2014 г. запланирован дефицит в размере 148 млрд руб. Для его покрытия планируется размещение ценных бумаг на 134,52 млрд руб.

Однако Департамент финансов города ожидает, что, как и в предыдущие годы, исполнение будет лучше запланированного. Первоначально бюджет Москвы на 2013 г. был утвержден с дефицитом в размере 287,2 млрд руб. В сентябре за счет сокращения расходов была принята новая редакция, предполагающая дефицит в размере 205,5 млрд руб. По факту, согласно последним данным, за счет недофинансирования расходов дефицит сокращен до 48 млрд руб.

Таким образом, официально утвержденная программа заимствований на 2014 г. лишь технический документ, который позволит Москве выйти на рынок заимствований в случае крайней необходимости в ресурсах.

Также на встрече было отмечено, что для финансирования дефицита бюджета Москва может использовать такие ресурсы как продажа имущества и остатки на расчетных счетах, которые составляют порядка 400 млрд руб.

Новые выпуски облигаций будут со сроком обращения 3-7 лет в зависимости от конъюнктуры рынка. Приоритет Правительства Москвы на удешевление заимствований, задача удлинения дюрации второстепенна. Департамент финансов видит большой потенциальный спрос и планирует, что размещение новых бумаг будет реализовано с минимальной премией к вторичному рынку.

Текущие котировки облигаций Москвы предполагают премию к кривой доходности ОФЗ порядка 100 - 50 б.п. Консервативная долговая политика Первопрестольной и открытие доступа нерезидентов к корпоративным и субфедеральным бондам через Euroclear могли бы способствовать сужению спреда. Однако меньшая ликвидность и наличие 5% дисконта по облигациям Москвы при рефинансировании в ЦБ РФ будут ограничивать потенциал роста котировок.

Дмитрий Монастыршин

Акрон (В1-/В+): результаты за 9 мес. 2013 г.

Выручка Акрона по МСФО за 9 мес. 2013 г. упала на 3%, в то время как физические объемы продаж, наоборот, выросли на 3%. Операционная прибыль при этом сократилась на 17% на фоне снижения стоимости цен на азотные и сложные удобрения. Подобные результаты компании были ожидаемы. В день выхода результатов также стало известно, что Акрон ведет переговоры о продаже 19% в Верхнекамской калийной компании. На этом фоне бумаги компании, несмотря на повышение объемов торгов, не проявили выраженной реакции.

Комментарий. Акрон отчитался о своих финансовых результатах за 9 мес. по МСФО.

Повышение физических объемов продаж за 9 мес. 2013 г. на 3% г/г до 4,7 млн тонн не позволило нивелировать эффект от снижения цен на азотные и сложные удобрения, в результате чего выручка компании в отчетном периоде сократилась на 3% до 51,7 млрд руб. с 53,5 млрд руб. годом ранее. Операционная прибыль сократилась на 17% до 12,5 млрд руб. с 15 млрд руб., а чистая прибыль – на 32% до 8 млрд руб. с 11,7 млрд руб.

Из позитивных факторов стоит отметить внушительное наращивание Операционного денежного потока – на 85% с 6 млрд руб. до 11 млрд руб.

Отдельно обращаем внимание на наращивание долговой нагрузки у Эмитента. Соотношение Чистый долг / EBITDA по итогам 9 мес. 2013 г. увеличилось до 2,2х (1,6х на конец 2012 года, 1,8х на конец 2 квартала 2013 года), а Долг / EBITDA – до 3,4х (2,8х на конец 2012 года, 3,2х на конец 2 квартала). Причины – снижение объема EBITDA и «подушки ликвидности» в виде денежных средств из-за неблагоприятной конъюнктуры. Некоторое сокращение размера долга не смогло компенсировать сложившиеся негативные тенденции в отрасли.

В «плюс» можно отметить намерения руководства компании снизить стоимость заимствований, что представляется нам трудновыполнимой задачей, с учетом невысокого кредитного рейтинга Акрона и текущих не самых комфортных метрик долговой нагрузки.

Впрочем, судя по появившимся в СМИ в день публикации отчетности сообщениям о том, что компания готовит продажу 19% в Верхнекамской калийной компании, Акрон вскоре может несколько улучшить свои долговые метрики и повысить объем свободных денежных средств.

Напомним, что в конце прошлого года стало известно об увеличении доли Акрона в ВКК до 70,9% за счет приобретения 10,95% доли у Райффазенбанка. Таким образом, сейчас, продав 19,9%, компания не только немного поправит свое финансовое положение, но сохранит за собой контрольный пакет в ключевом активе.

Сообщения о дальнейшем развитии этой продажи могут сказаться на облигациях компании, причем существует возможность апсайда в случае, если Акрон сможет обзавестись выгодным для него партнером по проекту и добиться привлекательной для себя цены по сделке.

Что касается текущей рыночной реакции, то, несмотря на повышение объемов торгов в долговых бумагах Акрона, заметных движений в котировках не отмечено. Учитывая непростую конъюнктуру на рынке удобрений, в том числе по причине известных событий вокруг Беларуси, инвесторы, по всей видимости, уже учли в котировках подобные результаты компании. Ожидаем, что бумаги продолжат торговаться в «боковом» тренде до появления в СМИ новых сообщений по сделке.

23 января 2014

Ключевые финансовые показатели (млрд руб.)	Акрон (МСФО)				
	2011	2012	9м 2012	9м 2013	Изм. %
Выручка	65	71	53	52	-3%
Операционный денежный поток	10	9	6	11	85%
EBITDA*	20,9	19,9	15,2	12,4	-19%
EBITDA margin	31,9%	28,0%	28,5%	23,9%	-
% расходы	1,2	1,2	1,2	0,4	-66%
Чистая прибыль (убыток)	15	20	12	8	-32%
Net margin	22,7%	28,6%	21,9%	15,5%	-
	2011	2012	9м 2012	9м 2013	Изм. %
Активы	117	156,6	156,6	155,0	-1%
Денежные средства и эквиваленты	15	29,4	27,5	19,5	-34%
Долг	49,1	61,9	61,8	57,4	-7%
краткосрочный	16	23,4	23,4	25,6	9%
долгосрочный	33	38,5	38,4	31,7	-18%
Чистый долг	34,1	32,5	34,4	37,8	16%
Долг/EBITDA ltm	2,4	3,1	2,8	3,4	-
Чистый долг/EBITDA ltm	1,6	1,6	1,6	2,2	-
EBITDA/% расходы	16,8	17,3	13,2	31,9	-
Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка					

Алина Арбекова

23 января 2014

Контакты:**ОАО «Промсвязьбанк»****Управление исследований и аналитики**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**УПРАВЛЕНИЕ ИССЛЕДОВАНИЙ И АНАЛИТИКИ**

Николай Кашеев Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Владимир Гусев	GusevVP@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783
-----------------------	-------------------	----------------------------------

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovychDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Сурпин Александр	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-3924
Виктория Давитиашвили	davitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.