

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**X5 (B2/B+/-):** операционные результаты 4 кв. выше прогнозных.

**Абсолют банк (B1/-/B):** Moody's поставило рейтинг «B1» на пересмотр с возможностью понижения.

**Газпром (Baa1/BBB/BBB):** в целом нейтральные результаты за 9 мес. 2013 г.

**X5 (B2/B+/-):** операционные результаты 4 кв. выше прогнозных.

Вчера сеть X5 следом за Магнитом и О'КЕЙ представил операционные результаты за 4 кв. и весь 2013 г. В отличие от своих конкурентов X5 смогла в последний квартал года – высокий сезон для ритейла – показать темп роста выручки выше предыдущих 9 мес., превысив собственные прогнозы. Вероятно, компании удастся за счет проводимых преобразований преломить негативный тренд, что подтверждается LFL продажами, а также восстановлением трафика во всех форматах магазинов. В целом за 2013 г. X5 уступает по динамике показателей своим конкурентам, в первую очередь Магниту. На фоне снижения покупательской активности в секторе результаты X5 за 4 квартал могут оказать поддержку бондам компании.

*X5 превзошел свои прогнозы по росту выручки в 4 кв. ...*

*Похоже компании удастся за счет преобразований преломить негативный тренд...*

*В целом за 2013 г. X5 уступал конкурентам по темпам роста*

**Комментарий.** Вчера сеть X5 представила операционные результаты за 4 кв. и весь 2013 г. – компания смогла превзойти свои прогнозы по росту выручки. Отметим, что в отличие от конкурентов – Магнита и О'КЕЙ, которые ранее уже обнародовали свои результаты – X5 смог в последний квартал года (высокий сезон для ритейла) показать темпы роста выручки выше предыдущих 9 мес., к тому же превысив собственные прогнозы. Так, выручка X5 в 4 кв. выросла на 11,9% (г/г) до 149,8 млрд руб., хотя менеджмент ожидал роста на 9-10%. Другие ритейлеры напротив констатировали замедление увеличения выручки в 4 кв., сославшись на снижение покупательской активности и рост конкуренции.

Похоже, X5 удастся за счет проводимых преобразований преломить негативный тренд, что подтверждается LFL продажами, а также восстановлением трафика во всех форматах магазинов, по крайней мере, в последние месяцы года. Так, за 4 кв. LFL составил 3,9% (трафик – 0,7%; ср. чек – 3,1%). Хотя по году ситуация выглядит иначе – LFL был всего 0,7% (против 3,88% у Магнита; 8,0% у О'КЕЙ), а трафик снижался на 2,9%.

В целом за весь 2013 г. выручка X5 увеличилась всего на 8,7% (г/г) до 532,7 млрд руб. Для сравнения, у Магнита и О'КЕЙ темпы роста выручки за год были заметно выше – на 29,2% (г/г) до 579,5 млрд руб. у Магнита, на 18,8% (г/г) до 137,7 млрд руб. у О'КЕЙ.

Ключевые операционные показатели	X5						О'КЕЙ			Магнит		
	4 кв. 12	4 кв. 13	Изм. %	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Чистая розничная выручка, млрд руб.	133,9	149,8	11,9	490,1	532,7	8,7	115,9	137,7	18,8	448,5	579,5	29,2
Общая торговая площадь, тыс. кв. м.	1 970	2 223	12,9	1 970	2 223	12,9	428	489	14,3	2 549	3 011	18,1
LFL, руб.	0,00%	3,90%		-1,40%	0,70%		7,0%	8,0%		5,26%	3,88%	
Ср. чек, руб.	3,60%	3,10%		1,70%	3,70%		4,3%	7,5%		5,63%	5,22%	
Трафик	-3,60%	0,70%		-3,10%	-2,90%		2,5%	0,5%		-0,35%	-1,28%	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

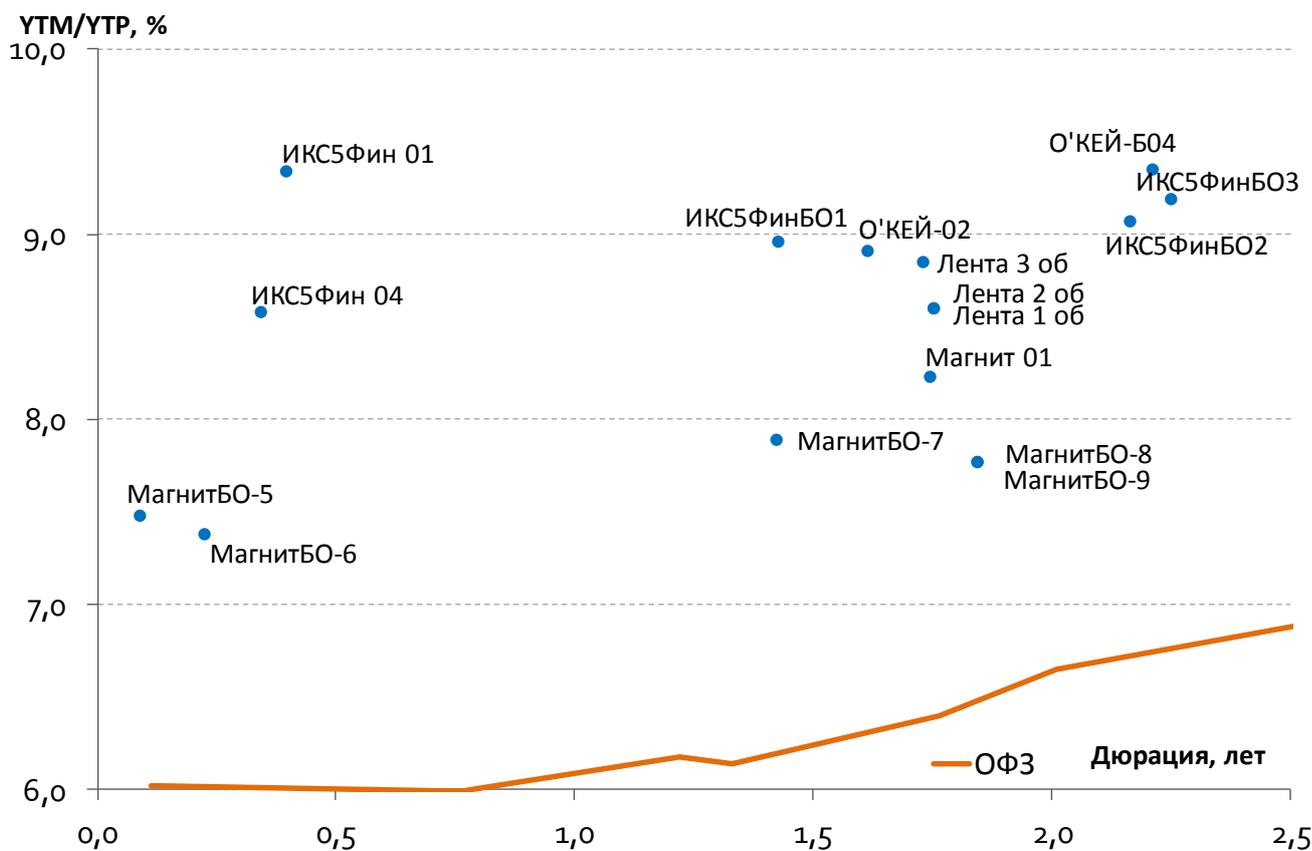
24 января 2014

**Результаты X5 за 4 кв. могут оказать поддержку бондам компании, что актуально на фоне смены настроений инвесторов к сектору...**

Что касается интенсивности расширения сети, то X5 несколько уступала конкурентам – прирост торговых площадей составил за 2013 г. 12,9% (г/г) до 2,223 млн кв. м. против 18,1% до 3,011 млн кв. м. у Магнита и 14,3% до 489 тыс. кв. м. у О'КЕЙ. Здесь отметим, что менеджмент X5 в настоящее время сосредоточил усилия на повышении эффективности магазинов (в течение года было закрыто 34 магазина, не отвечавшим требованиям по рентабельности), а также проводит реновацию сети магазинов Пятерочка, что должно позитивно сказаться на восстановлении трафика.

На фоне снижения покупательской активности и переосмысления инвесторами общего отношения к сектору операционные результаты X5 за 4 квартал могут оказать поддержку бондам компании, интерес могут представлять короткие выпуски ИКС 5 Финанс 01 (YTM 9,15%/159 дн./ цена 99,50%) и 04 (YTM 8,15%/133 дн.; цена 99,75%) с премией свыше 50 б.п. к бондам Магнита, но выпуски не отличаются ликвидностью.

Доходности облигаций российских эмитентов



Александр Полютов

Кредитный комментарий

24 января 2014

## Абсолют банк (B1/-/B): Moody's поставило рейтинг «B1» на пересмотр с возможностью понижения.

Пересмотр рейтингов является результатом официального заявления ЦБ РФ от 14 января о том, что Абсолют банк приступил к реорганизации, по итогам которой к нему будет присоединен банк «КИТ Финанс». Пересмотр связан с недостатком ясности по целому ряду вопросов в рамках сделки.

Обращающиеся сейчас четыре выпуска облигаций Банка характеризуются слабой ликвидностью. По займу серии БО-02 объемом 3 млрд руб. предстоит оферта. Принимая во внимание акционерную структуру и финансовые метрики Банка, мы не ждем проблем у Эмитента с обслуживанием долга. Напомним, присоединение может завершиться не ранее середины 2014 года.

**Комментарий.** Пересмотр рейтингов является результатом официального заявления ЦБ РФ от 14 января о том, что Абсолют банк приступил к реорганизации, по итогам которой к нему будет присоединен банк «КИТ Финанс» (-/-/B). Пересмотр связан с недостатком ясности по целому ряду вопросов в рамках сделки.

*...планы по присоединению озвучивались гораздо раньше - в сентябре прошлого года...*

На самом деле планы по присоединению озвучивались гораздо раньше - в сентябре прошлого года. Поэтому вряд ли данная новость могла серьезно удивить инвесторов. В свою очередь рейтинговое агентство, видимо, ждало подтверждения со стороны участников сделки. Как мы понимаем, озвученные сроки присоединения – середина 2014 года – в первую очередь связаны с планами по завершению санации Кит Финанса.

*...агентство не рейтингует Кит Финанс и, соответственно, имеет ограниченный доступ к информации о финансовом состоянии банка...*

Помимо технических обстоятельств сделки ситуация для Moody's, на наш взгляд, еще осложняется тем, что агентство не рейтингует Кит Финанс и, соответственно, имеет ограниченный доступ к информации о финансовом состоянии банка. Зато у обоих реорганизуемых банков есть рейтинг от Fitch (у обоих «B»), который пока не предпринимал никаких действий в связи с присоединением. Однако стоит отметить, что рейтинг Кит Финанса во многом обусловлен акционерной структурой и возможностью поддержки со стороны РЖД, в то время как кредитное качество банка остается слабым. В частности агентство отмечает ограниченную клиентскую базу, значительные проблемные кредиты с предыдущих периодов и непрофильные активы, достаточно рискованное и концентрированное новое кредитование, невысокую прибыльность до отчислений под обесценение и слабую капитализацию.

*...присоединение Кит Финанса окажет давление на финансовые метрики Абсолют банка...*

В целом, 2014 год – не самый простой период для Абсолют банка. На наш взгляд, присоединение Кит Финанса окажет давление на финансовые метрики Абсолют банка, который только недавно (в мае прошлого года) перешел под косвенный контроль РЖД (ранее принадлежал группе КВС). При этом проходящая реорганизация сопровождается разработкой новой стратегии, которая призвана объединить довольно разные бизнесы: более розничный бизнес Абсолют банка и практически полностью корпоративный Кит Финанса. Сконцентрировать усилия предполагается на ипотеке и Private Banking, в рамках которых менеджмент озвучивает довольно агрессивные планы. Последнее также, на наш взгляд, будет вначале негативно сказываться на показателях Эмитента.

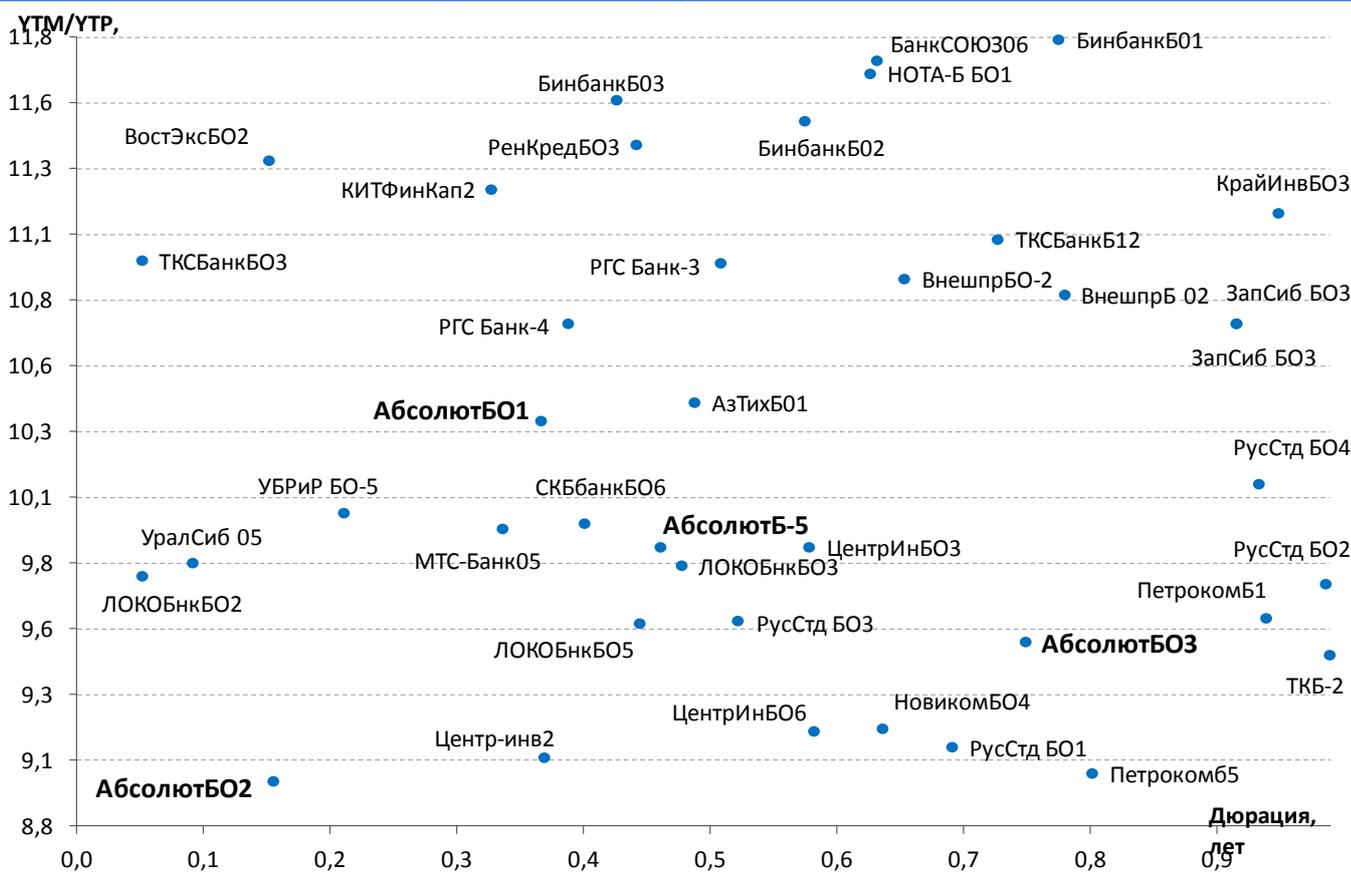
*Принимая во внимание акционерную структуру и возможность поддержки со стороны РЖД...*

*...мы не ждем проблем у Эмитента с обслуживанием долга*

Обращающиеся сейчас четыре выпуска облигаций Абсолют банка характеризуются слабой ликвидностью. По займу серии БО-02 объемом 3 млрд руб. предстоит оферта в марте текущего года. Принимая во внимание акционерную структуру и возможность поддержки со стороны РЖД, а также и финансовые метрики Банка, мы не ждем проблем у Эмитента с обслуживанием долга. Отметим, что сделки в бумагах Кит Финанса не проходят.

24 января 2014

## Доходности облигаций российских эмитентов



Елена Федоткова

## Газпром (Ваа1/ВВВ/ВВВ): в целом нейтральные результаты за 9 мес. 2013 г.

Выручка Газпрома по МСФО за 9 мес. 2013 г. увеличилась на 13% за счет роста продаж в Европе и РФ, при этом компания добилась незначительного улучшения своих долговых метрик на фоне роста EBITDA на 31%. Понижательные ценовые факторы на рынке газа компания компенсировала повышением тарифов на транспортировку газа и поддержкой со стороны увеличения использования независимыми производителями сети трубопроводов Газпрома. Вчера долговые бумаги Газпрома оказались под давлением наравне с госбумагами, и сегодня мы ожидаем сохранения динамики в рублевых бумагах.

**Комментарий.** По итогам 9 мес. 2013 г. Газпром отчитался по МСФО о росте выручки на 13%, чистой прибыли – на 4%, а EBITDA – на 31% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года благодаря нескольким ключевым факторам:

**Коэффициент Долг / EBITDA за 9 мес. 2013 г. составил 0,9х против 1,0х по итогам 2012 г...**

- повышение поставок газа в Европу (физические объемы увеличились на 14%, а средняя цена реализации – на 3%);
- рост тарифов на транспортировку газа;
- увеличение использования независимыми производителями сети трубопроводов Компании;

Примечательно, что столь внушительный рост EBITDA за 9-месячный период во многом обусловлен сильным показателем за 1 кв, когда был отмечен рост на 60%.

Эффект от вышеуказанных факторов, однако, был частично нивелирован увеличением налоговой ставки на газ на 14% (введено с 1 июля 2013 г.), а также повышением на 9% НДС (расходы по этой конкретной статье составили 369 млрд руб.). Следует также указать, что тренды продаж на европейском рынке не были поддержаны в странах бывшего Советского Союза, причем негативная динамика была отмечена как в части физических продаж («-12%»), так и в части ценовой

24 января 2014

**Физические объемы продаж в Европе повысились 14% ...**

составляющей («-13%»). При этом еще только предстоит увидеть, как последнее развитие ситуации на Украине и решение о снижении цен по украинским газовым контрактам отразится на финансовых показателях Компании в последующих периодах.

Рост EBITDA позволил Компании немного улучшить коэффициенты долговой нагрузки: Долг / LTM EBITDA на конец 3 кв. 2013 снизился до 0,9х с 1,0х по итогам 2012 г., а Чистый долг / LTM EBITDA – до 0,6х с 0,7х, хотя сам долг, как общий, так и чистый, увеличился – на 15% и 8% соответственно.

Если рассматривать показатели в квартальном разрезе, то 3 кв. 2013 г., как и ожидалось, выдался не самым успешным для компании – чистая прибыль сократилась на 11% г/г, несмотря на увеличение выручки на 7%.

Тем временем общая сумма капвложений за 9 мес. 2013 сократилась на 5% до 900 млрд руб. с 945 млрд руб. годом ранее и против 1,026 трлн руб. инвестиционных расходов, заявленных в целом на 2013 г. Таким образом, годовой бюджет капрасходов уже был освоен на 88% за 9 мес., и можно ожидать превышения плана по итогам года.

Напомним, что на 2014 г. Газпромом утверждена инвестпрограмма в размере 806 млрд руб. без учета потенциальных инвестиций в газопровод «Сила Сибири» (читайте наш комментарий от 18.12.2013 <http://psbinvest.ru/upload/iblock/08a/08a52b07b1babaf1a45e1bdo4958e0.pdf>).

Резюмируя, можно сказать, что Компания представила в целом нейтральные результаты: позитив по итогам 9-месячного периода отчасти омрачен негативной динамикой чистой прибыли и чистой маржи за 3 кв.

Между тем появившиеся накануне в СМИ сообщения о том, что предложение о выделении бизнеса трубопроводов Газпрома впервые было упомянуто в официальном документе – стратегии Минэнерго РФ до 2035 г. – вряд ли окажут ощутимое давление на долговые бумаги Газпрома, так как подобная перспектива представляется нам весьма отдаленной. Каких либо радикальных изменений в структуре компании вряд ли стоит ожидать до истечения срока действия контракта гендиректора Алексея Миллера в 2016 г., а также в свете проводимых переговоров по поставкам газа в КНР.

Что касается динамики долговых бумаг Компании, то в рублевых выпусках можно ожидать сохранения небольшого понижающего давления, тогда как еврооблигации могут отыграть часть позиций.

**Продажи в странах СНГ упали на 12%, цены – на 13%...**

Ключевые финансовые показатели (млрд руб.)	Газпром (МСФО)					
	9м 2012	9м 2013	Изм. %	3 кв 2012	3 кв 2013	Изм. %
Выручка	3 353	3 773	13%	1 122	1 205	7%
Операционный денежный поток	1 007	1 298	29%	-	-	-
EBITDA*	1 143,6	1 495,0	31%	350	430	23%
EBITDA margin	34,1%	39,6%	-	31,2%	35,7%	-
% расходы	26,1	32,2	23%	8	11	33%
Чистая прибыль (убыток)	827	859	4%	310	276	-11%
Net margin	24,7%	22,8%	-	27,6%	22,9%	-17%
	2012			9м 2013		Изм. %
Активы	11 956,8			12 865,9		8%
Денежные средства и эквиваленты	425,7			570,8		34%
Долг	1 500,6			1 728,5		15%
краткосрочный	322,6			374,5		16%
долгосрочный	1 178,0			1 354,1		15%
Чистый долг	1 074,9			1 157,7		8%
Долг/EBITDA ltm	1,0			0,9		-
Чистый долг/EBITDA ltm	0,7			0,6		-
EBITDA/% расходы	43,8			46,5		-

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Алина Арбекова**

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

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

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

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

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

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

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

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

**ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**

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

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

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

**ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

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

**ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**

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

**УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

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

24 января 2014

© 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.