

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Магнит (-/BB/-): сильные финансовые результаты за 1 пол. 2014 г.

Fitch подтвердило рейтинги Уралсиба (B2/B+/B+) и ЛК Уралсиб (-/-/B+).

Магнит (-/BB/-): сильные финансовые результаты за 1 пол. 2014 г.

Выборочные финансовые показатели Магнита за 2 кв. и 1 пол. 2014 г. превзошли все консенсус-прогнозы. Во 2 кв. в сравнении с 1 кв. ритейлер заметно улучшил динамику выручки, показав ее рост на 18% (г/г), а EBITDA – на 27%. В итоге, за 1 пол. 2014 г. выручка прибавила на 13,4% (г/г) до 9,98 млрд долл., EBITDA – на 1,045 млрд долл., а EBITDA margin достигла 10,47% («+0,35 п.п.» г/г). Сильных результатов компании, очевидно, удалось добиться за счет активного органического роста и эффективной операционной деятельности. На этом фоне Магнит повысил прогноз роста выручки и EBITDA margin на 2014 г. Долг компании, похоже, существенно не изменился, метрика Долг/EBITDA осталась в пределах 1,05-1,1х. Облигации Магнита смотрятся не совсем привлекательно с доходностью на уровне бумаг эмитентов с рейтингом «BB+/BBB-», а их ликвидность довольно низкая.

Магнит представил сильные финансовые показатели за 2 кв. и 1 пол. 2014 г...

Сеть продолжила двузначный рост бизнеса, рентабельность также растет...

Магнит повысил прогноз роста выручки и EBITDA margin на 2014 г...

Ритейлер намерен усилить экспансию в Московском регионе и Центральной Сибири,...

Комментарий. Вчера Магнит представил выборочные финансовые показатели за 2 кв. и 1 пол. 2014 г., которые превзошли все консенсус-прогнозы. Во 2 кв. в сравнении с 1 кв. ритейлер заметно улучшил динамику выручки, показав ее рост на 18% (г/г), а EBITDA – на 27%. В итоге, за 1 пол. 2014 г. выручка прибавила на 13,4% (г/г) до 9,98 млрд долл., EBITDA – на 1,045 млрд долл., а EBITDA margin достигла 10,47% («+0,35 п.п.» г/г).

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Магнит (МСФО)					
	1 кв.13	1 кв.14	Изм. %	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %
Выручка	4 315	4 691	8,7	8 796	9 979	13,4
EBITDA	402	426	6,0	890	1 045	17,4
EBITDA margin	9,31%	9,07%	-0,24 п.п.	10,12%	10,47%	0,35 п.п.
Чистая прибыль	202	200	-1,2	469	556	18,6
margin	4,69%	4,26%	-0,43 п.п.	5,33%	5,57%	0,24 п.п.
	2012	2013	Изм. %	2013	1 кв.14	Изм. %
Активы	7 261	8 194	12,9	8 194	п/а	-
Денежные средства и эквиваленты	410	181	-55,8	181	п/а	-
Долг	2 086	2 254	8,0	2 254	п/а	-
краткосрочный	827	1 110	34,2	1 110	п/а	-
долгосрочный	1 259	1 144	-9,2	1 144	п/а	-
Чистый долг	1 676	2 072	23,7	2 072	п/а	-
Долг/EBITDA	1,4	1,1		1,1		
Чистый долг/EBITDA	1,1	1,0		1,0		

Источники: данные компании, PSB Research

Добиться сильных результатов компании, очевидно, удалось за счет активного органического роста (торговая площадь расширилась на 16% (г/г), LfL – 10,6%) и эффективной операционной деятельности. На этом фоне Магнит повысил прогноз

24 ИЮЛЯ 2014

... что может оказать давление на рентабельность...

Впрочем, у Магнита достаточный запас прочности...

Информация по долгу по итогам 1 пол. 2014 г. не приводилась,...

... но, по данным менеджмента, он, похоже, остался на прежнем комфортном уровне – Долг/ЕБИТДА 1,05-1,1х...

Финансовые результаты вряд ли окажут влияние на облигации Магнита...

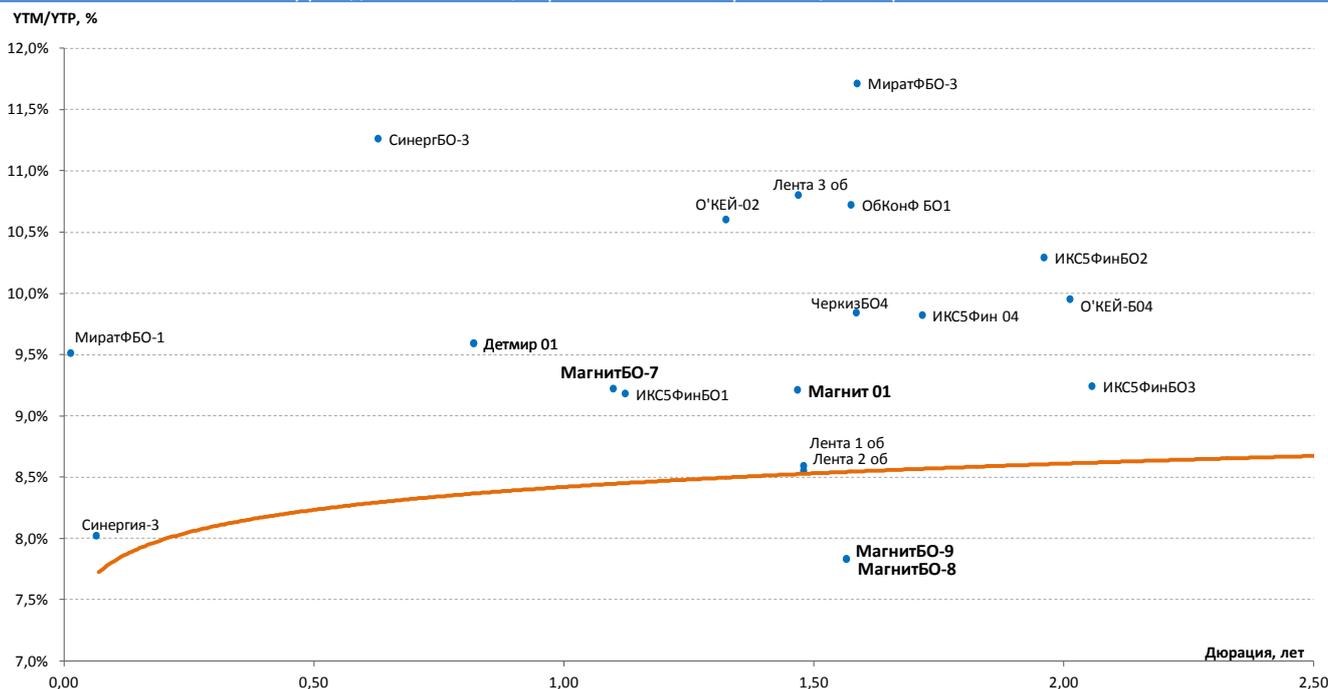
роста выручки на 2014 г. (с 22-24% до 26-29%) и EBITDA margin (с 10,2-10,7% до 10,6-10,9%).

Компания также заявила об усилении экспансии в Московском регионе (до 180 магазинов в Москве и до 200 магазинов – в Московской области) и Центральной Сибири (к началу 4 кв. планируется более 100 магазинов), что может оказать некоторое давление на рентабельность бизнеса, особенно учитывая высокую цену входа на рынок центральной России. Впрочем, в этой части у Магнита, на наш взгляд, имеется достаточный запас прочности и с большой вероятностью можно ожидать от ритейлера выполнения своих прогнозов. Вместе с тем, планы Магнита по капитальным расходам на 2014 г. остаются прежними – 1,7-1,8 млрд долл.

Информацию по долгу Магнит не представил, но менеджмент сообщил, что долговой портфель составляет около 80 млрд руб. (или 2,3 млрд долл.), то есть не существенно отличается от 2013 г. (2,25 млрд долл.) и, скорее всего, метрика Долг/ЕБИТДА осталась в пределах 1,05-1,1х, что является более чем комфортным уровнем. Руководство сети также сообщило детали о предстоящем в 2014 г. рефинансировании практически 25% долга (около 20 млрд руб. или более 570 млн долл.). В частности, Магнит не испытывает трудности с привлечением заемных средств в текущих условиях и не ожидает роста их стоимости с имеющихся 8,3% годовых еще более чем на 10-15 б.п.

Облигации Магнита, даже несмотря на сильные результаты, на наш взгляд, смотрятся не совсем привлекательно с доходностью на уровне бумаг эмитентов с рейтингом «BB+/BBB-», к примеру, как МТС и МегаФон. Кроме того, ликвидность выпусков Магнита довольно низкая.

Доходности облигаций розничного сектора и пищевой промышленности



Александр Полюттов

Fitch подтвердило рейтинги Уралсиба (B2/B+/B+) и ЛК Уралсиб (-/-/B+).

Fitch подтвердило рейтинги Банка УРАЛСИБ и его дочерней структуры, лизинговой группы УРАЛСИБ, на уровне «B+». Прогноз по рейтингам «Негативный». Это отражает мнение Fitch о том, что кредитоспособность остается под давлением ввиду очень слабой капитализации, медленного прогресса с сокращением крупных непрофильных активов и рисков по связанным сторонам, слабой операционной прибыльности и умеренной позиции ликвидности. Среди позитивных факторов отмечается, что рейтинги поддерживаются за счет диверсифицированного портфеля кредитов корпоративным клиентам, который в целом имеет приемлемое качество, адекватных показателей розничного кредитного портфеля и сильной способности привлекать розничные депозиты. Хотя рейтинги и не изменились и действие не окажет существенного влияния на бумаги, мы обращаем внимание на данный отчет в силу дополнительной информации о кредитном профиле Эмитента.

Комментарий. Fitch подтвердило рейтинги Банка Уралсиб и его дочерней структуры, лизинговой группы Уралсиб, на уровне «B+». Прогноз по рейтингам «Негативный».

Это отражает мнение Fitch о том, что кредитоспособность остается под давлением ввиду очень слабой капитализации, медленного прогресса с сокращением крупных непрофильных активов и рисков по связанным сторонам, слабой операционной прибыльности и умеренной позиции ликвидности.

Среди позитивных факторов отмечается, что рейтинги поддерживаются за счет диверсифицированного портфеля кредитов корпоративным клиентам, который в целом имеет приемлемое качество, адекватных показателей розничного кредитного портфеля и сильной способности привлекать розничные депозиты.

В своем отчете агентство много внимания уделяет именно капитализации Банка Уралсиб. **Формально его коэффициенты достаточности капитала смотрятся неплохо для универсального банка: Н1.1 - 7,91%, Н1.0 – 11,24%. Тем не менее за последний год Уралсиб стал «розничным»**, то есть у него в кредитном портфеле начали преобладать розничные кредиты. Если рассматривать Банк под таким углом, то показатели смотрятся довольно скромно – сейчас для этого сегмента больше характерны уровни достаточности капитала около 13% и выше (см. наш обзор по [банкам по итогам 5 мес. 2014 года](#)). Однако это большей частью вызвано качеством кредитных портфелей, в то время как у Уралсиба ситуация несколько иная. Капитализация (показатель основного капитала по методологии Fitch был равен 8,9% в конце 2013 г.) в качестве основного фактора «Негативного» прогноза вынесена в свете значительных непрофильных активов (46 млрд руб. – контроль в СГ Уралсиб (19 млрд руб.), недвижимость (19 млрд руб.) и риски по связанным сторонам (8 млрд руб.)), которые вместе составляли 1,5х основного капитала по методологии Fitch в конце 2013 г.

При этом особую обеспокоенность вызывает регулятивная капитализация (Н1.0 и Н1.1), поскольку введенные в 2014 г. нормативы Basel III требуют постепенного вычета из базового капитала (на 20% стоимости каждый год с 1 января 2014 г.) инвестиций в финансовые компании (даже в случае непрямых инвестиций, таких как в СГ УРАЛСИБ). Банк УРАЛСИБ ожидает провести следующий вычет 1 января 2015 г. на сумму около 3,6 млрд. руб. (около 11% базового капитала в конце 1 полугодия 2014 г.).

Чтобы ослабить давление на регулятивный капитал, **Банк УРАЛСИБ планирует сократить выплаты из капитала после выплат на сумму 1,5 млрд руб. (дивиденда и благотворительные взносы) в 2013 г. и провести размещение бессрочных долговых обязательств в 4 кв. 2014 г. среди частных инвесторов.** В то же время такой выпуск не приведет к улучшению показателя базового капитала, и в среднесрочной перспективе по-прежнему потребуются улучшение прибыльности и/или новый взнос капитала.

Уровень неработающих кредитов (с просрочкой свыше 90 дней) был в целом стабильным в 2013 г. на уровне около 10% кредитного портфеля ввиду продаж проблемных кредитов, составивших 4% от корпоративных кредитов, и в целом хороших показателей по розничным кредитам. В 1 полугодии 2014 г. несколько

24 ИЮЛЯ 2014

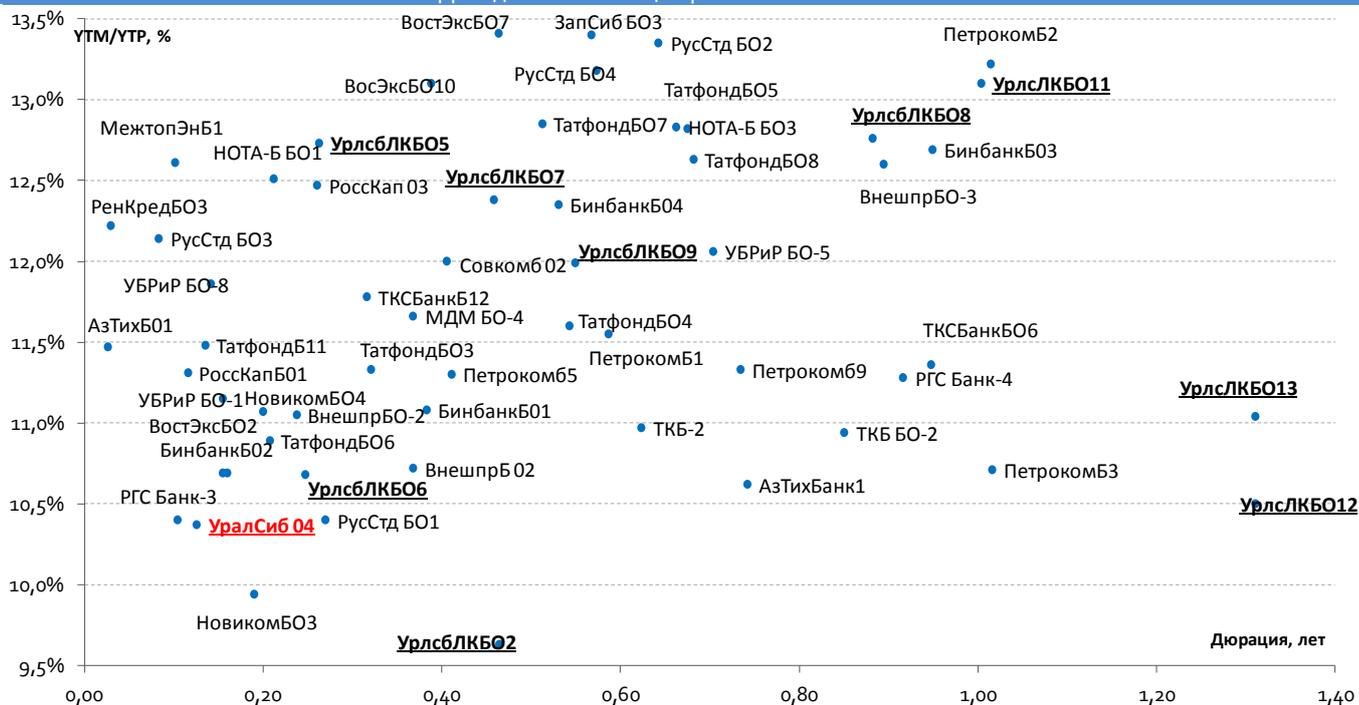
дефолтов среди крупных заемщиков привели к повышенным отчислениям под обесценение в регулятивной отчетности. В то же время эти кредиты вряд ли потребуют существенного дополнительного резервирования.

Fitch не видит явных рисков, связанных с 40 крупнейшими кредитами Банка УРАЛСИБ третьим сторонам (20% кредитов), за исключением кредитов Группе ОАО «Мечел», имеющей высокую задолженность, и ее акционеру. Качество данных кредитов, составлявших 1,2% кредитов банка (11% основного капитала по методологии Fitch), несмотря на текущее обслуживание, зависит от того, намерено ли государство и каким образом спасти компанию от банкротства.

Ликвидность является волатильной, но по-прежнему поддерживается диверсифицированной базой депозитов и сильной способностью привлекать розничные депозиты. Ликвидные активы Банка УРАЛСИБ на самостоятельной основе (денежные средства, банковские размещения и необремененные залогом долговые ценные бумаги, которые могут быть использованы по, за вычетом долга с короткими сроками до погашения) находятся на умеренном уровне, увеличившись с 9% 1 июня 2014 г. до 17% клиентских депозитов на 17 июля 2014 г.. Предстоящие погашения долга ЛГ УРАЛСИБ не являются существенными и, как следствие, вряд ли будут источником давления на ликвидность для Банка УРАЛСИБ.

С точки зрения бумаг подтверждение рейтингов не окажет существенного влияния на облигации обеих компаний. Выпуски лизинговой компании слаболиквидны. Два обращающиеся выпуска самого банка с точки зрения инвестирования не представляют интереса: серии 04 – короткий, с офертой в сентябре 2014 года, серии 05 – слаболиквидный, был практически полностью выкуплен в марте текущего года в рамках оферты.

Доходности облигаций российских эмитентов



Елена Федоткова

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
 e-mail: RD@psbank.ru
 Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашцев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Роман Османов Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

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 ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
Денис Семеновых	SemenovkhDD@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14
Николай Фролов	FrolovN@psbank.ru	+7 (495) 228-39-23
Борис Холжигитов	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 411-51-34
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Александр Сурпин	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили	DavitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
Михаил Маркин	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ

Сергей Миленин	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
Александр Бараночников	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Сергей Устиков	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
Александр Орехов	OrekhovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

24 ИЮЛЯ 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.