

Пульс рынка

- Рост доходностей UST в ответ на восстановление рынка труда.** Статистика по США, являющаяся сейчас основным фактором игры на повышение в рискованных активах, в очередной раз порадовала. Согласно отчету по ситуации с занятостью, безработица в феврале составила 7,7% (на 0,2 п.п. ниже, чем в январе, ожидалось снижение на 0,1 п.п.). Улучшение связано с повышением числа занятых в сфере услуг частного сектора, также произошло сокращение работоспособного населения. Рост средней зарплаты составил 0,2% м./м. Негативным стало резкое сокращение производительности труда в несельскохозяйственных отраслях в 4 кв. 2012 г. (-1,9% кв./кв.), что является признаком повышения инфляционных рисков. В еврозоне - без перемен к лучшему: заседание ЕЦБ никакой конкретики не привнесло (был ухудшен прогноз по экономике). Доходности 10-летних UST вновь выросли (на 6 б.п.) до YTM 2,06%, что оказало давление на суверенные бумаги GEM: Russia 42 и Brazil 41 подешевели на 1-1,5 п.п.
- Ставки денежного рынка остаются повышенными.** Мы отмечаем, что вопреки формально хорошему состоянию ликвидности, короткие ставки на прошлой неделе не снизились (чего стоило ожидать после окончания уплаты налогов), оставаясь выше 6%. Хотя приток из бюджета (~150 млрд руб., без размещений ОФЗ и депозитов) и был во многом "съеден" ростом наличности перед праздниками (~110 млрд руб.), для покрытия дефицита банки располагали остатками на корсчетах в ЦБ (~800 млрд руб.), которые не были снижены, несмотря на окончание периода усреднения. При отсутствии ажиотажа на аукционе недельного РЕПО спрос банков на о/п РЕПО с ЦБ, особенно вечерних, заметно превышал лимиты ЦБ. А в четверг банкам пришлось привлечь ~50 млрд руб. по фиксированному РЕПО и 60 млрд руб. через валютные свопы ЦБ (ставка по обоим - 6,5%). С этим слабо согласуется низкий спрос на депозитном аукционе Казначейства: из предложенных под мин. 5,9% на неделю 100 млрд руб. банки взяли 6 млрд руб. На этой неделе ведомство размещает уже 150 млрд руб. (по 75 млрд руб. во вторник и четверг) на 14 дней под 6%. Мы еще раз отмечаем, что уровень задолженности по РЕПО с ЦБ сейчас достаточно низок (1,42 трлн руб.), и, если бы не лимитная политика ЦБ, ставки существенно не отклонялись бы от 5,5%. Основным источником оттока средств на этой неделе станет уплата страховых взносов во внебюджетные фонды (нетто-отток ~100 млрд руб.). В обычной ситуации это не должно привести к обострению напряженности, учитывая, что под налоговые платежи ЦБ должен расширить лимиты по РЕПО. Но сейчас высока вероятность, что ставки останутся >6%.
- Переход к Базель 3 пройдет безболезненно.** После вступления в силу Положения № 395-П, которое, по сути, разделяет капитал на 1-й и 2-й уровни (T1 и T2) по аналогии со стандартами Базель 3, регулятор, скорее всего, также введет норматив достаточности капитала T1 (по данным СМИ, 7,5%). Для оценки влияния нововведения на банковскую систему мы рассмотрели небольшую выборку из крупнейших банков (Сбербанк, ВТБ, РСХБ, Альфа Банк, ПСБ), раскрывающих полные данные на сайте ЦБ РФ. Если принимать во внимание только отчетность по РСБУ, то даже в нашей небольшой выборке присутствуют банки (Альфа Банк и ПСБ), у которых достаточность T1 находится ниже 7,5%. Но, по последним данным МСФО, они имеют вполне комфортный показатель достаточности T1 CAR на уровне 11,9% и 10,3%, соответственно.

Это означает, что в случае необходимости эти банки могут повысить достаточность капитала по РСБУ, перераспределив капитал внутри группы. По нашему мнению, негативный эффект от перехода на Базель 3 связан, главным образом, с существенным удорожанием стоимости привлечения субординированного долга. При этом, чем ниже достаточность основного капитала, тем выше стоимость "субордов".

	Достаточность основного капитала по РСБУ на 01.02.2013	Достаточность основного капитала по РСБУ*	T1 CAR*
Сбербанк	6.33	6.65	10.2
ВТБ	7.28	6.17	
ВТБ24	6.75	7.16	9.3
Банк Москвы	10.59	10.71	
Транскредитбанк	9.30	7.58	
РСХБ	9.72	9.04	н/д
Альфа-банк	5.92	7.08	11.9
ПСБ	6.77	6.73	10.3

* на дату последней доступной отчетности по МСФО, Источник: отчетность компаний, ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Темы выпуска

- ТКС Банк: с комфортным запасом капитала**
- НОВАТЭК: конечный потребитель в приоритете**
- ЛУКОЙЛ: новые возможности в России**
- X5 уложились в свои прогнозы**

ТКС Банк: с комфортным запасом капитала

Один из немногих банков, кто успел запастись капиталом

ТКС Банк (-/B2/B), динамично развивающийся розничный банк, представил финансовую отчетность по МСФО за 2012 г., которую мы оцениваем в целом позитивно. Кредитный портфель, состоящий практически полностью из кредитных карт, увеличился в 4 кв. на 20,7% до 1 713 млн долл., заметно опередив среднерыночную динамику в РФ (+7,8%). По нашим оценкам, чистая процентная маржа ТКС Банка в 4 кв. составила 35,5%, что на 4 п.п. ниже, чем в 3 кв., но остается рекордно высокой среди банков РФ (публикующих отчетность по МСФО). Показатель NPL 90+ вырос с 3,7% в 2011 г. до 4,7%, при этом объем продаж плохих кредитов в 4 кв. составил 45% от показателя за весь 2012 г. Агрессивный рост по-прежнему не оказывает заметного давления на уровень достаточности капитала (на 1 января и 1 февраля 2013 г. показатель Н1 превышал 17%), что обусловлено высокой прибыльностью банка, а также его способностью размещать акции и субординированный долг. По нашим оценкам, в отличие от ряда конкурентов банк достаточно капитализирован для того, чтобы "пережить" ужесточение регулирования потребительского кредитования без замедления кредитной экспансии.

Ключевые финансовые показатели ТКС Банка

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Кредиты клиентам до резервов	1 712,8	1 418,7	+21%
Резервы под обесценение	139,6	105,9	+32%
Активы	2 173,5	1 828,8	+19%
NPL/Кредитный портфель	4,7%	4,1%	+0,6 п.п.
Собственный капитал	298,3	251,2	+19%
Выпущенные долговые бумаги	762,4	786,2	-3%
Депозиты	798,6	669,9	+19%
Кредиты/Клиентские средства	1,79x	1,81x	-
В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	156,4	135,9	+15%
Чистая прибыль	30,9	39,0	-21%
Чистая процентная маржа	35,5%	39,5%	-4 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Банк стал третьим в "карточном" бизнесе

За 4 кв. объем выданных карточных кредитов увеличился на 282 млн долл. (~8,6 млрд руб.), при этом, судя по опережающим рынок темпам роста, ТКС продолжил наращивать долю в этом сегменте (на конец 2012 г. она составила 7%), что ставит банк на 3-е место (после Сбербанка с долей 22% и БРС - 15%). Основным каналом привлечения клиентов является интернет (на него приходится 77% продаж). Отметим, что год назад 50-70% продаж осуществлялось посредством прямых почтовых рассылок. За 2012 г. кредитный портфель банка увеличился на 141%, больше темпов роста, запланированных менеджментом.

Повышение кредитного риска компенсируется высокой маржинальностью

Быстрый рост портфеля все-таки оказывает негативное влияние на его качество, о чем свидетельствует как увеличение показателя NPL, так и заметное повышение списаний/продаж плохих кредитов (4 кв. - 16 млн долл., 3 кв. - 12,7 млн долл., 1П 2012 г. - 7,3 млн долл.). Отношение суммы NPL и продаж/списаний кредитов (в годовом выражении) к размеру портфеля выросло с 6,1% в 1П 2012 г. до 6,8% на конец года. Просроченная задолженность составила 11,7% от портфеля. Объем реструктурированных кредитов за 2П 2012 г. почти удвоился до 29 млн долл. (~1,7% портфеля). Тем не менее, в сравнении с чистой процентной маржой объем плохих кредитов выглядит умеренным. Кроме того, ТКС проводит консервативную политику резервирования: коэффициент покрытия резервами NPL составляет 175%.

Прирост кредитного портфеля (+261 млн долл.) заметно опередил динамику притока клиентских средств (+154 млн долл.), разрыв был покрыт размещением субординированных бондов АКВНС 18 номиналом 125 млн долл. Отношение Кредиты/Клиентские средства осталось на уровне 1,79x.

Допэмиссия акций и размещение "суборда" обеспечили комфортный запас капитала

Помимо накопленной прибыли, которая в 4 кв. составила 30 млн долл., вклад в увеличение капитала внесла допэмиссия акций в октябре на сумму 40 млн долл. в пользу фонда Russian Horizon. Кстати говоря, в ходе допэмиссии ТКС Банк был оценен в 1 млрд долл., или 3,3х BV, в то время как публичные банки РФ котируются на уровне 1х BV. Быстрый темп кредитования (+141% г./г.) опережает возврат на капитал (ROAE - 58,7%), создавая давление на достаточность капитала, что нивелируется регулярным размещением акций (среди частных инвесторов) и выпусков "субордов". После отчетной даты (но до 1 марта) ТКС "про запас" доразместил выпуск АКВНС 18 на 75 млн долл. По нашим оценкам, банк имеет достаточный запас капитала, чтобы "пережить" планируемое в середине 2013 г. повышение коэффициентов риска по необеспеченным розничным кредитам (из-за чего показатель RWA может вырасти на 50%), не снижая темпов роста кредитования.

Рекомендуем покупать суборд АКВНС 18

Наша рекомендация покупать рублевые выпуски ТКС Банка (см. наш комментарий от 12 сентября 2012 г.) оправдалась: их доходности сократились с YTW14% до YTW10%, что было обусловлено, главным образом, включением облигаций в список РЕПО ЦБ. Мы считаем субординированные бумаги АКВНС 18 (YTM 11,6%) самыми интересными среди высокодоходных бондов, котировки выпуска несут избыточную премию за субординацию (250 б.п.). Отсутствие предложения традиционных "субордов" (без условия их конвертации в акции) является основным фактором сокращения этой премии. С начала года, несмотря на доразмещение выпуска, его котировки выросли на 4 п.п. до 109,25% от номинала.

НОВАТЭК: конечный потребитель в приоритете

Долговая нагрузка возросла до 1,2х Чистый Долг/EBITDA

В четверг НОВАТЭК (BBB-/Baa3/BBB-) опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 2012 г., которую мы оцениваем нейтрально для кредитного профиля компании. За прошлый год рентабельность по EBITDA сократилась до 46% из-за роста налоговой нагрузки, транспортных расходов и увеличения трейдинговых операций. Тем не менее, EBITDA на баррель нефтяного эквивалента (н.э.) собственной добычи сократилась лишь на 2,2% до 8,5 долл./барр. н.э., отражая в основном укрепление рубля. В российской валюте рентабельность НОВАТЭКа по EBITDA на барр.н.э. собственной добычи возросла на 3% до 265 руб./барр. н.э. В 4 кв. 2012 г. значительно возросла долговая нагрузка: в отношении Чистый Долг/EBITDA она приблизилась к уровню в 1,2х. В частности, в октябре были размещены БО-2,3,4 на 20 млрд руб., а в декабре - 10-летние евробонды на 1 млрд долл. После отчетной даты компания выпустила рублевые евробонды NOVATEK 17 номиналом 14 млрд руб. Сегодня НОВАТЭК проведет телефонную конференцию, на которой, вероятно, представит прогнозы менеджмента на текущий год, в частности, план по капитальным вложениям.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	58,7	49,9	+18%	211,0	175,3	+20%
Операционная прибыль	21,7	21,9	-1%	85,5	79,2	+8%
Рентабельность по операционной прибыли	37,0%	43,9%	-7%	40,5%	45,2%	-5%
EBITDA	25,4	24,9	+2%	97,0	88,7	+9%
Рентабельность по EBITDA	43,2%	50,0%	-7 п.п.	46,0%	50,6%	-5 п.п.
Чистая прибыль	18,5	78,0	-76%	69,5	119,7	-42%
Чистая рентабельность	31,6%	156,5%	-125 п.п.	32,9%	68,3%	-35 п.п.
Операционный денежный поток	18,2	25,0	-27%	75,8	71,9	+5%
Капитальные вложения	-10,6	-8,2	+29%	-37,4	-25,3	+48%
Свободный денежный поток	7,6	16,8	-55%	38,5	46,6	-17%
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сен. 2012	изм.			
Совокупный долг, в т.ч.	132,5	84,7	+56%			
Краткосрочный долг	34,7	18,9	+83%			
Долгосрочный долг	97,8	65,7	+49%			
Чистый долг	114,1	67,2	+70%			
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,18х	0,70х	+69%			

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Увеличение запасов
сократили темпы
роста выручки**

В 2012 г. выручка НОВАТЭКа от реализации природного газа существенно опередила (+29% г./г., до 143 млрд руб.) рост тарифов на газ, устанавливаемых ФСТ (+7,5% г./г.) за счет более высокой доли продаж конечным потребителям, которые в основном представлены промышленными предприятиями, главным образом, электростанциями. В прошлом году компания продала на 40% (всего - 41 млрд куб. м) больше газа конечным потребителям по сравнению с 2011 г. Немного увеличился разрыв (до 5%, или до 71 руб. с 1 тыс. куб. м) между нэтбэками для конечных потребителей и оптовыми продажами с месторождений. Мы считаем, что данная тенденция продолжится, и разрыв может превысить 25% к 2015 г. за счет отставания роста тарифов на транспортировку природного газа по газотранспортной системе Газпрома.

Стоит отметить, что для увеличения поставок конечным потребителям НОВАТЭК готов предоставлять скидки, которые достигают 5% к цене газа, установленной ФСТ для Газпрома. Газпром же не имеет возможности по регулированию своей цены и обязан продавать газ по ставкам ФСТ. НОВАТЭК может предложить своим потребителям также и более гибкие условия по сравнению с Газпромом, которые не включают требования по оплате неотобранного газа или штрафов за превышение лимита. Сотрудничество напрямую с конечными потребителями не менее выгодно и самому НОВАТЭКу, так как тарифы на транспортировку растут медленнее, чем тарифы на газ, что и приводит к опережению рентабельности продаж конечным потребителям по сравнению с оптовыми продажами. Не менее важно, что это сокращает риски НОВАТЭКа, так как оптовые продажи трейдерам так или иначе ставят НОВАТЭК в зависимость от Газпрома, который в любой момент может отказаться от покупки газа напрямую у НОВАТЭКа или трейдеров.

В целом за год выручка компании увеличилась меньше - на 20% г./г., так как рост доходов от реализации жидких углеводородов составил лишь 6% г./г. Тем не менее, важно понимать, что часть доходов будет отражена лишь в 1 кв. 2013 г., так как 461 тыс. тонн (в два раза больше, чем на конец 2011 г.) стабильного газового конденсата (СГК) были отражены как «запасы на плаву». По итогам 2012 г. в запасах было отражено более 16% от общего объема экспорта СГК. На 50% (до 1,1 млрд куб. м., или 2% от объема реализации) увеличились и запасы природного газа.

**Снижение
рентабельности по
EBITDA не означает
снижения
эффективности**

Рост закупаемых объемов углеводородов стал основной причиной снижения рентабельности по EBITDA. В частности, расходы на закупку газа возросли в 2,5 раза до 14,7 млрд руб. Рентабельность операций по перепродаже углеводородов в значительной степени уступает прибыльности реализации собственных углеводородов, но позволяет увеличить объемы переработки и реализации в целом.

**Капитальные вложения
растут в преддверии
запуска завода в Усть-
Луге**

Суммарные капитальные вложения (с учетом капитализации расходов на сейсмику) НОВАТЭКа по итогам 2012 г. увеличились на 40% до 43,5 млрд руб. Основной рост был связан с увеличением на 8 млрд руб. вложений в проект по переработке и транспортировке газового конденсата в Усть-Луге. Мы ожидаем, что завод будет запущен в коммерческую эксплуатацию в апреле текущего года. Его мощность составит 3 млн тонн в год. Немаловажно, что железнодорожные пути до Усть-Луги на 383 км (или 9%) короче, чем до порта Витино, откуда сейчас осуществляется экспорт газового конденсата. Но основной положительный эффект от проекта будет получен после снижения правительством заградительных пошлин на прямогонный бензин, которые были введены в 2011 г. из-за дефицита топлива на российском рынке. Тем не менее, мы полагаем, что это может случиться не ранее 2015 г.

В 2012 г. компания потратила немалые средства и на новые приобретения как в секторе добычи (включая приобретение 49% Нортгаза за 1,375 млрд долл.), так и в распределении газа (82% Газпром межрегионгаз Кострома за 0,5 млрд руб.) для увеличения доли реализации газа конечным потребителям. В то же время НОВАТЭК не отказывается от своей дивидендной политики, которая предполагает выплаты в размере 30% от чистой прибыли по РСБУ. Мы ожидаем, что НОВАТЭК направит на дивиденды ~12,1 млрд руб. за 2П 2012 г. За 1П 2012 г. выплаты составили 9,1 млрд руб.

**Бумаги справедливо
оценены**

Рублевые выпуски эмитента БО-1 (YTM 7,2% @ июнь 2013 г.) и БО-2,3,4 (YTM 7,8% @ октябрь 2015 г.) имеют спред к ОФЗ в 185-230 б.п. Мы ожидаем ценового роста бумаг компании в рамках сужения спреда корпоративных бумаг 1-го эшелона к кривой ОФЗ, остающихся избыточным. NOVATEK 21,22 неинтересны для покупки, котируясь на кривой Газпрома.

ЛУКОЙЛ: новые возможности в России

В четверг ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB-) провел День инвестора и опубликовал финансовые и производственные показатели за 4 кв. 2012 г. Компании удалось удержать объемы добычи нефти на уровне предыдущего квартала (22,6 млн т) при небольшом снижении (-1,4% кв./кв.) в Тимано-Печоре, где расположено проблемное Южно-Хильчуйское месторождение. Это свидетельствует о некоторой стабилизации добычи во 2П 2012 г. после ее падения на протяжении последних нескольких лет. Тем не менее, сокращение добычи сырой нефти по итогам года составило 1,2% г./г. В 2013 году компания намерена увеличить уровень добычи углеводородов в основном за счет роста добычи на зарубежных проектах.

В 4 кв. 2012 г. выручка почти не изменилась кв./кв. (+1%) в результате увеличения объемов и средней цены реализации нефтепродуктов, в то время как показатель EBITDA просел на 13% кв./кв. в основном из-за снижения рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов на фоне роста экспортных пошлин. В итоге рентабельность, по нашим оценкам, снизилась на 2,2 п.п. кв./кв. до 13,1%. Долговая нагрузка компании (Чистый Долг/EBITDA) остается на низком уровне 0,2х.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	36 019	35 494	+1%	139 171	133 650	+4%
EBITDA	4 733	5 423	-13%	18 872	19 291	-2%
Рентабельность по EBITDA	13,1%	15,3%	-2,2 п.п.	13,6%	14,4%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль	2 693	3 470	-22%	10 925	9 826	+11%
Операционный поток	6 167	5 799	+6%	18 997	15 514	+22%
Капвложения	-3 586	-2 734	+31%	-11 647	-8 249	+41%
Свободный денежный поток	2 581	3 065	-16%	7 350	7 265	+1%
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012			30 сент. 2012		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	6 621			6 489		+2%
Краткосрочный долг	658			821		-20%
Долгосрочный долг	5 963			5 668		+5%
Чистый долг	3 707			3 796		-2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,2х			0,2х		-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

ЛУКОЙЛу открывают доступ к российским проектам

Сокращение добычи сырой нефти остается главной проблемой для компании. Но ситуация постепенно улучшается, формируется пул новых перспективных проектов в России. Кроме доли в проекте по разработке месторождений им. Требса и Титова, в конце 2012 г. ЛУКОЙЛу удалось выиграть аукцион на крупное Имилорское месторождение с доказанными запасами по категории C1+C2 в размере 194 млн тонн. за 51 млрд руб. Мы полагаем, что ЛУКОЙЛ постарается как можно быстрее ввести его в эксплуатацию. Мы по-прежнему считаем, что зарубежные проекты ЛУКОЙЛа сопряжены с высокими рисками. Поэтому мы позитивно расцениваем снижение плановых капитальных вложений в Западную Курну-2 с 33 млрд долл. до 26 млрд долл. на следующие десять лет.

Рост выручки связан с увеличением продаж нефтепродуктов при снижении продаж нефти

По итогам 4 кв. выручка увеличилась на 1% кв./кв. до 36 млрд долл. в результате роста физических объемов продаж нефтепродуктов на 3% кв./кв. (судя по всему, за счет наращивания их закупок у других производителей на 3,8% кв./кв.) и средней цены реализации на 1% кв./кв. С другой стороны, давление на выручку оказали продажи сырой нефти, объем которых снизился на 5% кв./кв., а средняя цена реализации - на 2% кв./кв.

Показатель EBITDA просел на 13% кв./кв. с увеличением затрат на внешние закупки нефтепродуктов

Сокращение показателя EBITDA кв./кв. на 13% до 4,7 млрд долл. было обусловлено, в первую очередь, падением рентабельности экспорта и увеличением затрат на приобретение нефтепродуктов и нефти (+4% кв./кв. до 17 млрд долл.), занимающих наибольшую долю в затратах. Также опережающими темпами росли SG&A расходы (+20% до 1,1 млрд долл.) и затраты на добычу углеводородов (+7% кв./кв. до 1 млрд долл.) и на переработку на

Долговая нагрузка ниже, чем в среднем по отрасли

Капвложения в 2013 г. вырастут на 35% г./г., большая часть будет направлена на наращивание добычи нефти

Мы нейтрально смотрим на бонды эмитента

собственных НПЗ (+30% кв./кв. до 561 млн долл.). В результате рентабельность по EBITDA опустилась на 2,2 п.п. до 13,1%, а по итогам года в целом составила 13,6% (-0,8 п.п. г./г.).

Свободный денежный поток в 4 кв. составил 2,6 млрд долл., а за год в целом - 7,25 млрд долл. Долговая нагрузка компании в отношениях Чистый Долг/EBITDA значительно ниже среднего показателя по публичным российским компаниям сектора и составляет 0,2х.

На Дне инвестора менеджмент озвучил планы по капвложениям на 2013 г. на уровне 16 млрд долл. без учета возможных сделок M&A, что на ~35% выше уровня 2012 г. Это повышение, возможно, связано с переносом части запланированных в 2012 г. инвестиций на 2013 г. из-за пересмотра сроков ввода некоторых проектов. Компания планирует наращивать добычу жидких углеводородов (к 2015 г. на 18% относительно текущего уровня), на что может быть потрачено до 40 млрд долл. в течение ближайших трех лет. В 2013 г. эти инвестиции составят 13 млрд долл. (против 8 млрд долл. в 2012 г.), т.е. 81% всей инвестпрограммы на этот год. В 2014 г. эти инвестиции прогнозируются на уровне 15 млрд долл., в 2015 г. - 13 млрд долл. У компании, на наш взгляд, как и прежде, будет достаточно средств для финансирования своих капвложений.

Рублевые выпуски ЛУКОЙЛа имеют низкую ликвидность. В настоящий момент мы нейтрально смотрим на евробонды эмитента, которые торгуются на кривой Газпрома. Для увеличения позиции в нефтегазовом сегменте мы рекомендуем дождаться размещения еврооблигации Роснефти, которое может пройти с премией к рынку (учитывая значительный объем предложения).

X5 уложились в свои прогнозы

Финансовые результаты за 2012 г. оказались на уровне прогнозов компании

В минувший четверг X5 Retail Group (B+/B2/-) представила аудированные финансовые результаты по МСФО за 2012 г. Напомним, что ранее компания раскрыла операционные результаты за 4-й квартал, которые оказались довольно слабыми – рост чистой розничной выручки в рублевом выражении составил лишь 8,6% г./г. (против роста аналогичного показателя у Магнита на 35% г./г.). При этом, несмотря на улучшение динамики продаж в магазинах формата гипермаркет и супермаркет, основной формат - мягкий дискаунтер (около 65% выручки X5 за 2012 г.) показал заметное ухудшение.

Тем не менее, за счет 4-го квартала, который является традиционно самым сильным для ритейлеров, X5 удалось выполнить ранее озвученные годовые ориентиры по валовой марже и марже по EBITDA: 23,6% (-0,2 п.п. г./г.) и 7,1% (-0,2 п.п. г./г.), соответственно. Напомним, что Магнит завершил год на историческом максимуме: маржа по EBITDA достигла 10,6%.

Убыток от переоценки активов привел к неденежному убытку

Вместе с тем, как и было озвучено ранее, в 4 кв. 2012 г. X5 признала неденежный убыток от переоценки активов (среди них - бренд «Копейка») в размере 467 млн долл., что привело к чистому убытку ритейлера по итогам года в размере 126,5 млн долл. Скорректированная чистая рентабельность составила 1,6%.

Ключевые финансовые показатели X5 Retail Group

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	4 320	3 965	+9%	15 795	15 455	+2%
Валовая прибыль	1 042	981	+6%	3 724	3 679	+1%
Валовая рентабельность	24,1%	24,7%	-0,6 п.п.	23,6%	23,8%	-0,2 п.п.
EBITDA	350	345	2%	1 124	1 130	-1%
Рентабельность по EBITDA	8,1%	8,7%	-0,6 п.п.	7,1%	7,3%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль (*)	102	134	-24%	250	302	-17%
Операционный поток	486	608	-20%	609	926	-34%
Инвестиционный поток, в т.ч.	226	398	-43%	796	894	-11%
Капвложения	254	417	-39%	852	880	-3%
Финансовый поток	-83	79	n/a	188	111	+69%

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 027	3 610	+12%
Краткосрочный долг	1 681	913	+84%
Долгосрочный долг	2 346	2 697	-13%
Чистый долг	3 619	3 225	+12%
Чистый долг/EBITDA (**)	3,15x	3,13x	-

* Чистая прибыль скорректирована на величину убытка от переоценки активов в размере 467 млн долларов

** Долг и EBITDA в рублевом выражении

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Доля краткосрочного долга повысилась до 42% портфеля

Общий долг X5 по состоянию на конец 2012 г. составил 4 млрд долл. Доля краткосрочной задолженности выросла до 42% против 25% на начало года. При этом X5 имеет доступ к кредитным линиям в размере 2,7 млрд долл. По-прежнему 100% долга номинировано в рублях; эффективная процентная ставка повысилась незначительно и составила 8,6%. Отношение Чистый Долг/EBITDA осталось почти неизменным с начала года на уровне 3,15x (Общий долг/EBITDA - 3,5x).

Долговая нагрузка Чистый долг / EBITDA осталась на уровне 3,15x

По итогам 2012 г. операционный денежный поток X5 снизился на 34% г./г., в основном под влиянием негативных изменений в оборотном капитале (из-за увеличения запасов и платежей поставщикам). При этом инвестиционный денежный поток X5 в 2012 г. также сократился на 11% г./г.

12 марта X5 может представить свои финансовые прогнозы на 2013 г.

12 марта X5 планирует провести телеконференцию, на которой будут присутствовать недавно назначенные CEO компании Стефан ДюШарм и CFO Сергей Пивень. Напомним, что ранее компания отказывалась озвучивать прогнозы на 2013 г., откладывая это до момента публикации финансовых результатов за 2012 г.

Потенциала ценового роста быстрее рынка нет

X5 БО-1 (YTM 9,5% @ октябрь 2015 г.) котируются на уровне 100,5% от номинала, что соответствует спреду к ОФЗ в размере 345 б.п. и премии к Магнит БО-7 на уровне 85-100 б.п. Учитывая отсутствие улучшений в кредитном качестве эмитента, мы не видим потенциала для ценового роста.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика января: потребительская неуверенность

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Высокая инфляция января склоняет чашу весов в пользу ЦБ

Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промпроизводство в январе: стагнация сменилась падением?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.