

Пульс рынка

- **Состояние экономики еврозоны оказалось лучше ожиданий.** Вчерашние данные по росту ВВП Германии и Франции за 2 кв. (+0,5% и +0,3% г./г., соответственно) заметно превзошли консенсус-прогноз (+0,2% г./г. и -0,1% г./г.). Исходя из этого, во 2 кв. вся еврозона, скорее всего, продемонстрирует рост на 0,2% г./г. после спада в течение 6 кварталов подряд. Объем промпроизводства в еврозоне в июне вырос на уровне ожидавшихся 0,3%. Об улучшении ситуации также свидетельствует оценка инвесторами (на основе индекса ZEW) как текущего, так и ожидаемого состояния экономики Германии в августе (на фоне ускорения роста в США, а также повышения промышленного производства в Китае). Данные по розничным продажам в США свидетельствуют о падении продаж автомашин на 1% м./м. в июле после роста 2,9% м./м. в июне. Но за исключением авто- и топливной компонент розничные продажи увеличились на 0,4% м./м. (в сравнении с нулевым ростом в июне). На фоне в целом позитивных макроданных доходности 10-летних UST подскочили на 13 б.п. до YTM 2,72%, индексы акций закрылись в небольшом плюсе.
- **Аукцион ОФЗ: среднесрочные бумаги имеют большой шанс на успех.** Сегодня Минфин предложит 5-летние ОФЗ 25081 и 7-летние ОФЗ 26210 по 10 млрд руб. каждый. Ориентиры (YTM 6,80-6,85% и YTM 6,38-6,43%, соответственно) вчера предполагали некоторую премию к рынку: последние сделки по ОФЗ 26210 проходили на уровне YTM 6,83%, по ОФЗ 25081 - YTM 6,38%. Но сегодня с утра доходности продолжили расти (длинные 26207 по сравнению со вчерашними уровнями прибавили 7 б.п.), что свидетельствует об отсутствии спекулятивного интереса для покупки предлагаемых бумаг. Спросу со стороны нерезидентов на 7-летние ОФЗ не способствует рост базовых активов (UST) и продолжающееся ослабление рубля (с прошлой среды корзина подорожала с 37,9 руб. до 38,05 руб.). Кроме того, на рынке есть ожидание дальнейшего ослабления рубля, которое поддерживается и заявлениями со стороны ЦБ РФ. Мы считаем, что более успешным будет размещение 5-летних бумаг (спрос найдется на весь объем ближе к верхней границе) в основном благодаря интересу со стороны крупных внутренних участников (они выступали в роли активных покупателей на последних аукционах ОФЗ, несмотря на негативный внешний фон). Также не стоит забывать про явное замедление экономики во 2 кв., что является сильным аргументом в пользу снижения ставки о/п РЕПО (на 25 б.п.) уже на следующем заседании ЦБ РФ. Это может привести к небольшому повышению котировок на коротком участке кривой ОФЗ.
- **Пессимизм ЦБ vs. оптимизм МЭР.** В опубликованном вчера обзоре о денежно-кредитной политике, ЦБ ожидает роста ВВП в 2013 г. лишь на 2%, что совпадает с нашим прогнозом. Примечательно, что ЦБ сделал такие выводы еще до выпуска Росстатом очень низких оценок ВВП за 2 кв., и они гораздо более пессимистичны в сравнении с ожидаемыми МЭР 2,4% в 2013 г. Мы полностью разделяем опасения ЦБ о формировании небольшого отрицательного разрыва выпуска (разницы между темпами фактического и потенциального ВВП) и перспективе его сохранения. Таким образом, ЦБ стал вторым (после Минфина) ведомством, которое официально поставило под сомнение не только возможность ускорения экономики во 2П 2013 г., но и среднесрочные прогнозы по ВВП.
- **Базель 3 ограничивает спрос на "суборды".** Несмотря на низкий запас капитала, прежде всего, у европейских банков, с начала этого года на рынках публичного долга большого предложения (субординированных бондов) от них не наблюдалось: общий объем сделок в 1П 2013 г. составил всего 2 млрд долл. в сравнении с 7,5 млрд долл. с 1П 2012 г. По-видимому, внедрение стандартов Базель 3, которые хоть и могут отличаться в разных странах мира, но требуют, чтобы субординированные облигации для их учета в капитале 2-го уровня имели условие loss-absorption (или в форме списания номинала, или конвертации в обыкновенные акции), сузило класс потенциальных покупателей субординированного долга банков. Кроме того, пока нет рыночной оценки стоимости условия loss-absorption (премия, запрашиваемая инвесторами, пока не устраивает эмитентов). По нашему мнению, Сбербанку (-/Baa1/BBB) и МКБ (B+/B1/BB-), которые первыми из российских банков разместили субординированные евробонды по новым правилам, удалось дешево привлечь капитал 2-го уровня (премии к старшим выпускам составляют 60 б.п. и 250 б.п., соответственно). Однако в связи с выходом европейских банков на рынок во 2П 2013 г. премии за субординацию, вероятно, возрастут.

Темы выпуска

- СУЭК: под давлением цен
- Х5: то в жар, то в холод

СУЭК: под давлением цен

Результаты 1П 2013 г. оцениваем умеренно негативно

Долговая нагрузка растет на фоне сокращения EBITDA

Группа СУЭК (Moody's: Ba3) в рамках предстоящего размещения выпуска СУЭК-Финанс,5 раскрыла финансовую отчетность по МСФО за 1П 2013 г., которую мы оцениваем умеренно негативно. На фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынках энергетического угля выручка снизилась на 1% относительно 2П 2012 г. (при этом ее поддержал рост объемов продаж на 2% п./п., в частности в РФ), показатель EBITDA, по нашим оценкам, "просел" на 20% п./п., рентабельность по EBITDA - на 5 п.п. до 20,4%.

Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA LTM) в результате сокращения EBITDA возросла с 2,08х на начало года до 2,35х. Краткосрочная часть долга по итогам 1П 2013 г. составляет 26%, или 839 млн долл., при этом объем накопленных денежных средств покрывает ее лишь на 25%. По данным агентства Moody's, объем невыбранных подтвержденных кредитных линий на конец 1П 2013 г. 850 млн долл. Уже после отчетной даты компания в рамках оферты по единственному выпуску СУЭК-Финанс,1 номиналом 10 млрд руб. выкупила облигации на 7,97 млрд руб. (242 млн долл.). Новый выпуск СУЭК-Финанс,5 также имеет номинал 10 млрд руб. и предусматривает оферту через 3 года.

Ключевые финансовые показатели СУЭК

в млн долл., если не указано иное	1П 2013	2П 2012	изм.	1П 2012	изм.
Выручка	2 785	2 802	-1%	2 833	-2%
EBITDA	567	712	-20%	801	-29%
Рентабельность по EBITDA	20,4%	25,4%	-5 п.п.	28,3%	-7,9 п.п.
Чистая прибыль	16	537	-97%	430	-96%
Операционный поток	496	612	-19%	427	+16%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-352	-428	-18%	-607	-42%
Капвложения	-364	-486	-25%	-408	-11%
Финансовый поток	-84	-130	-35%	168	-
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 дек. 2012	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	3 209	3 298	-3%		
Краткосрочный долг	839	738	+14%		
Долгосрочный долг	2 370	2 560	-7%		
Чистый долг	3 001	3 140	-4%		
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,35х	2,08х	-		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка снизилась из-за падения экспортных цен, поддержку оказал рост объемов продаж в РФ

В 1П 2013 г. объемы добычи составили 48,8 млн т угля, что на 2% выше г./г. и ниже на 2% относительно 2П 2012 г. В целом за 2013 г. компания прогнозирует добычу на уровне 2012 г. (~+2,6%) - 100 млн т. Объемы продаж угля за 1П 2013 г. выросли на 2% п./п. и составили 47 млн т, из них экспорт собственного угля - 18,9 млн т (остался на том же уровне).

Около 70% выручки СУЭК формируется от экспортных поставок, остальное - от реализации в РФ (предприятиям электроэнергетики). Экспортная выручка в 1П 2013 г. сократилась на 6,5% п./п. до 1,85 млрд долл. на фоне стабильных поставок и падения средних цен реализации. В РФ выручка повысилась на 12% п./п. до 853 млн долл. при росте физических объемов продаж на 3% п./п.

EBITDA оказался под давлением ценовой конъюнктуры, прогнозы компании предполагают его снижение на 15-20%

В условиях неблагоприятной внешней ценовой конъюнктуры, а также роста операционных расходов (в частности на персонал (+19% п./п.), материалы и запасные части (+18% п./п.) и затрат на покупку угля у третьих лиц (+17% п./п.)), показатель EBITDA снизился на 20% п./п. до 567 млн долл., рентабельность упала с 25,4% до 20,4%. Компания прогнозирует, что по итогам 2013 г. (а также в 2014 г., при сохранении неблагоприятной конъюнктуры) EBITDA составит 1,2-1,3 млрд долл. (т.е. снизится на 15-20% относительно уровня 2012 г.).

Капзатраты на уровне 2012 г., при этом имеется гибкость в их реализации

Операционный денежный поток вырос на 16% г./г. до 496 млн долл. за счет высвобождения средств из оборотного капитала на 74 млн долл. (против инвестиций в него в 1П 2012 г. в размере 147 млн долл.), его было достаточно для финансирования капвложений - 364 млн долл. По прогнозам компании, капзатраты в 2013 г. в целом составят 850-900 млн долл.

(примерно на уровне 2012 г.), что предполагает ускорение капиталовложений во второй половине года. При этом менеджмент отмечает, что около половины сарех составляют проекты развития, которые в случае необходимости могут быть отложены.

Пришлось выкупить большую часть находящихся в обращении облигаций

В ходе оферты в начале июля 2013 г. эмитенту пришлось выкупить порядка 80% единственного выпуска СУЭК-Финанс,1 номиналом 10 млрд руб. Напомним, что новая ставка купона (на период после оферты) была установлена на уровне 8,25% годовых к 3-летней оферте. Таким образом, держателей не устроила предложенная доходность УТР 8.42% (по номиналу), которая соответствует премии 210 б.п. к ОФЗ.

Новые бумаги СУЭКа не интересны для покупки

Ориентир, озвученный по трехлетнему выпуску СУЭК-Финанс,5 в диапазоне УТР 8,78-8,99% (=ОФЗ + 260-280 б.п.), также ниже рынка. Обращающиеся 3-летние выпуски Евраз-4,5 предлагают доходность выше 9,25% год. Мы считаем, что СУЭК по кредитному качеству близок к Евразу (В+/Вa3/BB-), как следствие, его новые облигации не интересны для покупки по озвученным ориентирам. В то же время диапазон выглядит адекватно в сравнении с недавно размещенными ММК-19 (УТР 8,5% = ОФЗ + 220 б.п.), которые, котируются на 40-60 б.п. выше номинала, несмотря на агрессивную оценку в момент размещения.

Х5: то в жар, то в холод

Розничные продажи остаются слабыми

Вчера Х5 (В+/В2/-) представила аудированные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г. После опубликованного ранее довольно слабого квартального отчета о продажах финансовые показатели вряд ли могли сильно удивить. Напомним, что по итогам 2 кв. 2013 г. чистая розничная выручка ритейлера в рублевом выражении повысилась лишь на 7,8% г./г. по сравнению с 8,1% г./г. в 1 кв. 2013 г. и составила лишь 7,9% г./г. в 1 полугодии, что существенно ниже текущего годового прогноза компании в 11%. Для сравнения, по итогам 1П 2013 г. Магнит продемонстрировал рост своих розничных продаж на 31,5% г./г., уверенно наращивая свою долю на рынке. Беспокойство вызывает продолжающийся отток покупателей из магазинов Х5. Так, по итогам 1П 2013 г. отток покупателей из дискаунтеров (на долю этого формата приходится более 65% выручки Х5) составил 4,3% г./г., а в формате супермаркет (около 21% выручки) -1,2% г./г. В результате, сопоставимые продажи по итогам 1-го полугодия показали нулевой рост. Слабая динамика продаж компании ставит под угрозу устойчивость показателей рентабельности, которые могут оказаться под существенным давлением инфляции операционных издержек.

Финансовые результаты за 2 кв. 2013 г. показали неплохую динамику

Валовая маржа ритейлера снизилась до 23,6% против 24,4% в 1 кв. 2013 г. Несмотря на некоторое улучшение закупочных условий у поставщиков, Х5, по-видимому, продолжала "транслировать" их в улучшение цен на полке с целью восстановления потребительской активности. Кроме того, аномально жаркая погода в мае-июне обусловила более высокий уровень потерь из-за порчи товарных запасов. При этом общие, коммерческие и административные издержки компании не показали значительного роста по отношению к выручке (20,3% во 2 кв. 2013 г. по сравнению с 19,7% во 2 кв. 2012 г.), несмотря на существенный рост арендных платежей в результате увеличения доли арендных площадей до почти 55%. В результате, операционная рентабельность ритейлера оказалась на уровне 4,3% (по сравнению с 4,2% в 1 кв. 2013 г.), а рентабельность по EBITDA составила 6,9%. Напомним, что текущий годовой прогноз компании по марже EBITDA - «более 7%».

Ключевые финансовые показатели Х5

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.	1 кв. 2013	1 кв. 2012	изм.
Выручка	4 222	3 988	+6%	4 160	3 871	+7%
Валовая прибыль	998	910	+10%	1 016	947	+7%
Валовая рентабельность	23,6%	22,8%	+0,8 п.п.	24,4%	24,5%	
EBITDA	291	280	+4%	284	274	+4%
Рентабельность по EBITDA	6,9%	7,0%	-0,1 п.п.	6,8%	7,1%	
Чистая прибыль (*)	74	69	+7%	65	66	-2%
Операционный поток	49	69	-29%	28	-77	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	152	195	-22%	112	184	-39%
Капвложения	145	147	-2%	107	174	-38%

Финансовый поток	95	126	-25%	-82	32	-
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013		31 марта 2013		изм.	
Совокупный долг, в т.ч.	3 757		3 858		-3%	
Краткосрочный долг	1 681		1 658		+1%	
Долгосрочный долг	2 076		2 200		-6%	
Чистый долг	3 536		3 614		-2%	
Чистый долг/EBITDA (*)	3,23x		3,18x		-	

* Долг и EBITDA в рублевом выражении

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Доля краткосрочного долга - 45% портфеля, долговая нагрузка Чистый долг/EBITDA составляет 3,2x

Общий долг Х5 по состоянию на конец июня 2013 г. составил 3,8 млрд долл. (100% долга компании номинировано в рублях; эффективная ставка процента по долговому портфелю осталась на уровне 8,8%). Доля краткосрочного долга выросла до 45%. Однако в начале августа компания привлекла клубный кредит на 15 млрд руб. (около 454 млн долл.) на рефинансирование этой части своего долга, что позволит по итогам 3 кв. его заметно снизить. На конец июня отношение Чистый Долг/EBITDA несколько повысилось до 3,23x. При этом Х5 имеет доступ к кредитным линиям в размере 2,5 млрд долл. от крупнейших российских и иностранных банков.

По итогам 2 кв. 2013 г. операционный денежный поток компании снизился на 28% г./г. из-за негативных изменений в оборотном капитале (в том числе - технических задержек со сбором бонусов от поставщиков, относительно небольшого снижения уровня запасов с высокого уровня марта 2013 г. из-за слабой динамики продаж, платежей поставщикам). При этом инвестиционный денежный поток Х5 во 2 кв. 2013 г. сократился на 22% г./г. в результате замедления открытий новых магазинов, при этом темпы открытий могут традиционно ускориться во 2 полугодии (ранее компания планировала годовые инвестиции на уровне до 900 млн - 1 млрд руб.).

Изменения в составе топ-менеджмента компании продолжают

Х5 проведет телефонную конференцию с аналитиками 15 августа. Мы ждем от компании раскрытия операционных результатов за июль, а также возможной корректировки годовых финансовых прогнозов. Также, мы ожидаем получить комментарии относительно недавнего назначения нового директора формата "супермаркет" – Януша Лелля. Таким образом, мы видим, что изменения в команде топ-менеджмента продолжают вопреки ранее сделанным заявлениям компании. Это может означать, что проходящие в Х5 операционные преобразования (модернизация магазинов, изменения в системе логистики, управления и др.) могут занять больше времени, чем планировалось. Напомним также, что 11 октября компания планирует провести встречу с аналитиками, где должна будет представить не только детали своей новой стратегии, но и кардинально изменившуюся за последние 12 месяцев команду менеджеров.

Рублевые облигации Х5 имеют невысокую ликвидность и котируются с премией к кривой Магнита более 100 б.п. Учитывая отсутствие улучшений в кредитном профиле эмитента, мы не ожидаем ценового роста бумаг.

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	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

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

Экономика "пошла на попятную"

ВВП не в лучшей форме

Платежный баланс

Рубль "оторвался от земли"

Инфляция

ЦБ возьмет инфляцию "под уздцы"?

Монетарные стимулы уперлись в инфляцию

Инфляция поторопилась

Валютный рынок

Обесценение рубля: случайность или закономерность?

Подвижный рубль

Монетарная политика ЦБ

Снижение ставок от ЦБ: "и волки сыты, и овцы целы"

От перемены мест «слагаемых» экономика не меняется?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Промышленность

Промышленность "дала слабину"

Внешняя торговля

Слабый импорт едва ли поддержит рубль

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Новая схема конвертации трансферта в госфонды не за горами

Бюджет

"Тонкая настройка" бюджета

Не все бюджету «масленица»

Приватизация — не панацея

Досрочное «распечатывание» ФНБ

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться [здесь](#).