22 марта 2016 г.

Мировые рынки

Заявления представителей FOMC охладили игру на повышение

Рост финансовых рынков вчера замедлился почти до нуля (так, американские индексы акций прибавили всего 0,1%), доходности UST скорректировались вверх. Возможно, это стало реакцией на "ястребиные" высказывания не голосующих в этом году членов FOMC Д. Локхарт и Дж. Уильямс (глав ФРБ Атланты и Сан-Франциско) о необходимости повышения ключевой долларовой ставки, по крайней мере, на одном из двух последующих заседаний (экономические данные свидетельствуют о достаточных темпах роста, в то время как есть признаки появления инфляционных рисков). Тем не менее, опубликованная вчера макростатистика не свидетельствует в пользу улучшений: в феврале произошел спад продаж жилых домов на первичном рынке (на 7,1% м./м. против ожидавшихся -3% м./м.). Отметим, что участники рынка пока не верят в повышение ставки на апрельском заседании (вероятность события оценивается всего в 10%), также большинство (57,6%) не ожидает повышения ставки и в июне. Нефть продолжила рост, превысив отметку 41,5 долл./барр., Brent (в ожидании апрельской встречи стран-производителей нефти и сохранения мягкой политики ФРС). Произошедшая сегодня серия взрывов в Брюсселе, скорее всего, ухудшит конъюнктуру на рынках, однако заметной коррекции мы не ждем.

Экономика

Экономическая статистика февраля: рост зарплат ускорился, но реакции потребителей пока нет

Как мы уже упоминали, эффект високосного дня в феврале 2016 г., а также эффект низкой базы оказали существенное влияние на большинство экономических показателей февральской статистики. На наш взгляд, данные о зарплатах были искажены в наименьшей степени (у большей части работников зарплата не зависит от количества дней в месяце). По данным Росстата, темпы роста номинальных зарплат в январе-феврале 2016 г. были на уровне 5,5% г./г., таких высоких темпов не наблюдалось с лета прошлого года. Подобная динамика может указывать на индексацию заработных плат, прежде всего, в частном секторе, что должно несколько обеспокоить ЦБ. Вместе с тем, реальные зарплаты продолжают падать, хотя и меньшими темпами (- 3,1% г./г. в январе-феврале по сравнению с -10% в 2015 г.). Мы прогнозируем, что падение реальных зарплат будет продолжаться большую часть года, т.к. полномасштабная индексация как в частном, так и, тем более, государственном секторе в 2016 г. вряд ли возможна. Необходимо отметить, что розничные продажи пока никак не отреагировали на относительное улучшение динамики зарплат. Хотя их темпы падения в феврале снизились с 7,3% г./г. до 5,9% г./г., на наш взгляд, это полностью объясняется эффектом високосного года. Мы ожидаем, что, начиная со 2 кв. на фоне снижения инфляции падение розничных продаж все-таки будет замедляться, однако, остановку падения можно ожидать лишь к концу года.

Рынок корпоративных облигаций

Совкомфлот (BB+/Ba2/BB): штиль после высокого сезона

Компания опубликовала нейтральные результаты за 4 кв. 2015 г. ТЧЭ-выручка от перевозок нефти выросла на 14% кв./кв. до 139,6 млн долл. (несмотря на то, что традиционно 4 кв. является низким сезоном), от обслуживания шельфовых проектов - повысилась на 7% до 59,2 млн долл. Однако это было нивелировано падением ТЧЭ-выручки от перевозок нефтепродуктов (-13% кв./кв. до 52,9 млн долл.) и прочей выручки (-91% кв./кв. до 4,9 млн долл.). В результате общая ТЧЭ-выручка сократилась на 11% кв./кв. до 293 млн долл., EBITDA – на 14% кв./кв. до 176 млн долл., а операционный денежный поток – на 19% кв./кв. до 171 млн долл. Капвложения выросли незначительно с 32 млн долл. в 3 кв. до 46 млн долл. и по-прежнему остаются существенно ниже суммы за 1П 2015 г. (487 млн долл.). Долговая нагрузка продолжила сокращаться, достигнув 3,5х Чистый долг/LTM EBITDA против 3,7х в 3 кв. Евробонды SCFRU 17 продемонстрировали заметный ценовой рост с начала этого года: их доходность снизилась с YTM 6,2% до YTM 4,5%, при этом дисконт к EVRAZ 18 расширился со 123 б.п. до 197 б.п. Среди коротких бумаг SCFRU 17 предлагают все еще интересную доходность.

X5 заплатила дорогую цену за свой прошлогодний успех. См. стр. 2

МТС: будущее в светлых тонах. См. стр. 3

X5 заплатила дорогую цену за свой прошлогодний успех

Выплаты менеджменту за 2015 г. составили 4,2 млрд руб., или около 7% скорр. EBITDA

Вчера ритейлер X5 (BB-/Ba3/BB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2015 г. Отчетность компании принесла большой сюрприз - на 4 кв. пришлись выплаты менеджменту в общем объеме около 4 млрд руб. (за год 4,2 млрд руб., или около 7% скорр. EBITDA). В результате фактическая рентабельность по EBITDA за 2015 г. составила 6,8% (-0,2 п.п. г./г.). Эти выплаты были обусловлены программой долгосрочного стимулирования менеджмента (двухэтапная программа, рассчитанная до 2019 г.), которая предполагает вознаграждение топ-менеджерам по результатам реализации операционных преобразований и роста доли X5 на рынке, а также выплатой выходных пособий. Мы полагаем, что хотя программа служит цели повышения мотивации ключевых управленцев в реализации агрессивной стратегии X5 по возвращению лидерства на рынке (по доле рынка и эффективности), она может также стать источником риска с точки зрения стабильности команды менеджмента, а также устойчивости и сбалансированности роста компании.

Ключевые финансовые показатели X5 Retail Group

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	230 117	181 588	+27%	808 818	633 873	+28%
Валовая прибыль	56 429	44 637	+26%	198 390	154 982	+28%
Валовая рентабельность	24,5%	24,6%	-0,1 п.п.	24,5%	24,4%	+0,1 п.п.
EBITDA скорр.*	17 472	13 634	+28%	59 413	46 404	+28%
Рентабельность по скорр. EBITDA	7,6%	7,5%	+0,1 п.п.	7,3%	7,3%	0 п.п.
EBITDA	13 453	13 495	0%	55 233	45 860	+20%
Рентабельность по EBITDA	5,8%	7,4%	-1,6 п.п.	6,8%	7,2%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	2 090	2 822	-26%	14 174	12 691	+12%
Операционный поток	23 654	13 598	+74%	35 487	28 567	+24%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-22 057	-13 947	+58%	-59 645	-29 737	+2,0x
Капвложения	19 333	12 278	+57%	51 605	28 260	+83%
Финансовый поток	2 483	22 582	-89%	7 498	19 344	-61%

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	144 215	141 698	+2%
Краткосрочный долг	42 670	44 220	-3%
Долгосрочный долг	101 545	97 478	+4%
Чистый долг	135 257	136 857	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM**	2,45x	2,48x	-

* Показатель EBITDA скорректирован на выплаты менеджменту
**EBITDA за последние 12 месяцев
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сильные результаты бизнеса: маржа по скорр. EBITDA в 4 кв. 2015 г. достигла 7,6%

Между тем, финансовые показатели X5, очищенные от влияния выплат вознаграждения менеджменту, оказались сильными. Валовая маржа в 4 кв. 2015 г. составила 24,5% (-0,1 п.п. г./г.), что отражает тот факт, что более агрессивное ценообразование (для поддержания покупательской активности) было компенсировано улучшением закупочных условий у поставщиков, а также повышением операционной эффективности (улучшением в логистике, оптимизацией транспортных издержек). Общие, коммерческие и административные расходы (без учета амортизации) в 4 кв. снизились до 17,9% от продаж (-0,3 п.п. г./г.), что главным образом объясняется ускорением темпов роста выручки, а также программой оптимизации издержек. В результате рентабельность по скорр. EBITDA в 4 кв. 2015 г. достигла 7,6% (+0,1 п.п. г./г.) и по итогам 2015 г. - 7,3% (на уровне 2014 г.).

Долговая нагрузка остается на комфортном уровне

По итогам 2015 г. Чистый долг/EBITDA составил 2,45x. Весь долг ритейлера номинирован в рублях и представлен займами с фиксированной процентной ставкой. Доля краткосрочного долга составила около 30%. Эффективная процентная ставка по итогам года составила около 12,7% (+2,7 п.п. г./г.).

Ставка на лидерство и агрессивный рост

Модель X5 имеет преимущества в текущих кризисных условиях, поскольку ключевым форматом для ритейлера являются дискаунтеры Пятерочка (~73% розничной выручки за 2015 г.). Во время телефонной конференции менеджмент X5 раскрыл операционные результаты за 2 месяца 2016 г. - рост выручки по итогам января и февраля составил 26,5% г./г. и 30,5% г./г., соответственно, а рост сопоставимых продаж (LFL) - 10,1% г./г. и 8,2% г./г., соответственно, что можно назвать сильными показателями. В 2016 г. X5 намерена органически нарастить свои торговые площади на 600 тыс. кв. м (+18% г./г.), не исключая при этом сделок M&A, а также сохранить рентабельность по EBITDA выше 7%.

Недавно X5 завершила размещение 2,5-летнего выпуска БО-5 с YTM 11,2%, который сейчас котируется на 50 б.п. выше номинала с YTM 10,96%. Такая динамика свидетельствует о наличии у участников рынка сильных ожиданий по снижению ставки RUONIA. Мы разделяем эти ожидания, считая, что RUONIA опустится в результате увеличения избыточной ликвидности у банков вследствие бюджетного дефицита, которая не может быть полностью абсорбирована ЦБ РФ за счет урезания лимитов по рублевому рефинансированию. В сегменте бумаг розничных сетей нам нравится выпуск Магнит 1P02 с YTM 10,95% @ февраль 2018 г.

Наталья Колупаева
natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru
+7 495 221 98 52

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

МТС: будущее в светлых тонах

МТС (BB+/Ba1/BB+) опубликовала сильные результаты за 2015 г., превзойдя показатели основных конкурентов, и предоставила оптимистичный прогноз на 2016 г., который подразумевает рост свободного денежного потока. При этом, судя по намерениям компании сохранить высокий уровень дивидендных выплат, практически весь свободный денежный поток должен пойти на выплаты акционерам. В таком случае, долговая нагрузка должна остаться на нынешнем, достаточно комфортном уровне.

Ключевые финансовые показатели МТС

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.
Выручка	113 325	107 202	+6%
OIBDA	43 495	44 346	-2%
Рентабельность по OIBDA	38,4%	41,4%	-3,0 п.п.
Чистая прибыль	6 773	1 106	+6,1x
Операционный поток	44 077	38 940	+13%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-16 283	-41 277	-61%
Капвложения	26 436	38 611	-31%
Финансовый поток	-20 276	10 002	-
В млн руб., если не указано иное	**31 дек. 2015**	**30 сент. 2015**	**изм.**
Совокупный долг, в т.ч.	345 869	345 240	0%
Краткосрочный долг	53 701	59 427	-10%
Долгосрочный долг	292 168	285 993	+2%
Чистый долг*	312 405	320 271	-2%
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,8x	1,8x	-

*Чистый долг рассчитан как общий долг за вычетом денежных средств и эквивалентов
**OIBDA за последние 12 месяцев
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Опережающий рост, стабильная долговая нагрузка

Консолидированная выручка МТС в 4 кв. 2015 г. выросла на 5,7% г./г., что превзошло показатели конкурентов, однако основным драйвером роста, как и в прошлом квартале, стал сегмент розничных продаж телефонов и оборудования, за счет которого МТС пытается

устранить отставание в дистрибуции от конкурентов и который вырос почти на 50% г./г. Выручка от основного бизнеса предоставления услуг сотовой связи повысилась на 0,4% г./г., что также оказалось несколько лучше, чем у конкурентов. Рентабельность по OIBDA в 4 кв. 2015 г. снизилась на 3 п.п., однако оказалась лучше ожиданий рынка, в первую очередь, за счет выхода узбекского подразделения на положительную рентабельность ранее запланированного срока. Снижение рентабельности г./г. обусловлено ростом доли розничного сегмента и падением рентабельности украинского подразделения в результате повышения сборов за частоты, прекращением операций в Крыму и снижением доходов в восточных областях Украины.

Чистая прибыль снизилась на 17% г./г. из-за роста амортизации в результате расширения розничной сети, роста процентных расходов и единоразового списания 3,5 млрд руб. в счет обесценения гудвила в Армении.

Инвестиции без учета приобретения лицензий немного превысили годовой прогноз - 96 млрд руб. против прогноза в 92 млрд руб., однако руководство МТС отметило, что отношение капвложений к выручке составило 19,6%, впервые за достаточно значительное время оказавшись ниже 20%. Соотношение чистого долга к OIBDA не изменилось кв./кв. и осталось на уровне 1,8x, а по определению МТС, которое помимо денежных средств включает в себя кратко- и долгосрочные вложения, а также валютное хеджирование, соотношение Чистый долг/LTM OIBDA составило 1,2x.

Прогноз менеджмента подразумевает стабильную долговую нагрузку и в 2016 г.

На 2016 г. менеджмент МТС прогнозирует рост выручки не менее чем на 4% г./г. в результате продолжения расширения розничной сети и зарубежных подразделений. Динамика OIBDA прогнозируется в диапазоне от -2% г./г. до +1% г./г., а капвложения - на уровне 85 млрд руб., что подразумевает рост свободного денежного потока. В ходе телеконференции менеджмент охарактеризовал конкуренцию на рынке дистрибуции как иррациональную, но подтвердил готовность отвечать на агрессивные действия конкурентов. При этом недавние снижения тарифов со стороны конкурентов не вызывают опасений руководства, которое называет эти снижения корректировкой до уровня самой МТС. Компания планирует 7 апреля рекомендовать дивиденды за 2015 г. и обнародовать новую дивидендную политику, и в материалах к отчетности было подтверждено намерение сохранить высокий уровень дивидендных выплат. Если предположить, что абсолютный уровень дивидендов останется на уровне прошлого года (52 млрд руб.), долговая нагрузка в терминах Чистый долг/OIBDA должна остаться на уровне 2015 г. Кроме того, менеджмент заявил о намерении погасить валютную часть краткосрочного долга, которая не должна превысить 100-200 млн долл. США. Руководство МТС также подтвердило отсутствие намерения продать башенную инфраструктуру, а комментариев по поводу антикоррупционного расследования в Узбекистане предоставлено не было.

Евробонды MOBTEL 20, 23 котируются с премией 20 б.п. к кривой Газпрома, которую мы считаем низкой. Лучшей альтернативой являются бонды AFKSRU 19, спред которых к кривой МТС выглядит расширенным (60 б.п.). Среди высококачественных бумаг интерес представляет TMENRU 20 тем инвесторам, которые не чувствительны к санкциям.

Сергей Либин
sergey.libin@raiffeisen.ru
+7 495 221 9838

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Башнефть
Газпром
Газпром нефть
Лукойл
Новатэк
Роснефть
Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский Никель
Распадская
Русал
Северсталь
ТМК
Nordgold
Polyus Gold

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
Мегафон
МТС
Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
СИБУР
Уралкалий
ФосАгро

Розничная торговля

X5
Магнит
Лента
O'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК
Альфа-Банк
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург
ВТБ
Газпромбанк
КБ Восточный Экспресс
КБ Ренессанс Капитал
МКБ
ФК Открытие
Промсвязьбанк
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. 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.