Raiffeisen RESEARCH

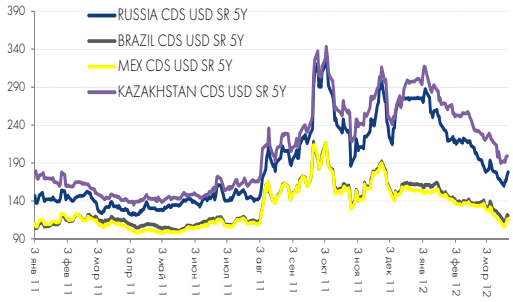
Fixed Income Daily

26 марта 2012 г.

Пульс рынка

- **Событием недели станет размещение евробондов РФ: будет ли дисконт?** Завтра завершается road-show суверенных бондов РФ. Основной интригой остается вопрос, будет ли размещение проведено с дисконтом к рынку, что приведет к переоценке российского суверенного риска и сократит историческую премию РФ к развивающимся странам инвестиционной категории. Эта премия в настоящий момент оценивается рынком CDS на уровне 50-60 б.п., сузившись с начала года на 70 б.п. Мы считаем, что низкий темп роста ВВП (4,3% в 2011 г.) в сравнении с развивающимися экономиками (Бразилия: 6,2%, Мексика: 4,6%) будет являться фактором, обуславливающим наличие этой премии.

Кредитные спреды



Премия РФ к Бразилии сокращается

Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

- **Как мы и ожидали, РЖД разместился без ажиотажа**: ставка купона RZD 19 в объеме 25 млрд руб. была определена на уровне 8,3% годовых (YTM 8,47%), что соответствует премии к кривой ОФЗ на уровне 80 б.п. На вторичном рынке бумага пока не выросла. В случае укрепления рубля мы ожидаем опережающий рынок ценовой рост бумаг RZD 19 в рамках сужения спреда к суверенной кривой до 50 б.п. О планах в 2012 г. выйти на рынок евробондов озвучил Газпромбанк (BB+/Baa3/-) с выпуском в 1 млрд долл.
- **Ухудшение конъюнктуры не отразилось на "первичке".** Снижение аппетита к риску на глобальных рынках, сопровождающееся давлением на рубль, не привело к значительному сокращению спроса на короткую "первичку". На прошлой неделе книга заявок на годовые Абсолют Банк БО-2 (-/Ba3/BB+) закрылась с YTP 9,2%, что на 25 б.п. ниже первоначального ориентира. Доходность нового выпуска БРС БО-2 (B+/Ba3/B+) составила YTP 9,2%, что соответствует нижней границе ориентира. Несмотря на различие рейтингов эмитентов не в пользу БРС, его автономное кредитное качество мы оцениваем выше. При одинаковых уровнях доходности мы предпочитаем облигации БРС, которые, на наш взгляд, имеют опережающий потенциал роста цены. Сегодняшнее укрепление рубля (на открытии торгов корзина подешевела на 10 копеек до 33,54 руб.) будет способствовать росту котировок рублевых облигаций.
- **Новый фактор риска в кредитном профиле Мечела (Moody's: B1).** Размещение 3-летних облигаций Мечела в объеме 15 млрд руб. было отложено, что, скорее всего, связано с претензиями со стороны Минприроды к Якутуглю (дочерней компании, на которую приходится треть общей добычи угля Мечела) по причине невыполнения ею требований (в части объемов добычи и защиты природной среды), предписанных лицензией, в 2009-2011 гг. В худшем сценарии предъявленные претензии могут привести к отзыву лицензий на угольные месторождения и, как следствие, заметному ухудшению кредитного профиля эмитента.
- **АИЖК пробует рынок второй раз.** Не удовлетворившись итогами сбора заявок в конце февраля с ориентирами купона 8,75-9,0% годовых по 8-летнему выпуску А21 номиналом 15 млрд руб., АИЖК решило вновь выйти на рынок. Теперь ориентир купона составляет 8,7%-8,8%, что соответствует YTM 8,98%-9,09%/DTM 3,6 года и предполагает премию к кривой ОФЗ (25077) в размере 170-180 б.п., максимальную среди бумаг первого эшелона.

Темы выпуска

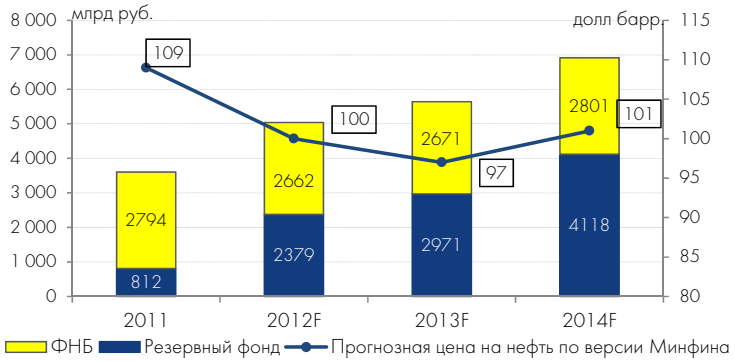
- Пополнение Резервного фонда в долг
- Магнит: инвестиции пока опережают операционные потоки

Пополнение Резервного фонда в долг

С начала прошлой недели проходит подготовка к размещению нового выпуска суверенных евробондов РФ. Информация, ставшая доступной в ходе презентаций и заявлений представителей Минфина, позволяет сделать несколько важных выводов:

- Пополнение Резервного фонда в ближайшие годы продолжится, причем на конец 2014 г. его планируемый объем (4,1 трлн руб.) превысит докризисный годовой максимум 2008 г. (4,0 трлн руб.).
- Практически все сверхдоходы от превышения фактической цены на нефть плановых ориентиров будут направляться не на сокращение дефицита бюджета, а в Резервный фонд, что предполагает сохранение умеренного дефицита бюджета (0,5-1,6%) в течение ближайших трех лет и, как следствие, по-прежнему высокую потребность во внутренних и внешних заимствованиях.
- В период 2013-2016 гг. планируется переход на бюджетные правила, ограничивающие расходы бюджета так называемой базовой ценой на нефть, рассчитываемой на основе фактических значений за последние 10 лет.

Динамика объема Резервного фонда и ФНБ, 2011-2014 гг.



Источник: Минфин

Как стало известно из материалов презентации, одной из приоритетных задач Минфина станет политика пополнения Резервного фонда, предназначенного для компенсации выпадающих бюджетных доходов как в случае продолжительного умеренного снижения цен на нефть, так и в случае их резкого краткосрочного падения. Оптимистичные прогнозы цен на нефть позволяет ведомству планировать возможность поэтапного пополнения Резервного фонда на протяжении 2012-2014 гг.: с 812 млрд руб. на конец 2011 г. до 2 379 млрд руб. на конец 2012 г., до 2 971 млрд руб. в 2013 г. и исторического максимума 4 118 млрд руб. в 2014 г. при практически неизменном объеме Фонда национального благосостояния.

Минфин предлагает ограничить расходы бюджета в 2013 г. базовой ценой на нефть в 97 долл./барр., в 2014 г. - 95 долл./барр., в 2015 г. - 92 долл./барр., в 2016 г. - 90 долл./барр. Это предполагает дефицит бюджета в 2013 г. на уровне, заложенном в законе о бюджете в 1,6% ВВП, и его увеличение в 2014 г. до 1,2% ВВП против 0,7% ВВП (в законе о бюджете сейчас) и до 1,0% в 2015 г. Таким образом, следуя среднесрочной цели пополнения Резервного фонда, при ожиданиях относительно более высокой, чем заложено в бюджете цены на нефть, Минфин не только не сократит дефицит относительно ранее запланированных показателей, но, начиная с 2014 г., даже увеличит его. Напомним, что ранее планировалось выйти на бездефицитный бюджет в 2015 г., причем при более скромных прогнозах цен на нефть.

Такое развитие событий для долгового рынка означает, что потребность Минфина в займах на внутреннем и внешних рынках не просто останется на уровне ранее прогнозируемых величин, а по прошествии двух лет может и возрасти. Все дополнительные доходы будут направляться в Резервный фонд, а дефицит, величина которого сокращаться не будет, планируется компенсировать за счет займов. Необходимо отметить, что это существенно повышает балансирующую бюджет цену на нефть.

Запланированное в 2011 г. пополнение Резервного фонда фактически произошло в январе 2012 г., к 1 февраля 2012 г. его объем возрос с 812 млрд руб. до 1 863 млрд руб. Таким образом, планы Минфина предполагают перечисление в 2012 г. в фонд почти 516 млрд руб. По нашим оценкам, 516 млрд руб. - это практически весь объем потенциальных сверхдоходов на 2012 г. при прогнозируемой нами на этот год среднегодовой цене на нефть в 114 долл./барр.

Таким образом, исполнение планов по пополнению Резервного фонда подразумевает, что лишь небольшая часть дополнительных доходов пойдет на погашение дефицита, который (если конечно среднегодовая цена на нефть не подскочит значительно выше 115 долл.) сократится незначительно относительно заложенных в бюджете показателей (1,5% ВВП, или 876,6 млрд руб.). Причем до 90% этого дефицита, по нашим оценкам, будет компенсироваться за счет заимствований на внутреннем и внешнем рынке. Исходя из прогнозируемой нами на 2012 г. цены на нефть и с учетом планов по пополнению резервного фонда до 2379 млрд руб. фактическая потребность Минфина в привлечении средств на долговых рынках при прочих равных условиях суммарно составит около 800 млрд руб. (с учетом погашений).

Магнит: инвестиции пока опережают операционные потоки

Результаты оцениваем позитивно

В пятницу Магнит (NR) опубликовал аудированную отчетность по МСФО за 4 кв. и 2011 г., которую мы оцениваем в целом положительно. Поскольку ранее компанией были представлены некоторые предварительные финансовые показатели (см. наш обзор от 31 января 2012 г.), которые существенно не отличаются от аудированных данных, наиболее интересны новые данные по долговой нагрузке и денежных потоках компании.

Ключевые финансовые показатели Магнита

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	4 кв. 2010	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	3 074	2 340	+31%	11 423	7 777	+47%
Валовая прибыль	825	528	+56%	2 779	1 741	+60%
Валовая рентабельность	26,8%	22,6%	+4,2 п.п.	24,3%	22,4%	+1,9 п.п.
EBITDA	338	194	+74%	939	632	+49%
Рентабельность по EBITDA	11,0%	8,3%	+2,7 п.п.	8,2%	8,1%	+0,1 п.п.
Чистая прибыль	176	97	+81%	419	334	+25%
Чистая рентабельность	5,7%	4,1%	+1,6 п.п.	3,7%	4,3%	-0,6 п.п.
Операционный поток				949	430	+2,2x
Инвестиционный поток, в т.ч.				-1 714	-1 232	+39%
Капвложения				-1 733	-1 189	+46%
Финансовый поток				1 150	565	+2,0x

в млн долл., если не указано иное	31дек. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 617	1 689	-4%
Краткосрочный долг	192	445	-2,3x
Долгосрочный долг	1 424	1 244	+14%
Чистый долг	1 082	1 613	-33%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,15x	2,19x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Напомним, что в последнем квартале года компания продемонстрировала существенное повышение рентабельности, что было обусловлено, по мнению менеджмента, в первую очередь, улучшением закупочных условий благодаря заметному росту оборота сети, а также резким ростом эффективности работы гипермаркетов в декабре, в предпраздничные дни.

Пока компания осторожна в прогнозах по выручке и рентабельности

Пока менеджмент придерживается первоначальных ориентиров на 2012 г.: +25-30% по выручке и 7,5-8% по рентабельности по EBITDA. Динамика деятельности в январе-феврале 2012 г. позволяет компании оптимистично смотреть на выполнение этих прогнозов, однако окончательные результаты, по мнению менеджмента, будут зависеть от уровня конкуренции на рынке. При усилении конкуренции компания не исключает снижения цен, но также возможно и ее ослабление в связи с уходом с рынка розничных сетей второго уровня.

В 2011 г. операционный поток увеличился вдвое, но полностью капвложения не покрыл

Операционный денежный поток Магнита по итогам года увеличился более чем вдвое - до 949 млн долл., что, помимо роста операционной прибыли, было обусловлено высвобождением средств из оборотного капитала (182 млн долл.). По словам менеджмента, это связано с задержкой платежей в конце 2011 г. (разовый эффект). Тем не менее, операционных потоков компании не было достаточно для осуществления капвложений (~1,7 млрд долл.), частично они были профинансированы заемными средствами.

Выравнивание capex и операционного потока ожидается в 2013 г.

Компания оставила неизменным озвученный ранее бюджет по капвложениям на 2012 г.: на уровне 1,1-1,4 млрд долл., которые в основном предполагается направить на открытие 800 "магазинов у дома", 50-55 гипермаркетов и 550 косметических магазинов. Кроме того, по прогнозам менеджмента, сумма капвложений в этом году снова превысит операционные потоки компании, однако в 2013 г. ожидается их выравнивание.

Долг/EBITDA на конец 2012 г. останется на достигнутом уровне 1,7x

Во 2П 2011 г. совокупный долг Магнита снизился на 4% до 1,6 млрд долл. Доля краткосрочной задолженности сократилась с 26% до 12% в общем долге. Долговая нагрузка в терминах Долг/EBITDA по итогам года находится на уровне 1,72x (2,29x на середину года). По прогнозам самой компании, этот показатель на конец 2012 г. останется на достигнутом уровне 1,6-1,8x, однако в течение года, по нашим оценкам, он может превышать этот ориентир в связи с неравномерностью денежных потоков.

Существенное снижение чистого долга (-33%) во 2П 2011 г. связано с сезонным увеличением остатков на счетах по итогам 4 кв. 2011 г., а также привлечением около 470 млн долл. в ходе SPO в декабре 2011 г. В результате соотношение Чистый долг/EBITDA снизилось с 2,19x на середину года до 1,15x на конец года.

Привлекательность бумаг ограничивается их отсутствием в списке РЕПО с ЦБ

У компании зарегистрировано 3 выпуска рублевых облигаций на сумму 15 млрд руб. На наш взгляд, в существующих благоприятных рыночных условиях компания может воспользоваться этой возможностью для частичного финансирования своих капвложений.

Сейчас в обращении находятся 6 выпусков биржевых облигаций Магнита на общую сумму 15,5 млрд руб., торговая ликвидность в них отсутствует. Привлекательность бумаг заметно ограничивается их отсутствием в списке РЕПО с ЦБ.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот
НМТП
Совкомфлот
Трансаэро
Трансконтейнер
ЮТэйр

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
МТС
Ростелеком
Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит
Синергия
Черкизово

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
Нижнекамскнефтехим

Машиностроение

Гидромашсервис
КАМАЗ
Соллерс

Электроэнергетика

Ленэнерго
Мосэнерго
РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ
ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк
АИЖК
Альфа банк
Банк Москвы
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург
ВТБ
ВЭБ
ЕАБР
КБ Восточный Экспресс
ЛОКО-Банк
МКБ
НОМОС Банк
ОТП Банк
Промсвязьбанк
РСХБ
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: исторические минимумы не отменяют рисков

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленная оттепель

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Встречаем весну: с дефицитом ликвидности или нет?

Интервенции ЦБ

Покупки валюты ЦБ выросли вслед за укреплением рубля, коридор остается на уровне 32,2-38,2 руб.

Бюджет

Бюджетный фальстарт

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

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

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.