

Пульс рынка

- **Госрасходы подрезали ВВП США.** Данные за 1 кв. 2013 г. оказались несколько хуже ожиданий. Согласно первой официальной оценке, экономика США выросла на 2,5% в годовом выражении (консенсус-прогноз - 3,0%). Однако детальный анализ показывает, что такой слабый рост объясняется исключительно падением государственных (а именно военных) расходов. Отметим, что по необъяснимым причинам военные расходы США снижаются высокими темпами уже второй квартал подряд, что вносит существенные искажения в данные по ВВП. Если исключить влияние госсектора, то рост ВВП в 1 кв. 2013 г. составил более 3%. Удивительно, что, несмотря на повышение налогов в начале года, особенно высокими темпами росли потребительские расходы. Таким образом, на наш взгляд, не стоит рассматривать вышедшие данные по ВВП США в резко негативном свете. Это подтверждает и динамика рынков, которые достаточно спокойно отреагировали на новость: американские индексы акций просели на 0,25%-0,5%, цены на нефть марки Brent оставались на уровне 102 долл./барр. В то же время аппетит к риску по-прежнему подавлен, о чем свидетельствует доходность 10-летних UST, которая снизилась до YTM 1,67% (минимум с декабря 2012 г.). Основным событием этой недели станет начинающееся завтра заседание FOMC (интерес представляет оценка состояния экономики в свете мер бюджетной экономии).
- **Бюджет не "по правилу".** Министр финансов А. Силуанов озвучил основные поправки в федеральный бюджет 2013 г., которые планируется внести в Госдуму 7 мая. Ряд предложений ведомства укладывается в наши ожидания. Так, никаких дополнительных нефтегазовых доходов теперь не планируется, а наоборот, ожидается их сокращение. Частично компенсировать нехватку средств Минфин ожидает за счет "раскупоривания" антикризисного резерва (200 млрд руб.). Однако самое интересное касается способа компенсации недополученных доходов от приватизации (367 млрд руб.). На это планируется направить дополнительные нефтегазовые доходы. Мы предполагали, что такое невозможно без нарушения бюджетного правила. Однако оказывается, что недавно, без особой огласки, в Госдуме были приняты поправки, предусматривающие возможность использовать нефтегазовые доходы, если в ходе исполнения бюджета будут отсутствовать источники финансирования дефицита (одним из которых и является приватизация). В результате основная часть дополнительных нефтегазовых доходов пойдет не в Резервный фонд (вместо 516 млрд руб. планируется перечислить только 149 млрд руб.), а на закрытие "дыры" в бюджете. Таким образом, правительство все-таки сумело обойти бюджетное правило, соблюдая букву, но фактически изменив суть этого закона. Мы не ожидали такой "изобретательности" от Минфина, считая, что, скорее, ведомство согласится на увеличение внутренних заимствований. Но, с учетом новой информации, необходимо признать, что потребность в размещениях ОФЗ в 2013 г. будет, по крайней мере, на ~370 млрд руб. ниже, чем мы прогнозировали, т.е. <1 трлн руб.
- **ВТБ (BBB/Baa1/BBB): вопрос капитала важнее конъюнктуры.** По данным СМИ, ВТБ нашел крупных инвесторов для проведения SPO, в результате которого банк сможет увеличить уставный капитал на 19% до 130 млрд руб., при этом доля государства сократится с 75,5% до 60,9%. Потребность в капитале создает планируемый рост кредитования. Кроме того, давление оказывает и ужесточение регулирования ЦБ РФ как уже введенное (в части ценных бумаг), так и ожидаемое (введение норматива по капиталу 1-го уровня). По нашим оценкам, показатель достаточности капитала 1-го уровня у ОАО Банк ВТБ находился на уровне 6,8% на 1 апреля 2013 г. (в то время как показатель Н1 составлял довольно высокие для универсального банка 13,17%). По-видимому, высокая потребность в капитале заставила ВТБ проводить размещение даже при неблагоприятной конъюнктуре рынка (с начала года акции ВТБ подешевели на 18% и сейчас котируются на уровне 0,61x BV). Мы нейтрально относимся к обращающимся облигациям ВТБ и в сегменте бондов госбанков считаем более привлекательными субординированные бонды GPB 19, которые несут избыточную премию (более 100 б.п.) за субординацию.

Темы выпуска

- АЛРОСА: под действием разовых эффектов
- АИЖК: ждет замедления роста ипотечного рынка в 2013 г.
- МОЭСК: сильный кредитный профиль даже при сдерживании тарифов
- О`КЕЙ: отчитался на отлично

АЛРОСА: под действием разовых эффектов

Результаты оцениваем умеренно позитивно

Несмотря на ухудшение конъюнктуры, выросли объемы продаж и валовая маржа, однако маржа по EBITDA упала из-за разовых факторов

Снижение долговой нагрузки до 1,9х, целевого для компании уровня

АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), крупнейший в мире производитель алмазов, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2012 г. и 2012 г. в целом, которые мы оцениваем умеренно позитивно. Несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры в 4 кв., компания смогла существенно повысить объемы продаж кв./кв. как на экспорт, так и на внутреннем рынке (в частности, благодаря закупкам Гохрана). При этом себестоимость росла медленнее, что позволило компании повысить валовую рентабельность за 4 кв. на 3,1 п.п. до 53,7%. Тем не менее, рентабельность по EBITDA заметно "просела" (до 29,4% с 45,8% в 3 кв.), под влиянием таких разовых факторов как индексация заработных плат и существенный рост социальных расходов (с 0,7 до 5,7 млрд руб.), который был обусловлен созданием резерва в объеме 4 млрд руб. по обязательствам по 2-летнему договору с Республикой Якутия о поддержке ее социально-экономического развития.

В 4 кв. благодаря работе с оборотным капиталом (+10 млрд руб.) АЛРОСА смогла увеличить чистый операционный поток почти на 20 млрд руб. и погасить часть долга (-12% до 122,7 млрд руб.). Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) снизилась до целевого для компании уровня 1,9х против 2,35х на конец 3 кв. Отметим, что на сегодняшний день, по данным компании, в 2013 г. ей остается погасить всего 8,4 млрд руб. (два выпуска ECP в декабре 2013 г.). Однако эта цифра не учитывает оферты по рублевым облигациям АЛРОСА-21,22 общим номиналом 16 млрд руб. в июне 2013 г. Следующее же погашение наступает только в ноябре 2014 г. - по евробонду ALROSA14 номиналом 500 млн долл. (~15,5 млрд руб.). В 2013 г. компания не планирует размещать евробонды, однако надеется реализовать газовые активы, ориентировочно в конце 2 кв. - начале 3 кв. 2013 г., а полученные средства направить на погашение долга. Отметим, что у компании зарегистрировано 10 выпусков биржевых рублевых облигаций на 50 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	46 561	27 791	+67%	150 880	137 732	+9%
Валовая прибыль	25 000	14 069	+78%	81 204	78 218	+4%
Валовая рентабельность	53,7%	50,6%	+3,1 п.п.	53,8%	56,8%	-3 п.п.
EBITDA	13 709	12 717	+8%	61 950	65 217	-5%
Рентабельность по EBITDA	29,4%	45,8%	-16,4 п.п.	41,1%	47,4%	-6,3 п.п.
Чистая прибыль	8 795	8 623	+2%	33 634	26 658	+26%
Операционный поток	22 679	2 909	+7,8х	42 007	49 182	-15%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-7 677	-8 261	-7%	-61 122	-17 894	+3,4х
Капвложения	-8 898	-7 237	+23%	-30 050	-21 420	+40%
Финансовый поток	-19 496	2 541	-	13 564	-23 002	-
в млн долл., если не указано иное						
		31 дек. 2012			30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		122 701			140 085	-12%
Краткосрочный долг		32 344			82 882	-2,6х
Долгосрочный долг		90 357			57 203	+58%
Чистый долг		116 459			129 564	-10%
Чистый долг/EBITDA LTM*		1,88х			2,35х	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы добычи сохранились на том же уровне, объемы продаж выросли вдвое

В 4 кв. объемы добычи сохранились практически на уровне предыдущего квартала - 9 млн карат. При этом физические объемы продаж кв./кв. повысились существенно - более чем вдвое до 10,9 млн карат. Напомним, что в 3 кв. компания разрешала клиентам сокращать закупки из-за падения рентабельности огранки, однако, в 4 кв. эта практика, возможно, была отменена. Дополнительную поддержку оказали закупки Гохрана, которые могли составить до 6 млрд руб. в 4 кв. (в 3 кв. не осуществлялись). На фоне слабой конъюнктуры цена реализации ювелирных алмазов в 4 кв. упала в среднем на 13% кв./кв. до 183,2 долл./карат. Однако, несмотря на снижение цен, выручка выросла на 67,5% кв./кв. до 46,6 млрд руб.

Объемы добычи в 2013 г. вырастут за счет Нижне-Ленского, цены на алмазы, по оценкам компании, повысятся на 10% г./г.

Компания ожидает, что объемы добычи алмазного сырья в 2013 г. вырастут на 5% до 36,2 млн карат за счет приобретенного в 2012 г. ОАО "Нижне-Ленское" (1,7 млн карат). Также АЛРОСА прогнозирует, что цены на ювелирные алмазы по итогам 2013 г. вырастут на 10% г./г. за счет повышения спроса. По данным менеджмента, цены на ювелирные алмазы в начале этого года уже повысились на 10% относительно 4 кв. 2012 г. Компания оценивает, что объемы продаж в 2013 г. будут в целом соответствовать объемам добычи (т.е. даже возможно некоторое снижение запасов, которые за 2012 г. выросли на 20%).

Рентабельность по EBITDA в 2013 г. останется на пониженном уровне 40%

По прогнозам менеджмента, рентабельность по EBITDA в 2013 г. составит ~40%, что ниже 2012 г. (если скорректировать на эффект от разовых издержек в 4 кв. 2012 г.). Это может объясняться, на наш взгляд, повышением доли сырья, добываемого более дорогостоящим (с точки зрения издержек) подземным способом и, возможно, процессом интеграции ОАО "Нижне-Ленское".

В ближайшие 2 года капвложения останутся на тех же уровнях

Операционный денежный поток по итогам 2012 г. достиг 42 млрд руб. (-15% г./г.), причем более половины этого объема было сгенерировано за последний квартал. Денежного потока было достаточно для финансирования капвложений, которые составили 30 млрд руб. (в основном разработка подземных рудников ("Удачный", "Айхал", "Мир") и строительство фабрики по обогащению руды ОАО "Севералмаз"). На газовые активы было израсходовано 3,3 млрд руб. В ближайшие 2 года капвложения планируются также на уровне 2012 г. Если газовые активы не будут реализованы в этом году, то капзатраты на них составят 5,7 млрд руб.

Дополнительную поддержку ликвидности окажет продажа 51% доли в железорудном проекте Тимир за 4,95 млрд руб. (сделка была завершена в 1 кв. 2013 г.). При этом капвложения по проекту на ближайшие несколько лет, по оценкам компании, будут незначительны. Отметим, что существенное снижение долговой нагрузки возможно в случае продажи газовых активов.

По поводу проведения IPO, компания сообщила, что сделку по продаже 7% акций РФ и 7% акций Республики Якутия планируется завершить в конце октября - начале ноября 2013 г. на ММВБ.

Торговых идей в бумагах АЛРОСА нет

Рублевые облигации эмитента котируются со спредом к суверенной кривой в размере 230 б.п., что выглядит низким уровнем для бумаг категории ВВ-. В длинных евробондах компании мы также не видим торговых идей на текущих ценовых уровнях. В сравнении с ALROSA 20 (YTM 5,1%, G-спред: 381 б.п.) более интересны близкие по дюрации VIP 21 (YTM 5,5%, G-спред 418 б.п.), которые предлагают большую доходность при лучших кредитных рейтингах (на 1 ступень по шкале S&P).

АИЖК: ждет замедления роста ипотечного рынка в 2013 г.

АИЖК (BBB/Vaa1/-) представило финансовые результаты по МСФО за 2012 г., которые в целом произвели на нас нейтральное впечатление. Портфель закладных увеличился на 19% до 192,4 млрд руб., при этом доля закладных с просрочкой снизилась с 8,3% до 6,3%. Отношение Капитал/Активы остается на высоком уровне - 41% (42% в 2011 г.).

Ключевые финансовые показатели АИЖК

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Активы	295,8	268,9	+10%
Закладные до начисления резервов	192,4	162,2	+19%
Резервы	5,4	5,4	-
Займы, выданные банкам	37,4	15,2	+2,4x
Капитал	121,0	114,0	+6%
Облигации выпущенные	128,5	114,2	+13%
Просрочка по закладным	6,3%	8,3%	-2 п.п.

в млрд руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Процентные доходы, в т. ч.:	27,6	21,9	+26%
-закладные	19,3	17,1	+13%
-средства в кредитных учреждениях	5,1	3,7	+37%
Процентные расходы, в т. ч.:	13,0	9,0	+44%
-облигации выпущенные	9,9	8,4	+17%
Чистый процентный доход после начисления резервов	14,3	13,2	+9%
Чистая прибыль	8,3	8,0	+4%

Источник: отчетность АИЖК, оценки Райффайзенбанка

В 2012 г. российский ипотечный рынок рос опережающими темпами, полностью восстановившись после падения в 2008-2009 гг.: было выдано ипотечных кредитов на общую сумму 1,0 трлн руб., что на 40% больше, чем в 2011 г., каждая пятая сделка с жильем осуществлялась с использованием ипотеки, и это в условиях повышения ставок (в декабре 2012 г. ставка по рублевым ипотечным кредитам составляла 12,7%, что на 1,1 п.п. выше, чем годом ранее). По мнению агентства, столь значительные темпы роста связаны с тем, что заемщики спешили приобрести жилье в ожидании дальнейшего повышения ставок по кредитам. В связи с этим в условиях замедления экономики рост ипотечного рынка, по оценкам АИЖК, будет заметно ниже (что подтверждается данными за первые 2 месяца этого года), и возможна даже стагнация рынка. По оценкам агентства, в 2013 г. будет выдано ипотечных кредитов на 1,0-1,2 трлн руб., средневзвешенная ставка не должна превысить 13,5%, при этом во 2П 2013 г. возможно ее снижение.

Доля АИЖК на рынке ипотеки снижается

В 2012 г. АИЖК рефинансировало ипотечные кредиты на сумму 61 млрд руб., или 5,9% от всех выданных ипотечных кредитов в денежном выражении. Для сравнения в 2011 г. доля агентства на рынке составляла 8%. В 2012 г. произошло расширение спреда между средними ставками по ипотечным кредитам (+0,4 п.п. до 12,3%) и ставкой их рефинансирования в АИЖК (-0,4 п.п. до 10,67%) со ~100 б.п. до ~160 б.п.

Улучшение качества портфеля закладных

Показатель NPL 90+ по портфелю закладных снизился как в абсолютном выражении (на 8%) до 10,7 млрд руб., так и в отношении к портфелю (с 7,2% до 5,5%). Сокращение связано с продажей закладных на 1,2 млрд руб. (с просрочкой более 180 дней). Низкая норма резервирования портфеля закладных (покрывает показатель NPL 90+ лишь на 50%) исторически компенсируется невысоким уровнем LTV. В качестве позитивного момента мы отмечаем снижение суммы просроченной задолженности вместе с объемом закладных, имеющих очень высокий кредитный риск (в частности, к ним изначально относятся кредиты, размер которых превышает 80% стоимости залога), с 31,3 млрд руб. (~19% портфеля) до 23,3 млрд руб. (~8% портфеля). Просрочка по стабилизационным займам, которые предоставляются для выплаты ежемесячных платежей по ипотеке в течение года, за 2012 г. снизилась на 6% до 679 млн руб. в абсолютном выражении, но ее доля в общем объеме этих займов повысилась с 69% до 74%.

В 2012 г. наблюдалась и тенденция к снижению просрочки по ипотечным кредитам на балансах российских банков (NPL 90+ сократился за год с 4,1% до 2,5%), что, скорее, связано с опережающим ростом кредитования. АИЖК предупреждает о росте рисков ухудшения качества ипотечных портфелей в связи с тем, что ввиду ограниченных возможностей для ценовой конкуренции наметилась тенденция к смягчению банками требований к заемщикам (в т.ч. к подтверждению доходов).

Снижение CPR на фоне повышения ставок по ипотеке

Показатель CPR, характеризующий средний уровень досрочного погашения закладных, в 2012 г. сократился с 13,9% до 10,4%, что, возможно, связано с продолжающимся повышением процентных ставок по ипотеке.

Активизация программы ипотечного финансирования банков

За 2012 г. АИЖК заметно нарастило кредитование банков (с 15,2 млрд руб. до 37,4 млрд руб.). Кроме ключевой программы "Стимул" (+11,2 млрд руб.), направленной на фондирование строительства доступного жилья сроком до 3 лет (под ставку 7,1-9,55% годовых), агентство начало предоставлять промежуточное финансирование банкам в период накопления пула ипотечных кредитов для их включения в ипотечное покрытие (сроком на 18 месяцев под ставку

Финансирование за счет снижения "подушки" ликвидности и облигаций

8,6-9,9% годовых, +9,7 млрд руб.).

Основными источниками фондирования стали краткосрочные депозиты (снизились на 20 млрд руб.), облигации (+14 млрд руб.) и банковские кредиты (+7 млрд руб.). Мы отмечаем, что банк заметно увеличил портфель ценных бумаг (в основном, облигации с ипотечным покрытием) - с 3,2 млрд руб. до 14,2 млрд руб. По состоянию на конец 2012 г. текущий объем заключенных контрактов на выкуп старших выпусков облигаций с ипотечным покрытием составил 27,65 млрд руб. (исполнение с марта по декабрь 2013 г.).

В 2013 г. АИЖК предстоит погасить выпущенные облигации на общую сумму ~32 млрд руб., что полностью покрывается ликвидными активами (денежные средства и депозиты - 45,1 млрд руб.).

Процентные доходы по закладным отстали от темпа роста самого портфеля, однако это было компенсировано увеличением доходов по размещенным в банках средствам и выданным им займам. В результате процентные доходы увеличились на 26% г./г. Значительный рост процентных расходов (+44%) был связан с бухгалтерским эффектом: была осуществлена корректировка ставки по кредиту от ВЭБа до рыночного уровня (соответствующий дисконт был отражен как доход от признания государственной субсидии). Чистая прибыль увеличилась лишь на 4% в результате начисления резервов и опережающего роста общехозяйственных и административных расходов (+34%).

Мы нейтрально относимся к обращающимся выпускам АИЖК, которые имеют низкую ликвидность. АИЖК не имеет высокой потребности в ликвидности, что выгодно отличает его от большинства эмитентов первого эшелона как финансового, так и корпоративного сектора.

МОЭСК: сильный кредитный профиль даже при сдерживании тарифов

На прошлой неделе МОЭСК (BB/Ba2/-), крупнейшая из распределительных сетевых компаний РФ, отчиталась за 2012 г. по МСФО. Сильный кредитный профиль компании определяется как ее самостоятельными характеристиками, так и господдержкой и высокой инфраструктурной значимостью МОЭСК для региона.

Ключевые финансовые показатели МОЭСК

в млрд руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	125,3	129,4	-3%
Скорректированная EBITDA	46,0	42,0	+10%
Рентабельность по EBITDA	36,7%	32,5%	+4,2 п.п.
Скорректированная чистая прибыль	21,4	18,4	+16%
Чистая рентабельность	17,1%	14,2%	+2,9 п.п.
Операционный поток	39,7	29,4	+35%
Инвестиционный поток	-38,7	-29,8	+30%
Свободный денежный поток	0,7	0,1	+7,0x
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	54,1	46,5	+16%
Краткосрочный долг	4,1	6,5	-37%
Долгосрочный долг	50,0	40,0	+25%
Чистый долг	45,8	42,5	+8%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,99x	1,01x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки обусловлено падением «транзитных» доходов...

Выручка МОЭСК снизилась на ~3% г./г., тогда как средний тариф на передачу - только на 0,2%. Причиной сокращения выручки стало изменение схемы «котловых» расчетов в Москве. Иначе говоря, сократился объем «транзитных» средств, собиравшихся МОЭСК с потребителей и передаваемых впоследствии другим сетевым компаниям - участникам «котловой» схемы тарифообразования.

...что также отразилось и на издержках

Сокращение «транзитных» доходов в выручке напрямую отразилось и на расходах (снижение услуг ТСО - территориальных сетевых организаций на 27%). При этом стоит отметить, что динамика основных подконтрольных компании расходов оказалась существенно ниже инфляции. Так, расходы на персонал выросли на 4,3%, расходы на ремонт снизились на 16% (что, правда, во многом обусловлено их пиком в 2011 г. из-за резкого роста ремонтов сетей в период «ледяного дождя»).

Плата за технологическое присоединение – важный фактор роста EBITDA

Выручка МОЭСК от технологического присоединения выросла на 15%. Особенность бухгалтерского учета данного вида деятельности состоит в том, что компания отражает по этой статье средства, полученные от потребителей для осуществления инвестпроектов по созданию инфраструктуры для их подключения к сети (зачастую до отчетного периода). По сути это инвестиции самого потребителя плюс незначительный объем средств, покрывающих собственные операционные затраты МОЭСК по технологическому присоединению. Мы полагаем, что включение данных средств в показатели прибыли искажает финансовый результат МОЭСК, равно как и включение «транзитных доходов», переданных в дальнейшем ТСО. Скорректированная на данные показатели выручка МОЭСК (по сути, выручка МОЭСК от передачи э/э), по нашим подсчетам, составила ~80,5 млрд руб., EBITDA – 20,8 млрд руб., таким образом, рентабельность EBITDA основного бизнеса составила 26%.

Долг на не слишком высоком уровне...

Чистый долг/EBITDA МОЭСК находится на комфортном уровне 1,0х, при этом более 90% долга приходится на долгосрочную часть, а 50% всех заемных средств привлечены у госбанков.

...но инвестиции увеличиваются...

По итогам 2012 г. капвложения компании составили ~39 млрд руб. Инвестпрограмма МОЭСК предполагает инвестиции на уровне ~44 млрд руб. в 2013 г. и ~48,1 млрд руб. в 2014 г. (без НДС). Всего в 2013-2017 гг. МОЭСК планирует инвестировать ~200 млрд руб. (без НДС).

...и компании может потребоваться дополнительный долг

Мы полагаем, что компании может потребоваться дополнительное финансирование для реализации программы капвложений и рефинансирования текущей задолженности, таким образом, мы не исключаем, что МОЭСК может снова выйти на рынки долгового капитала.

Рублевые облигации МОЭСК, по нашему мнению, справедливо оценены, котируясь с премией к суверенной кривой на уровне 225-240 б.п.

О`КЕЙ: ОТЧИТАЛСЯ НА ОТЛИЧНО

Рентабельность О`КЕЙ за 2012 г. оказалась на верхней границе ожиданий менеджмента

В минувшую пятницу ритейлер О`КЕЙ (Fitch: B+) опубликовал финансовые результаты за 2012 год по МСФО и провел телеконференцию с аналитиками. По итогам прошлого года рост чистой розничной выручки (без учета арендных и рекламных доходов) составил всего 26% г./г. из-за менее активного, чем планировалось, открытия гипермаркетов. Валовая рентабельность достигла исторического максимума – 23,5% (+0,7 п.п. г./г.), что преимущественно объясняется улучшением закупочных условий у поставщиков. В то же время общие, коммерческие и административные издержки заметно возросли - до 17,4% от выручки (+0,5 п.п. г./г.) - вследствие повышения расходов на персонал (из-за индексации зарплат), арендных платежей (из-за роста арендованных торговых площадей), а также увеличения расходов на рекламу. Тем не менее, компания смогла удержать рентабельность по EBITDA на уровне 8% (годовой прогноз самой компании был на уровне 7,8-8%).

В целом мы оцениваем результаты ритейлера за 2012 г. позитивно, хотя по-прежнему обеспокоены замедлением темпов открытий гипермаркетов сети, что, с одной стороны, снижает потребность в инвестициях, однако, с другой стороны, в условиях усиливающейся конкуренции на рынке, может оказать давление на показатели рентабельности в среднесрочной перспективе.

Ключевые финансовые показатели О'КЕЙ

в млн руб., если не указано иное	2П 2012	2П 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	63 211	50 337	+26%	117 332	93 134	+26%
Валовая прибыль	15 452	12 197	+27%	27 627	21 281	+30%
Валовая рентабельность	24,4%	24,2%	+0,2 п.п.	23,5%	22,8%	+0,7 п.п.
EBITDA	5 722	4 739	+21%	9 427	7 510	+25%
Рентабельность по EBITDA	9,1%	9,4%	-0,3 п.п.	8,0%	8,1%	-0,1 п.п.
Чистая прибыль	3 209	2 159	+49%	4 679	3 240	+44%
Операционный поток	8 866	6 436	+38%	8 938	6 401	+40%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-5 992	-6 730	-11%	-8 491	-8 693	-2%
Капвложения	-5 977	-6 738	-11%	-8 519	-8 739	-2%
Финансовый поток	97	2 521	-	1 136	-449	-

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	13 690	12 071	+13%
Краткосрочный долг	3 826	5 303	-28%
Долгосрочный долг	9 864	6 768	+46%
Чистый долг	9 154	9 129	0%
Чистый долг/EBITDA	1,0x	1,2x	-17%

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

По итогам 2012 г. операционный денежный поток компании повысился на 40% г./г., что, помимо роста прибыли, объясняется также позитивным влиянием изменений в оборотном капитале (из-за увеличения сроков отсрочки платежа поставщикам). Инвестиционный денежный поток в 2012 г. остался на уровне 2011 г.

Планы развития на 2013 г.: открытие 10 гипермаркетов, развитие дискаунтеров в Москве

В ходе телефонной конференции с аналитиками руководство компании подтвердило озвученные ранее планы развития на этот год. Ритейлер надеется добиться роста выручки на уровне 21-25% в рублевом выражении. Вместе с тем, компания намерена удержать рентабельность по EBITDA на уровне около 8% в среднесрочной перспективе. При этом, в случае достижения более высоких показателей операционной эффективности, компания планирует «инвестировать в цену», чтобы сохранить свое конкурентное положение на рынке. План по капитальным вложениям на 2013 г. заявлен на уровне около 14 млрд руб. Из этих средств будет профинансировано строительство 10 гипермаркетов (на уровне 2012 г.), из которых 6 магазинов будут в собственности, а 4 - в аренде. Кроме того, компания продолжит реализацию проекта открытия около 100 дискаунтеров в Москве к 2016 г., который предполагает также строительство распределительного центра.

Доля краткосрочного долга снизилась до 28%

Общий долг О'КЕЙ по состоянию на конец 2012 г. составил 13,7 млрд рублей (+13% с начала года), при этом его краткосрочная часть снизилась с 44% до 28%. Около 37% долга компании номинировано в долларах США. По словам менеджмента, рублевая процентная ставка составила ~10% по долгосрочной задолженности и останется на этом уровне в ближайший год. Отношение Чистый долг/EBITDA почти не изменилось с начала года (1,0x).

Неплохой выбор за пределами 1-го эшелона

С момента размещения в декабре прошлого года облигации О'КЕЙ-2 подорожали на 2,4 п.п. (в рамках общего сужения спреда высокодоходных бумаг к кривой ОФЗ) и сейчас котируются на уровне YTP 9,2% @ декабрь 2015 г. (=ОФЗ + 310 б.п.). Мы считаем бумаги эмитента интересными с точки зрения сочетания риск/доходность. Также в секторе корпоративных бумаг за пределами 1-го эшелона нам нравятся облигации Лента-3 (YTP 9,4-9,5% @ март 2016 г. = ОФЗ +340 б.п.).

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	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

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

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

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

Банковский сектор

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

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.