

29 октября 2013 г.

Пульс рынка

- **FOMC не остается выбором.** Основным событием этой недели станет итог начинающегося сегодня 2-дневного заседания FOMC, от которого инвесторы не ожидают каких-либо действий (консенсус рынка предполагает начало сокращения QE не ранее марта следующего года). Более важным является мнение членов комитета в отношении состояния экономики и влияния на него бюджетных проблем (было найдено лишь временное решение, к 7 февраля кризис может разразиться вновь). Кстати говоря, опубликованная за сентябрь макростатистика по США свидетельствует об ухудшении в экономике. Так, объем незавершенных сделок с жилой недвижимостью, опубликованный вчера за сентябрь, сократился на 5,6% м./м., в то время как консенсус-прогноз не предполагал изменений. Рост промышленного производства в сентябре на 0,6% м./м. был обеспечен главным образом нетипично холодной погодой, в то время как обрабатывающий сектор не продемонстрировал никакого роста. До появления итогов FOMC рынки, скорее всего, останутся в "боковике".
- **Более мягкий вариант Базель-3 был негативно воспринят S&P.** Агентство S&P считает, что для РФ (со столь быстрым ростом кредитования и волатильной экономикой) более адекватным был бы первоначальный жесткий вариант Базель-3 (Положение №395-П), который требовал, чтобы минимальный уровень для достаточности базового и основного капитала был на уровне 5,6% и 7,5% (а не 5,0% и 5,5%). По сути, Базель-3 не предполагает заметного ужесточения, за исключением разве что более жестких требований к субординированным займам, которые теперь обходятся банкам дороже. По оценкам ЦБ, первоначальный вариант потребовал бы докапитализации некоторых банков на сумму 40 млрд руб., в текущем варианте до 1 февраля 2014 г. 25 банкам потребуется привлечь в капитал всего 4,8 млрд руб. Мы отмечаем, что, несмотря на близкие минимальные значения к достаточности капитала в сравнении с Европой, достаточность капитала банков по МСФО, как правило, заметно выше, чем по РСБУ (в основном из-за более высоких требований ЦБ РФ к резервированию и RWA).
- **Новое предложение от X5 (B+/B2/-) нашло спрос без премии.** По результатам сбора книги заявок на покупку 3-летних БО-3 X5 объемом 5 млрд руб. удалось установить ставку купона на уровне 8,85% годовых (YTM 9,05%), что ниже первоначального ориентира 8,9-9,1% годовых. Напомним, что недавно (в сентябре) эмитент уже выходил на первичный рынок с 3-летними БО-2 номиналом 5 млрд руб., размещение которых прошло со ставкой купона 9,1% годовых (YTM 9,31%), сейчас эти бумаги котируются с YTM 9,0%. Таким образом, несмотря на частый выход на "первичку", X5 удалось привлечь средства без премии к рынку. Повышенный спрос на бумаги X5 обусловлен небольшим объемом предложения в сегменте корпоративных облигаций (в отличие от банков). По нашему мнению, доходность бумаг выглядит справедливо в сравнении с выпусками Лента-3 (YTP 8,8% @ март 2016 г.) и О'Кей БО-4 (YTP 9,1% @ октября 2016 г.). Отметим, что полученные средства X5 может направить как на рефинансирование краткосрочного долга, так и на развитие сети, в том числе за счет сделок M&A (по данным СМИ, X5 может приобрести розничную сеть Седьмой Континент).
- **Интересное предложение, но не для всех.** На первичный рынок вышел ВЭБ-Лизинг (BBB/-/BBB) с 5,5-летними бумагами (2 идентичных выпуска номиналом 5 млрд руб. каждый), озвучив ориентир YTM 8,42 - 8,68%, что соответствует премии к суверенной кривой в размере 193-219 б.п. По выпуску предусмотрена амортизация (12,5% от номинала начиная с 3-го купона), в результате чего дюрация составляет всего 2,9 года. Этот ориентир, на первый взгляд, выглядит щедро: в настоящий момент близкие по дюрации (3-летние) выпуски 1-го эшелона (банки с инвестиционным рейтингом, например, свежие ГПБ БО-6,7) котируются с премией к ОФЗ в размере 160-140 б.п. Однако некоторые инвесторы (прежде всего, банки) имеют ограничения не на дюрацию, а на срок до погашения, в частности, в силу того, что коэффициенты риска (для RWA) учитывают именно его. По нашим оценкам, RVW для новых облигаций ВЭБ-Лизинг составит 60,6%, в то время как для 3-летних бумаг категории "BBB" - 48%. Такое различие для банков не компенсируется предложенной премией 33-79 б.п. к 1-му эшелону.

Темы выпуска

- **Магнит в очередной раз бьет свой же рекорд**

Магнит в очередной раз бьет свой же рекорд

Рекордно сильные финансовые результаты

Вчера Магнит (S&P: BB) раскрыл ключевые финансовые результаты по МСФО за 9М 2013 г. (управленческая отчетность), а также провел телеконференцию. Компании удается не только поддерживать высокие темпы прироста торговых площадей и выручки, усиливая свое лидерство на рынке, но и демонстрировать рекордно высокие показатели прибыльности. Результаты за 3 кв. 2013 г. стали рекордными по показателям рентабельности, несмотря на непростую ситуацию на рынке (существенное замедление продовольственной инфляции, усиливающаяся конкуренция на рынке и повышение уровня арендных ставок).

Компания продолжает улучшать закупочные условия и эффективно контролировать издержки

Ранее Магнит уже опубликовал операционные результаты за 3 кв. 2013 г., которые отразили замедление темпов роста выручки на фоне наблюдавшейся дефляции цен на продукты питания (29% г./г. в рублевом выражении против 32,5% г./г. во 2 кв.). При этом прирост продаж в сопоставимых магазинах замедлился до +4,3% г./г. (+6,3% во 2 кв.), а отток покупательского трафика составил 1,4% г./г. Менеджмент объясняет это хорошим урожаем овощей и фруктов в этом году, в связи с чем часть покупателей временно «ушла» из современных форматов торговли (например, на открытые рынки). При этом ритейлер не «инвестировал в цены» в 3 кв., фокусируясь на операционной эффективности.

В результате в 3 кв. 2013 г. Магнит добился рекордно высокого показателя валовой рентабельности - на уровне 29,3% (+2,43 п.п. г./г., +1,5 п.п. кв./кв.). Основным фактором повышения валовой маржи остается улучшение условий закупок у поставщиков. Комментируя результаты, менеджмент отметил, что считает достигнутый уровень валовой рентабельности вполне устойчивым, компания намерена в следующем году еще улучшить условия закупок (+1 п.п. в валовой марже), однако на данный момент непонятно, какую часть необходимо будет «инвестировать» обратно в цену для удержания трафика и успешной конкуренции на рынке. Вместе с тем, общие, коммерческие и административные издержки компании несколько повысились – до 20,2% от выручки (+0,75 п.п. кв./кв., +1,55 п.п. г./г.). Тем не менее, рекордно высокой валовой маржи было достаточно, чтобы рентабельность по EBITDA также обновила максимум - 11,6% (+0,7 п.п. г./г.).

Обновленные финансовые прогнозы на 2013 г.: рост продаж на 28-29% г./г., маржа EBITDA 10,6%

Принимая во внимание замедляющуюся инфляцию, Магнит скорректировал свой прогноз по росту продаж в 2013 г. до 28-29% г./г. (против 29-30% ранее). Начиная с середины октября, Магнит начал избирательно корректировать свою ценовую политику в магазинах для того, чтобы восстановить уровень покупок. Также ритейлер отмечает рост уровня арендных ставок (по итогам 2013 г. может составить 12% г./г.) и расходов на персонал. Тем не менее, компания подтвердила, что рентабельность по EBITDA по итогам года должна оказаться на уровне 2012 г. (т.е. не хуже 10,6%). Вместе с тем, обновленный прогноз выглядит, на наш взгляд, достаточно консервативно, учитывая темпы роста выручки за 9М на уровне 30,6% г./г. и маржу по EBITDA - 10,6%. Магнит не раскрыл новую информацию по уровню долговой нагрузки. Вместе с тем, в соответствии с ранее озвученным прогнозом компании, Чистый долг/EBITDA останется на уровне 1,1х по итогам 2013 г.

Ключевые финансовые показатели Магнита

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	3 кв. 2012	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	4 401	3 496	+26%	13 195	10 273	+28%
Валовая прибыль	1 289	941	+37%	3 690	2 679	+38%
Валовая рентабельность	29,3%	26,9%	+2,4 п.п.	28,0%	26,1%	+1,9 п.п.
EBITDAR	630	465	+35%	1 746	1 289	+35%
Рентабельность по EBITDAR	14,3%	13,3%	+1 п.п.	13,2%	12,5%	+0,7 п.п.
EBITDA	512	381	+34%	1 404	1 053	+33%
Рентабельность по EBITDA	11,6%	10,9%	+0,7 п.п.	10,6%	10,3%	+0,3 п.п.
Чистая прибыль	283	199	+42%	754	540	+40%

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Обращающиеся облигации Магнита, не отличающиеся высокой ликвидностью, котируются со спредом к кривой ОФЗ в ~160-190 б.п., потенциал для ценового роста отсутствует.

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	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

«Мантры» стимулирования экономики

Промпроизводство РФ в августе: на нуле

Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом

Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Приватизация - не панацея

Досрочное "распечатывание" ФНБ

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Бюджетная арифметика вселяет надежды

Долговая политика

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

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

Новые уточнения к Положению №395-П

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

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
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.