

Пульс рынка

- ▶ **Очередной саммит ЕС завершился безрезультатно.** Лидеры Европы так и не выработали антикризисного решения для Греции и не согласовали механизм работы нового фонда помощи в размере 500 млрд евро. В ходе саммита были озвучены целевые уровни по средним (внутри экономического цикла) отношениям долга и дефицита бюджета к ВВП для членов еврозоны (60% и -0,5%, соответственно), в которые не укладывается даже сильная Германия (81,7% и -1,4%, соответственно). По-видимому, эти целевые уровни являются неким долгосрочным ориентиром, пути достижения которого пока не найдены. На фоне проблем Греции опасения инвесторов усилились и в отношении Португалии (5-летний CDS расширился за последнюю неделю на 3 п.п. до исторического максимума 15 п.п.), несмотря на заверение министра финансов о том, что списаний по госдолгу не будет. До следующего саммита лидеров ЕС, намеченного на 1 марта, каких-либо существенных сдвигов с мертвой точки, скорее всего, не произойдет.
- ▶ **Европейские банки готовы удвоить спрос на средства ЕЦБ.** По данным FT, европейские банки намерены увеличить спрос на 3-летние средства ЕЦБ (в рамках LTRO под залог долговых ценных бумаг), которые будут предложены регулятором на аукционе 29 февраля. Напомним, что на прошлом аукционе (в декабре 2011 г.) банки привлекли 489 млрд евро, при этом существенная часть этих средств (~200 млрд евро) осела на депозитах ЕЦБ (объем которых сейчас составляет 413 млрд евро). Судя по динамике доходностей суверенных бумаг с начала этого года, рефинансирование от регулятора позволило снизить давление на них со стороны европейских банков. По-видимому, дополнительная ликвидность в рамках LTRO банкам может понадобиться для закрытия "дыр" в балансах (в 1 кв. банкам необходимо погасить бонды на сумму 230 млрд евро).
- ▶ **Запас рублевой ликвидности пополняется.** Депозиты Минфина к погашению вчера были практически полностью пролонгированы, а остаток необходимой ликвидности был покрыт заметным приростом кредитов под залог активов в ЦБ (+81 млрд руб. до 556 млрд руб.), что в конечном итоге нейтрально сказалось на ликвидности. Несмотря на окончание уплаты налога на прибыль (~100 млрд руб.), корсчета и депозиты в ЦБ увеличились вчера еще на 77 млрд руб. до 970 млрд руб., что, по нашим оценкам, наполовину объясняется поступлениями из казны, поскольку интервенции ЦБ практически сошли "на нет". С окончанием налогового периода приток госсредств усилится с последующим умеренным снижением ставок денежного рынка в ближайшие дни (о/п ставки до 5-5,25%).
- ▶ **Эмитенты тестируют рынок "в длину".** Успешные результаты размещений годового выпуска ВТБ БО-7 и 2-летнего ГПБ БО-3 (спрос на бумаги был сформирован по нижней границе маркетингового диапазона) подстегнули высококачественных эмитентов к предложению на первичном рынке длинных бумаг. **ВЭБ-лизинг (ВВВ/-/ВВВ)** вчера открыл книгу заявок на покупку облигаций номиналом 10 млрд руб. с ориентиром по ставке купона в пределах 9,0-9,5%, который соответствует YTM 9,20%-9,73% и DTM 2,6 года к погашению через 5 лет (предусмотрена амортизация на уровне 20% от номинала ежегодно). Премия к близким по дюрации обращающимся выпускам эмитента ВЭБ-лизинг-8,9 (YTP 9,0% @ октябрь 2014 г.) составляет около 20-70 б.п. **Газпром нефть (ВВВ-/Ваа3/-)** сегодня открыла книгу заявок по выпуску номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,68-8,94% к 3-летней оферте (кривая ОФЗ плюс 120-150 б.п.). При сохранении текущих позитивных настроений на рублевом рынке (которые обусловлены, главным образом, стабильными ценами на нефть), мы считаем, что выпуск ВЭБ-лизинга имеет высокие шансы на успешное размещение среди широкого круга участников внутри границ предложенного ориентира, а бумаги Газпром нефти - ближе к верхней границе диапазона.

Темы выпуска

- ▶ **Магнит: больше, чем хороший сезон**
-

Магнит: больше, чем хороший сезон

Результаты оцениваем позитивно Вчера Магнит (NR) опубликовал выборочные неаудированные финансовые показатели за 4 кв. и 2011 г., которые мы оцениваем позитивно.

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	822	528	+56%	2 776	1 741	+59%
Валовая рентабельность	26,7%	22,6%	+4,1 п.п.	24,3%	22,4%	+1,9 п.п.
ЕБИТДА	333	193	+72%	934	632	+48%
Рентабельность по ЕБИТДА	10,8%	8,2%	+2,6 п.п.	8,2%	8,1%	+0,1 п.п.
ЕБИТ	257	149	+72%	663	481	+38%
Рентабельность по ЕБИТ	8,4%	6,4%	+2,0 п.п.	5,8%	6,2%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	172	97	+77%	415	334	+24%
Чистая рентабельность	5,6%	4,1%	+1,5 п.п.	3,6%	4,3%	-0,7 п.п.

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Годовая рентабельность по ЕБИТДА сохранена на уровне 2010 г... Выручка компании в 2011 г. выросла на 47% г./г. до 11,4 млрд долл., в то время как валовая прибыль - на 59% г./г., превывсив темпы роста себестоимости. Валовая рентабельность повысилась до 24,3% с 22,4% годом ранее. Однако рост прочих операционных расходов (SG&A) вследствие активного развития сети оказал давление на операционную прибыльность: рентабельность по ЕБИТДА осталась на уровне 2010 г., а рентабельность по ЕБИТ даже немного снизилась - на 0,4 п.п.

... за счет сильных показателей последнего квартала... Важно отметить, что эффективность, которую продемонстрировала компания в 4 кв. 2011 г., оказала существенное положительное влияние на годовые показатели в целом. Так, рентабельность по ЕБИТДА в последнем квартале года достигла рекордных 10,8%, тем самым увеличив годовой показатель до 8,2% (напомним, что за 9М 2011 г. он составлял 7,2%, а годовой прогноз - 7,5%).

...обеспеченных улучшением условий закупок и прибыльностью гипермаркетов Повышение уровня рентабельности в 4 кв. 2011 г. менеджмент компании связывает, в первую очередь, с улучшением закупочных условий благодаря существенному росту оборота сети, а также с резким повышением эффективности работы гипермаркетов в декабре (особенно, в предпраздничные дни). По данным компании, в целом около 50% валовой маржи было получено от гипермаркетов и только 22% - за счет "магазинов у дома". Кроме того, была отмечена некоторая тенденция к увеличению дорогостоящих (высокомаржинальных) покупок в декабре 2011 г. по сравнению с аналогичным периодом 2010 г.

Прогноз на 2012 г. по рентабельности ЕБИТДА - 7,5-8%... Согласно озвученным в ходе телеконференции прогнозам, в 2012 г. компания ожидает увеличения продаж на 25-30% г./г. при сохранении рентабельности по ЕБИТДА на уровне 2011 г. - в диапазоне 7,5-8%. Снижение ставки страховых взносов с 1 января этого года с 34% до 30% приведет, по оценкам компании, к увеличению маржи ЕБИТДА в 2012 г. как минимум на 0,2 п.п.

... по капвложениям - 1,4 млрд долл., 30% будут финансировать за счет нового долга Компания повысила прогноз по капвложениям на 2012 г. с 1,2-1,3 млрд долл. до 1,4 млрд долл., которые будут направлены на открытие 800 "магазинов у дома", 50-55 гипермаркетов, 550 косметических магазинов, 3 дистрибуционных центров, а также на покупку 600 грузовиков. До 70% капвложений компания планирует профинансировать за счет собственных средств, а остальные 30% - за счет привлечения нового долга. В ходе телеконференции был озвучен показатель Чистый долг/ЕБИТДА на конец года на уровне 1,27х (на середину он составлял 2,19х). Как мы понимаем, столь существенное сокращение этого показателя связано, главным образом, с сезонным увеличением остатков на счетах, и, вероятно, в течение года долговая нагрузка будет расти.

31 января 2012 г.

Исходя из озвученных планов, даже с учетом новых заимствований, долговая нагрузка Магнита сохранится в комфортных пределах: по нашим оценкам, на конец 2012 г. -1,5x в терминах Чистый долг/EBITDA. В августе 2011 г. компания зарегистрировала еще 3 выпуска бондов на 15 млрд руб. На наш взгляд, при улучшении рыночных условий 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 незначительна. Привлекательность бумаг заметно ограничивается их отсутствием в списке РЕПО с ЦБ.

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
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.