

## Пульс рынка

- ▶ **Хакеры подставили рынкам подножку.** Вчера американский фондовый рынок открылся умеренно позитивно на фоне хорошей статистики по ценам на недвижимость и продажам домов на первичном рынке. Но потом в твиттере Associated Press появилось сообщение о взрывах в Белом доме и ранении Б. Обамы, что привело к резкому падению индексов. Вскоре оказалось, что твиттер AP взломали и поместили туда ложную информацию. Рынки быстро отыграли падение. Возможно, что остроумные хакеры сумели не только поиздеваться над трейдерами, но и подзаработать. Несмотря на довольно негативные данные по предварительному индексу PMI Китая, цены на нефть Brent оставались на уровне ~100 долл./барр. Возможно, поддержку им оказала достаточно странная позитивная динамика на европейских площадках, где, несмотря на выход слабых показателей PMI (46,5 по всей еврозоне), произошел достаточно сильный рост. Многие аналитики объясняют это тем, что на фоне такой негативной статистики инвесторы все больше надеются на разворот в фискальной политике еврозоны и отказ от мер бюджетной экономии. На наш взгляд, такая реакция рынков не слишком оправдана.
- ▶ **Минфин может найти спрос.** Сегодня на аукционах будут предложены ОФЗ 26212 на 20 млрд руб. (ориентир YTM 7,05-7,1%@ январь 2028 г.) и 6,5-летние ОФЗ 26210 на 20 млрд руб. (ориентир YTM 6,35-6,40% @ декабрь 2019 г.). Ориентиры предполагают премию к рынку (последние сделки вчера по ним проходили по 7,04%). Премия по ОФЗ 26210 минимальна, исходя из вчерашних котировок (YTM 6,38%). За вчерашний день длинные ОФЗ прибавили в цене 40-50 б.п. В условиях нейтрального новостного фона, а также ожиданий снижения ключевых ставок ЦБ РФ мы считаем, что наличие премии позволит сформировать спекулятивный спрос на полный объем ОФЗ 26212. Фундаментально мы по-прежнему не видим большого потенциала для ценового роста на рынке ОФЗ (подробнее см. в теме "Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?").
- ▶ **Роснефть (BBB-/Baa1/BBB): детали дня инвестора.** Вчера компания провела День инвестора в Лондоне, где были раскрыты некоторые детали долгосрочной стратегии и планы по интеграции с ТНК-ВР. Объединение двух компаний должно завершиться к концу 2013 г. Общий синергетический эффект ожидается на уровне 10 млрд долл. (на уровне EBITDA), в т.ч. в 2013-2015 гг. - около 2,4 млрд долл. В целом синергию планируется реализовать в разведке и добыче (2,4 млрд долл.), маркетинге и логистике (2 млрд долл.), а также за счет оптимизации административных и общехозяйственных расходов (2,5 млрд долл.). Долговая нагрузка объединенной компании оказалась даже чуть ниже наших оценок, составив 2,0x в терминах Чистый Долг/EBITDA на конец 2012 г. Общий долг достиг 76,6 млрд долл., а чистый долг - 66,8 млрд долл. В 2013-2016 гг. Роснефти необходимо погасить задолженность на общую сумму 44,9 млрд долл. (при проформа EBITDA за 2012 г. свыше 33 млрд долл.), что в том числе может быть сделано за счет размещения евробондов. Что касается стратегии развития, то Роснефть намерена увеличивать свое присутствие на внешних рынках как за счет обмена активами, так и за счет приобретений. На внутреннем рынке, помимо развития ключевых сегментов добычи и переработки нефти, компания планирует существенно увеличить свою долю на газовом рынке (до 20%). Также Роснефть намерена выйти и на экспортные рынки газа благодаря строительству завода по сжижению природного газа на Сахалине (на данный момент права экспорта газа принадлежат исключительно Газпрому). Мы положительно оцениваем представленные планы компании и считаем, что у Роснефти есть значительные шансы по увеличению своей доли на внутреннем и внешнем рынках, как в нефтяном, так и в газовом сегментах.
- ▶ **Успешный дебют Уралкалия (BBB-/Baa3/BBB-) на евробондовом рынке.** 2-й крупнейший мировой производитель калийных удобрений (чистая выручка за 2012 г. - 3,3 млрд долл., рентабельность по EBITDA - 71% (компания - лидер отрасли по эффективности), Чистый долг/EBITDA - 1,0x) разместил 5-летний выпуск на 650 млн долл. по ставке 3,723% год., что соответствует спреду к mid-swaps в 285 б.п. (на 15 б.п. ниже первоначально озвученного ориентира) и дисконту к недавно размещенному PHORRU 18 (BB+/Baa3/BB+) в 20 б.п. (в терминах G-спредов) и 70 б.п. к NLMKRU 18 (BBB-/Baa3/BBB-).

## Темы выпуска

- ▶ **Магнит: улучшение закупочных условий поддержало маржу**
- ▶ **ФСК: на очереди новые долговые инструменты**

## Магнит: улучшение закупочных условий поддержало маржу

Результаты оцениваем умеренно позитивно

Падение покупательского трафика заставляет компанию "инвестировать в цены"

Улучшение закупочных условий обеспечило рост валовой маржи ...

... и поддержало рентабельность по EBITDA

Прогноз по марже EBITDA на 2013 г. - 9,5-10%

Магнит (S&P: BB) опубликовал неаудированные ключевые финансовые показатели за 1 кв. 2013 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Ранее компания раскрывала операционные результаты за квартал, которые отразили снижение покупательского трафика в магазинах "у дома" (-0,8% г./г.), главным образом, из-за эффекта каннибализации, что в целом привело к некоторому ухудшению общей динамики покупательского потока (-0,55% против -0,35% за 2012 г. и +0,6% за 4 кв. 2012 г.). В целях улучшения ситуации компания заявляла, что уже в феврале она начала "инвестировать в цены", т.е. транслировать более выгодные закупочные условия в снижение цен на полке. В результате средний чек в сопоставимых магазинах рос медленнее инфляции, и увеличение выручки LFL (в рублевом выражении) замедлилось до +4,8% (+5,3% в 2012 г. в целом и +8,5% в 4 кв. 2012 г. в частности).

Несмотря на "инвестиции в цены", мы отмечаем рост валовой рентабельности в 1 кв. до 26,7%, или +1,4 п.п. г./г. Только улучшение закупочных условий, по оценкам менеджмента, привело к ее росту на +2,04 п.п. г./г. В 2013 г., как озвучивалось менеджментом и ранее, компания может добиться дальнейшего улучшения условий закупок у поставщиков, что транслируется в рост валовой рентабельности на 0,5-1 п.п.

Динамика валовой прибыли оказала существенную поддержку EBITDA, несмотря на заметный рост расходов на оплату труда (в частности, повышение зарплат сотрудникам гипермаркетов до рыночного уровня), затрат на аренду (более высокие арендные ставки в Москве и Санкт-Петербурге) и увеличение потерь от порчи товарных запасов в связи с большей долей в ассортименте плодоовощной продукции, в том числе скоропортящейся. В итоге рентабельность по EBITDA составила 9,3% (-0,3 п.п. г./г.). Однако поскольку компания в 1 кв. 2013 г. понесла убыток по курсовым разницам против прибыли годом ранее, мы оцениваем скорректированную маржу EBITDA на уровне 9,7% (9,4% в 1 кв. 2012 г.). Напомним, что руководство Магнита предостерегало, что высокий уровень рентабельности в 2012 г. не выглядит устойчивым, и в 2013 г., по консервативным оценкам компании, маржа EBITDA составит около 9,5%. В ходе состоявшейся вчера телеконференции менеджмент несколько повысил прогноз до 9,5-10%.

### Ключевые финансовые показатели Магнита

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2013	1 кв. 2012	изм.	4 кв. 2012	изм.
Выручка	4 315	3 325	+30%	4 157	+4%
Валовая прибыль	1 153	841	+37%	1 150	0%
Валовая рентабельность	26,7%	25,3%	+1,4 п.п.	27,7%	-1 п.п.
EBITDA	402	321	+25%	471	-15%
Рентабельность по EBITDA	9,3%	9,6%	-0,3 п.п.	11,3%	-2 п.п.
Операционная прибыль	295	236	+25%	370	-20%
Операционная рентабельность	6,8%	7,1%	-0,3 п.п.	8,9%	-2,1 п.п.
Чистая прибыль	202	158	+28%	268	-25%
Чистая рентабельность	4,7%	4,7%	0 п.п.	6,4%	-1,7 п.п.

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

В 1 кв. компания разместила 3 выпуска облигаций

Ранее менеджментом озвучивалось, что в 2013 г. Магнит планирует рефинансировать 300-400 млн долл. долга, в том числе за счет выпуска рублевых облигаций. Отметим, что в сентябре 2013 г. наступает срок погашения по 4 выпускам общим номиналом 5,5 млрд руб. (~180 млн долл.). Однако за 1 кв. компания уже разместила 3 выпуска общим объемом 15 млрд руб. (~480 млн долл.). Напомним, что по прогнозам компании, долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA останется на уровне 1,1x по итогам 2013 г.

Обращающиеся облигации выглядят дорого

Обращающиеся облигации Магнита, которые, однако, не отличаются высокой ликвидностью, котируются со спредом к кривой ОФЗ на уровне ~200-250 б.п., что соответствует корпоративным облигациям с рейтингом BB+. Размещенные в конце марта 3-летние БО-8,9 (по доходности 8,58%), как мы и предполагали, были размещены среди узкого круга участников (было зафиксировано по 4 заявки в каждом выпуске). Соответственно, на вторичном рынке торговая ликвидность отсутствует.

## ФСК: на очереди новые долговые инструменты

Рост выручки на фоне индексации тарифов

ФСК (BBB/Ваа3/-) опубликовала отчетность за 2012 г. по МСФО. Рост тарифа на передачу электроэнергии с 1 июля на 11% положительно отразился на финансовых показателях компании. Принятые на данный момент решения предусматривают рост тарифов на 9,4% с 1 июля 2013 г. и 2014 г. ФСК продолжает активно привлекать новый долг для финансирования инвестпрограммы, выходя на новые для себя рынки еврооблигаций, облигаций с привязкой к инфляции, а также планируя размещение инфраструктурных облигаций на 100 млрд руб.

### Ключевые финансовые показатели ФСК

в млрд руб., если не указано иное	2П 2012	1П 2012	изм.
Выручка	73,4	66,9	+10%
Скорректированная EBITDA	41,1	36,9	+11%
Рентабельность по EBITDA	56,0%	55,1%	+0,9 п.п.
Скорректированная чистая прибыль	16,0	14,0	+14%
Чистая рентабельность	21,7%	20,9%	+0,8 п.п.
Операционный поток	32,9	37,5	-12%
Инвестиционный поток	-145,7	-48,0	+3,0x
Свободный денежный поток	-117,6	-10,5	-

  

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	216,4	153,3	+41%
Краткосрочный долг	23,2	2,5	+9,3x
Долгосрочный долг	193,2	150,7	+28%
Чистый долг	168,0	106,8	+57%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,15x	1,37x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост расходов – под контролем

Операционные расходы ФСК выросли на 10% г./г., однако более детальный анализ указывает на то, что компании удается управлять контролируемыми издержками (включая зарплаты, ремонты и пр.), не допуская их быстрого роста. Без учета амортизации, которая выросла на 32% г./г., а также изменения резервов, операционные расходы ФСК выросли на 5,8% за 2012 г. Свою роль сыграло снижение расходов на покупку электроэнергии вследствие изменения правил покупки нормативных потерь, однако опережающий рост ряда статей по сравнению с инфляцией обусловлен увеличением базы активов. Это отразилось на налогах (мы полагаем, что это связано с ростом налога на имущество) и расходах на персонал, которые выросли на 9,4% на фоне увеличения численности сотрудников на 4,4%.

Неденежные статьи серьезно понизили чистую прибыль

ФСК списала векселя ООО «Энерго-Финанс» на 9,7 млрд руб., а также отразила эффект от обесценения долей в ИнтерРАО и Россетях на 18,9 млрд руб., что серьезно отразилось на чистой прибыли компании. Стоит отметить, что менеджмент ФСК, несмотря на полное списание указанных векселей, намеревается принимать меры для возврата по меньшей мере части данной задолженности.

Отрицательный свободный денежный поток на фоне масштабных инвестиций

Операционный денежный поток ФСК по итогам года оказался более чем в 2 раза меньше величины инвестиций. При этом в силу того, что пик капвложений традиционно приходится на второе полугодие, за данный период эти затраты почти вдвое превысили операционный денежный поток. Инвестиционная программа компании на 2013-2017 гг. предполагает капитальные затраты на уровне ~131,5 млрд руб. в год без НДС.

Новым источником финансирования станут инфраструктурные облигации

ФСК продолжает привлекать средства для финансирования инвестпрограммы и оптимизировать долговой портфель. Так, уже в январе текущего года компания разместила рублевые облигации на 10 млрд руб. и досрочно погасила кредиты Газпромбанка на 20 млрд руб. ВЭБ уже одобрил возможность вложения пенсионных накоплений под управлением ГУК в инфраструктурные облигации ФСК со сроком погашения через 35 лет в объеме до 100 млрд руб. В связи с этим компания планирует нарастить долг в текущем году, но остаться в рамках 3,0x по показателю Чистый долг/EBITDA.

24 апреля 2013 г.

**Облигации ФСК  
оценены справедливо**

У компании зарегистрировано 5 выпусков традиционных облигаций на 80 млрд руб. (срок действия проспекта истекает в июне 2013 г.) и 7 выпусков биржевых облигаций на 90 млрд руб. Из программы рублевых евробондов на 100 млрд руб. размещено 17,5 млрд руб.

Сейчас обращающиеся рублевые облигации эмитента котируются со спредом к кривой ОФЗ ~170-190 б.п., что, на наш взгляд, выглядит справедливо для корпоративных выпусков 1-го эшелона. FDGRFN 19 также торгуется в рамках этого диапазона с YTM 8,05-8,10%.

## 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.