

31 октября 2011 г.

Пульс рынка

- Эйфория на рынках капитала, вызванная достижением договоренности с частными инвесторами по списанию долга Греции, по-видимому, подошла к концу. На первый план вновь выходят все еще не решенные проблемы долга Европы, а также медленный рост экономики США. В преддверии саммита в Каннах (3-4 ноября) в ожидании отсутствия конкретных решений по спасению остальных периферийных стран аппетит к рисковому активу снижается. Евро откатился от локального максимума к отметке 1,40 долл., нефть Brent опустилась на уровень 109 долл./барр., а индексы акций находятся в боковом движении. Интересной новостью стал факт неожиданного появления в казне Германии неучтенных 55 млрд евро из-за ошибки в расчетах, совершенной еще в 2009 г. Скорее всего, это облегчит согласование с Бундестагом увеличения участия в EFSF.
- В отличие от последних аукционов, когда Минфин полностью пролонгировал предстоящие к погашению депозиты, в этот вторник предлагаемый ведомством объем (10 млрд руб.) может покрыть лишь десятую часть от 97,2 млрд руб., которые банки должны вернуть Минфину в среду 2 ноября. Столь сильно сократив предложение, ведомство, скорее всего, рассчитывает на получение банками сегодня и в последующие дни крупных сумм бюджетных расходов, которые могли бы быть потрачены на погашение задолженности по депозитам. Однако госсредства еще не поступили, а остатки на счетах в ЦБ ввиду уплаты налога на прибыль в пятницу упали на 112 млрд руб. до минимума ноября 2010 г. - 645,5 млрд руб. Ответной реакцией рынка на сужение базы ликвидности может стать сопоставимое с предстоящим погашением депозитов новое РЕПО с ЦБ (лимит на сегодня 600 млрд руб.), в дополнение к уже имеющейся задолженности в 481 млрд руб. (по всем срокам). Тревожным сигналом служит и срок новых депозитов - до 21 декабря 2011 г., то есть без пролонгации на январь 2012 г. Хотя Минфин уже пролонгировал 371 млрд руб. из 1,06 трлн задолженности, дальнейшие возможности ведомства по переносу депозитов на январь 2012 г. до конца не очевидны. В случае прекращения пролонгации и "конвертации" оставшейся задолженности в расходы бюджета к середине декабря 2011 г. ситуация с ликвидностью может резко ухудшиться, что лишь усилит спрос на РЕПО с ЦБ и рост ставок денежного рынка (см. ежедневный обзор от 19 октября).
- Эмитенты "рванули" через открывшееся окно на рынок рублевых облигаций. Причиной ажиотажа является как затянувшаяся пауза на "первичке" в связи с сентябрьским падением вторичного рынка, так и неопределенность относительно времени, в течение которого "окно" будет оставаться открытым. В конце прошлой недели к все расширяющемуся списку облигаций в маркетинге присоединился Банк Зенит (-/Ba3/B+) с БО-3 номиналом 3 млрд руб., ориентир по которому был озвучен в пределах YTP9,20-9,46% к годовой ofercie. На текущий момент проходит букбилдинг бумаг других банков, имеющих более высокие кредитные рейтинги и предлагающих более щедрые для инвесторов условия. В частности, нам нравится ориентир YTP11,04-11,30% к годовой ofercie по выпуску Кредит Европа Банк (-/Ba3/BB-). Сегодня начался маркетинг НЛМК БО-7 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP8,16-8,68% к ofercie через 1,5 года или YTM8,94-9,45% к погашению через 3 года. Предложенные ориентиры соответствуют премии 150-200 б.п. к кривой ОФЗ, что выглядит интересно, учитывая инвестиционный рейтинг бумаг. Также Газпром Капитал под поручительство Газпрома проводит маркетинг выпуска номиналом 15 млрд руб. с ориентиром YTP7,38-7,90% к годовой ofercie, на уровне спреда 130-180 б.п. к кривой ОФЗ, что выглядит щедро.

Темы выпуска:

- Справедлива ли "обратная" переоценка?
- Магнит: экспансия продолжается

Справедлива ли "обратная" переоценка?

В последнее время финансовые рынки находятся под влиянием позитивных настроений, что позволило практически всем выпускам отыграть ценовые потери, понесенные в недавнюю распродажу, а также открыть "окно" на первичный рынок качественным эмитентам. Вопрос заключается в том, насколько снижение доходностей оправданно (учитывая нависающий груз проблем еврозоны), и как долго это "окно" будет оставаться открытым.

Долги еврозоны с
частичной гарантией
скорее всего не
найдут спрос...

Ответ на него зависит от развития событий на внешнем рынке, где США, судя по последней макростатистике, уже находятся на пути медленного роста, а основной риск представляет Европа. До настоящего времени, несмотря на многочисленные устные заверения представителей Германии и Франции, все, что смогли предложить европейские власти для решения долгового кризиса, сводится к списанию долга Греции (=объявлению дефолта). Мы скептически относимся к идее финансирования суверенного долга периферийных стран еврозоны за счет частных инвесторов с лишь частичной защитой от дефолта. Если спрос на американский долг всегда будет высоким (особенно, когда США плохо), потому что доллар успел стать резервной валютой, а UST приобрели статус безрискового актива, то спрос на относительно "молодой" европейский долг, да еще с частичной гарантией, будет найти весьма трудно.

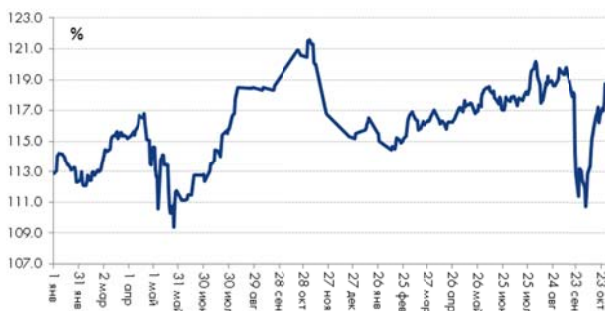
... поэтому или
Германии придется
включить печатный
станок, или дефолты
станут обычным
явлением

В результате, на наш взгляд, возможны два сценария: или дефолты (к которым относится "добровольная" реструктуризация) станут стандартной практикой по долгам еврозоны (в том числе Италии, Испании), или Германии придется согласиться на запуск печатного станка и начать субсидирование долгов периферийных стран за счет своих налогоплательщиков. Предложенный механизм докапитализации европейских банков может вылиться в распродажу активов и сокращение кредитования, что окажет давление как на финансовые рынки, так и на рост экономики. Поэтому мы считаем, что проблемы еврозоны еще долгое время будут являться поводом для беспокойства, приводя время от времени к повышенной турбулентности рынков, подобно той, которая наблюдалась в сентябре.

Проблемы еврозоны отложены по крайней мере до конца года

Поскольку на горизонте до конца года на внешнем фронте пока не видно новых поводов для такого негатива, который мог бы трансформироваться в Lehman Brothers II, рынки рискованных активов могут продолжить рост. Суверенные евробонды России уже почти полностью восстановили понесенные в сентябре потери: в частности, премия 5Y CDS России к Бразилии сократилась до 50 б.п., что близко к среднему значению первой половины года. Корпоративные бонды также отыграли ценовое падение, вернувшись к своим средним уровням доходностей, хотя есть и исключения. Например, бумаги ТМК18 предлагают спред более 100 б.п. к Evraz18.

Котировки Russia30 уже отыграли падение

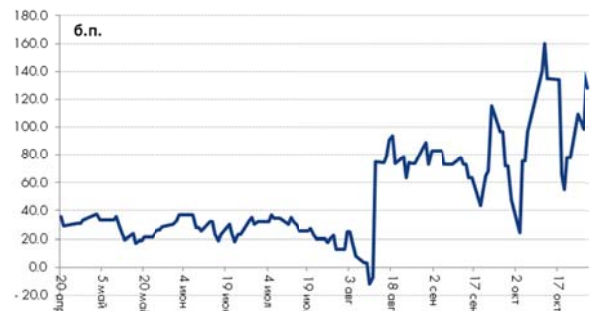


Источник: Bloomberg, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Кривая ОФЗ
находится вблизи
минимальных спредов
над о/п РЕПО

На рублевом рынке облигаций кривая доходностей ОФЗ уже опустилась до уровня начала осени, при этом спред к ставкам межбанковского о/п РЕПО сейчас на 50-100 б.п. ниже. Так, для ОФЗ 26204 этот спред сейчас составляет 240 б.п., что на 100 б.п. меньше его значения на начало осени. Произошло снижение маржи над ставками РЕПО на фоне роста задолженности по РЕПО с ЦБ. Как мы ожидаем, пополнение Резервного фонда приведет к увеличению задолженности по РЕПО с ЦБ (по нашим оценкам, до 1 трлн руб. в конце текущего - начале

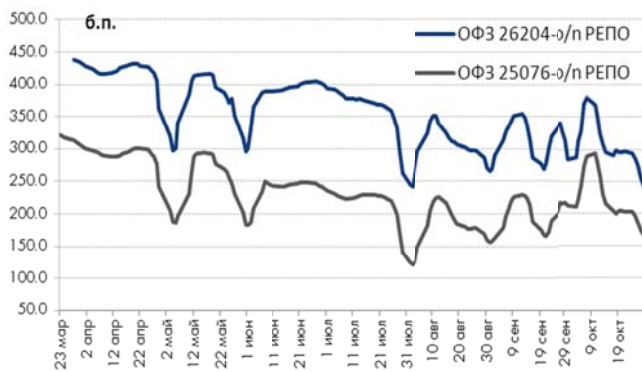
Спред ТМК18-Evraz18 еще широк



Источник: Bloomberg, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

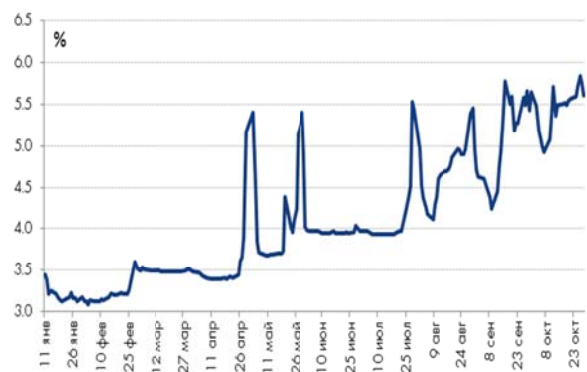
следующего года), что снизит устойчивость ценообразования рынка ОФЗ при текущей марже к ставкам РЕПО, поскольку низкая маржа делает carry-trade все более рискованным. Мы считаем рынок ОФЗ перекупленным на текущих уровнях и не видим потенциала для дальнейшего ценового роста.

Carry-trade ОФЗ становится менее интересным...



Источник: Bloomberg, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

... на фоне роста ставок междилерского о/н РЕПО



Источник: Bloomberg, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Кредитные спреды остаются широкими, катализаторов для их сжатия пока нет

Из-за быстрого снижения доходностей ОФЗ спреды корпоративных бумаг первого-второго эшелона расширились. Например, размещенные на прошлой неделе 3-летние бумаги ФСК-15 торгуются со спредом к кривой ОФЗ на уровне 100 б.п. Также доходности бумаг второго эшелона на первичном рынке оцениваются на 100-200 б.п. выше, чем еще в начале года. На наш взгляд текущие неопределенные перспективы глобальной экономики (стагнация Европы, медленный рост США, замедление экономики Китая) будут сдерживать кредитные спреды от дальнейшего сужения. Кроме того, высокий навес предложения на первичном рынке облигаций (практически ежедневно на рынке анонсируется по 2-3 новых выпуска) также не будет способствовать к сужению спредов. В условиях дефицита длинной рублевой ликвидности для банков предоставление кредитов менее предпочтительно, чем покупка облигаций, которая является более удобным инструментом для получения рефинансирования в ЦБ.

Магнит: экспансия продолжается

Магнит, вторая по выручке российская продуктовая сеть, представил ключевые финансовые и операционные показатели за 3 кв. и 9М 2011 г. по МСФО, которые в целом произвели на нас положительное впечатление.

Ключевые финансовые и операционные показатели Магнита

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка, в т. ч.	2 879	2 907	-1%	2 879	1 990	+44%
магазины у дома	2 448	2 519	-3%	2 448	1 773	+38%
гипермаркеты	423	385	+10%	423	217	+95%
Валовая прибыль	717	650	+10%	717	472	+52%
Валовая рентабельность	24,9%	22,3%	+2,6 п.п.	24,9%	23,7%	+1,2 п.п.
EBITDAR	305	256	+19%	305	225	+35%
Рентабельность по EBITDAR	10,6%	8,8%	+1,8 п.п.	10,6%	11,3%	-0,7 п.п.
EBITDA	242	197	+23%	242	186	+30%
Рентабельность по EBITDA	8,4%	6,8%	+1,6 п.п.	8,4%	9,3%	-0,9 п.п.
Чистая прибыль	102	79	+29%	102	106	-4%
Чистая рентабельность	3,5%	2,7%	+0,8 п.п.	3,5%	5,3%	-1,8 п.п.

	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Число магазинов, открытых за период	307	271	-	307	201	-
Общая торговая площадь, тыс. кв. м	1 740	1 613	+8%	1 740	1 241	+40%

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

LFL замедляется...	В 3 кв. 2011 г. Магнит продолжил активную экспансию, открыв 307 новых магазинов. При этом мы отмечаем замедление динамики продаж LFL: увеличение среднего чека (без НДС) в рублевом выражении составило 9,4% г./г. в 3 кв. 2011 г. против 11,6% г./г. за 9М 2011 г. при снижении трафика на 1,7% в 3 кв. 2011 г. против роста на 2,4% за 9М 2011 г. По оценкам менеджмента, новые магазины "забирают" часть трафика уже существующих магазинов сети в этом же регионе.
... но рентабельность растёт	Улучшение валовой рентабельности как к уровню 2 кв. 2011 г., так и к показателю 3 кв. 2010 г., было достигнуто за счет более выгодных условий закупок в результате разовых и регулярных акций поставщиков.
Рентабельность по EBITDA пока не достигла уровня 2010 г.	Повышению рентабельности по EBITDA в сравнении с предыдущим кварталом также способствовало снижение транспортных издержек и сезонное улучшение структуры продаж. При этом уровень прошлого года не достигнут из-за активного развития сети. Также стоит отметить, что поскольку более 50% операционных расходов компании (SG&A) составляет оплата труда и связанные с ней налоги, планируемое с начала 2012 г. снижение уровня ставки страховых взносов с текущих 34% до 30% окажет поддержку рентабельности.
Реализация программы капзатрат потребует привлечения до 500 млн долл. дополнительного долга	Компания не раскрыла данные о движении денежных средств за 9М 2011 г., тем не менее, в ходе телеконференции менеджментом было озвучено, что операционный поток за 9М 2011 г. составил 11 млрд руб. (~370 млн долл.), и в 4 кв. компания ожидает получить еще столько же за счет предновогодних продаж (всего 740 млн долл. за 2011 г.). Капвложения в 2011 г. запланированы на уровне 1,6 -1,7 млрд долл., из них в первой половине года было профинансировано 767 млн долл. Соответственно, для реализации программы капзатрат компании во 2П 2011 г. может потребоваться, по нашим оценкам, еще 300-500 млн долл. заемных средств. На 2012 г. капвложения компании запланированы на уровне 1,2-1,3 млрд долл., причем снижение относительно 2011 г. прогнозируется исключительно за счет отдачи инвестиций, реализованных в этом году (например, в логистику), а не за счет снижения темпов экспансии.
Мы ожидаем увеличения долга, существенного повышения долговой нагрузки не прогнозируем	Размер долга по итогам 9М 2011 г. компания также не раскрывает, однако по данным на середину года ее чистый долг достиг 1,6 млрд долл., увеличившись с начала года почти вдвое. В частности, в 1П 2011 г. Магнит разместил 2 выпуска биржевых облигаций на 10 млрд руб. с погашением в феврале и апреле 2014 г. Сейчас в обращающихся выпусках компании торговая ликвидность отсутствует. В августе этого года 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. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA на 30 июня 2011 г. находилась на уровне 2,2х. На конец года мы не ожидаем ее существенного роста (несмотря на ожидаемое увеличение долга) благодаря сезонному увеличению операционной прибыли.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	abaiкова@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 9900
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900 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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
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.