

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

Магнит: сильные результаты в финансовом отчете за 1П13, бумаги компании оценены справедливо

Вчера Магнит (S&P: BB/Stable), крупнейший продуктовый ритейлер в стране, опубликовал отдельные финансовые результаты за 2К13 и 1П13. Мы оцениваем раскрытые показатели как сильные: компания сохранила высокие темпы роста как во 2К13 (на уровне 1К13), так и по итогам 1П13 в целом. Выручка Магнита в 1П13 увеличилась на 29.8% г/г (до 8 796 млн. долл.), валовая прибыль – на 38.2% г/г (до 2 398 млн. долл.), EBITDA – на 32.6% г/г (до 889 млн. долл.). Основной вклад в рост общей выручки внесли результаты ключевого для компании формата «магазинов у дома», выручка которых в 1П13 выросла на 24% г/г (до 6 940 млн. долл.), при этом гипермаркеты также продемонстрировали весьма хорошую динамику, сохранив опережающие темпы роста выручки на уровне около 44% г/г (до 1 559 млн. долл.).

Отметим, что по итогам 1П13 Магнит нарастил валовую маржу на 1.7 пп г/г – до 27.3%, а рентабельность по EBITDA хоть и показала меньший прирост (на 0.2 пп г/г), тем не менее, превысила 10% (в 1К13 – 9.3%). Таким образом, хорошие результаты предыдущего квартала более чем компенсировали небольшое падение рентабельности по EBITDA в 1К13 (на 0.4 пп г/г), вызванное повышением заработных плат сотрудникам гипермаркетов, а также увеличением расходов на аренду и списание товарных потерь (из-за роста доли овощей и фруктов в ассортименте). Комментируя результаты 2К13, менеджмент Магнита отметил, что «положительное влияние на валовую маржу оказали расширение прямого импорта товаров, более сбалансированное ценообразование, развитие частных марок и работа с поставщиками, в частности, перевод локальных поставщиков на распределительный центр в Зеленодольске».

Также отметим, что одновременно с публикацией показателей за 2К13 компания скорректировала в сторону повышения верхнюю планку прогноза на 2013 г. по темпам роста выручки и нижнюю – по уровню рентабельности по EBITDA. Так, прогноз по темпам роста выручки был повышен до 27-30% (ранее 27-29%), а рентабельность по EBITDA ожидается на уровне 9.7-10% (ранее 9.5-10%). При этом гендиректор компании Сергей Галицкий посоветовал пока не ориентироваться на верхнюю планку прогноза, отметив, что менеджмент все еще не уверен, что во 2П13 Магниту удастся сохранить столь высокие темпы роста, и добавил, что в части ожиданий по темпам роста выручки «лучше держаться к середине прогноза». По оценке менеджмента Магнита, во 2П13 уровень валовой рентабельности будет стабильным в форматах магазинов шаговой доступности и косметики, при этом в формате гипермаркетов валовая маржа может снизиться. На текущий момент, менеджмент, в большей степени, беспокоит ситуация на рынке гипермаркетов, где наблюдается усиление давления со стороны конкурентов, в то время как формате «магазинов у дома» конкуренция остается «на том же уровне, что и была».

Выпуски Магнита с дюрацией до 2-х лет торгуются со спрэдом около 190 бп к ОФЗ, более длинные бумаги дают порядка 220-240 бп к ОФЗ. Наиболее ликвидный выпуск компании Магнит 01 (YTM 8.36/D 2.30) сохраняет дисконт около 70 бп к близкому по дюрации X5 Финанс БО-01 (YTM 9.04/D 1.98) что, на наш взгляд, выглядит справедливо, принимая во внимание все увеличивающуюся разницу в кредитном качестве Магнита и X5 RG (S&P: B+/Stable). В то же время, наиболее интересной идеей в секторе потребительских компаний мы по-прежнему считаем дебютные бумаги питерского ритейлера Лента (B+/Stable). Так, чуть более длинный выпуск Лента 03 (YTP 9.41/D 2.28) все еще сохраняет премию 30-40 бп к X5 Финанс БО-01 притом, что у компаний одинаковые кредитные рейтинги, а перспективы расширения бизнеса, на наш взгляд, выглядят лучше у Ленты.

Динамика ключевых финансовых и операционных показателей Магнита

млн. долл.	1П13	1П12	%
Выручка, в т.ч.	8 796	6 776	29.8%
Магазины у дома	6 940	5 596	24.0%
Гипермаркеты	1 559	1 084	43.9%
Валовая прибыль	2 398	1 736	38.2%
EBITDA	889	671	32.6%
Чистая прибыль	468	340	37.7%
Валовая рентабельность	27.3%	25.6%	1.7 пп
Рентабельность по EBITDA	10.1%	9.9%	0.2 пп
Чистая рентабельность	5.3%	5.0%	0.3 пп

	1П13	1П12	%
Всего магазинов, в т.ч.	7 416	5 722	-
Магазины у дома	6 552	5 268	-
Гипермаркеты	138	98	-
Семейные магазины	26	5	-
Магазины косметики	700	351	-
Торговая площадь, тыс.кв.м.	2 748	2 120	29.7%
Магазины у дома	2 129	1 730	23.1%
Гипермаркеты	423	303	39.6%
Семейные магазины	31	6	x5.2
Магазины косметики	164	81	x2.0

LFL-прирост 1П13 к 1П12	Выручка, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
Итого по Компании	5.29%	5.70%	(0.39%)
Магазины у дома	4.96%	5.67%	(0.67%)
Гипермаркеты	7.09%	3.00%	3.97%

млн. руб.	1П13	1П12	%
Розничная выручка, в т.ч.	272 801	207 467	31.5%
Магазины у дома	215 261	1 71 468	25.5%
Гипермаркеты	48 358	33 201	45.7%
Семейные магазины	4 203	798	x5.3
Магазины косметики	4 978	2 001	x2.5

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ruЧепрагин Дмитрий
d.chepragin@zenit.ru

КБ Ренессанс Кредит БО-05: новый выпуск интересен по нижней границе, являясь самым доходным предложением на первичном рынке

КБ Ренессанс Кредит (В+/В2/В) сегодня открывает книгу заявок на участие в размещении выпуска биржевых облигаций серии БО-05 объемом 3 млрд руб. Срок обращения выпуска составляет 5 лет, при этом по нему предусмотрена 1.5-годовая оферта. Ориентир по ставке купона составляет 11.35-11.85% годовых, что соответствует доходности к оферте в диапазоне 11.67-12.20% годовых на дюрацию 1.42 г.

КБ Ренессанс Кредит входит в число лидеров потребительского кредитования на российском рынке (размер активов банка на конец 1П13 г. составил порядка 115 млрд руб.). Для розничных банков 1П13 в целом характеризуется снижением темпов кредитования, что обусловлено принятыми мерами ЦБ по ограничению темпов роста кредитования, а также нестабильной внешней конъюнктуры рынка. Несмотря на это, по итогам 1П13 Ренессанс Кредит продолжает демонстрировать довольно неплохой рост кредитного портфеля (+15% к началу года), превышая среднерыночные темпы. В тоже время, Ренессанс Кредит пожинает плоды агрессивного роста в 2012 г.: на конец 1П13 банк отразил в отчетности ухудшение качественных характеристик портфеля (NPL 90+ вырос до 11.1%), что потребовало дополнительных отчислений в резервы и сократило чистую прибыль (до 0.2 млрд руб., -82% г/г) При этом более чем двукратное увеличение резервов все равно не в полной мере покрыло объем просроченной задолженности (коэффициент покрытия резервами – 72%), что все же создает определенные риски для финансовой устойчивости банка, особенно при сохранении высоких темпов роста и в дальнейшем. Сильной же стороной КБ Ренессанс Кредит по-прежнему является высокий уровень рентабельности (чистая процентная маржа с учетом комиссионных доходов сохраняется на уровне 31%) и достаточности капитала (Н1 на 1 июля 2013 г. составил 13.25%), которые обеспечивают банку некоторый запас прочности для дальнейшего расширения бизнеса.

Маркетингуемый диапазон доходности предполагает спрэд к ОФЗ на уровне 560-620 бп, что делает новый выпуск Ренессанс Кредита одним из самых доходных на первичном рынке среди заемщиков с публичной историей. Так, премия нового займа к размещенному вчера выпуску КБ Восточный Экспресс БО-07 (УТР на размещении составила 10.67% годовых при дюреции 1.42 г.) по нижней границе составляет около 100 бп при сопоставимых кредитных рейтингах банков, тогда как премия к обращающимся выпускам Русского Стандарта (В+/Ва3/В+) сопоставимой дюреции составляет около 260 бп, к бумагам ХКФ Банка (-/Ва3/ВВ) – около 320 бп. На наш взгляд, предлагаемая премия (не менее 100 бп) к выпуску КБ Восточный Экспресс БО-07 является вполне достаточной компенсацией за несколько худшие показатели качества кредитного портфеля Ренессанса, поэтому мы рекомендуем заинтересованным инвесторам участвовать в размещении ближе к нижней границе ориентира.

КБ Ренессанс Кредит

Основные параметры выпусков

Эмитент	КБ Ренессанс Кредит
Рейтинги (S&P/M/F)	В+/В2/В
Ломбардный список ЦБ	да
Серия БО-05	3 000 млн. руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	Через 1.5 года @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	11.35 - 11.85% годовых
Ориентир по УТР	11.67 - 12.20% годовых
Дюрация	1.42 года
Организаторы	Ренессанс Капитал, Промсвязьбанк и Райффайзенбанк

Первичный рынок

Первичный рынок

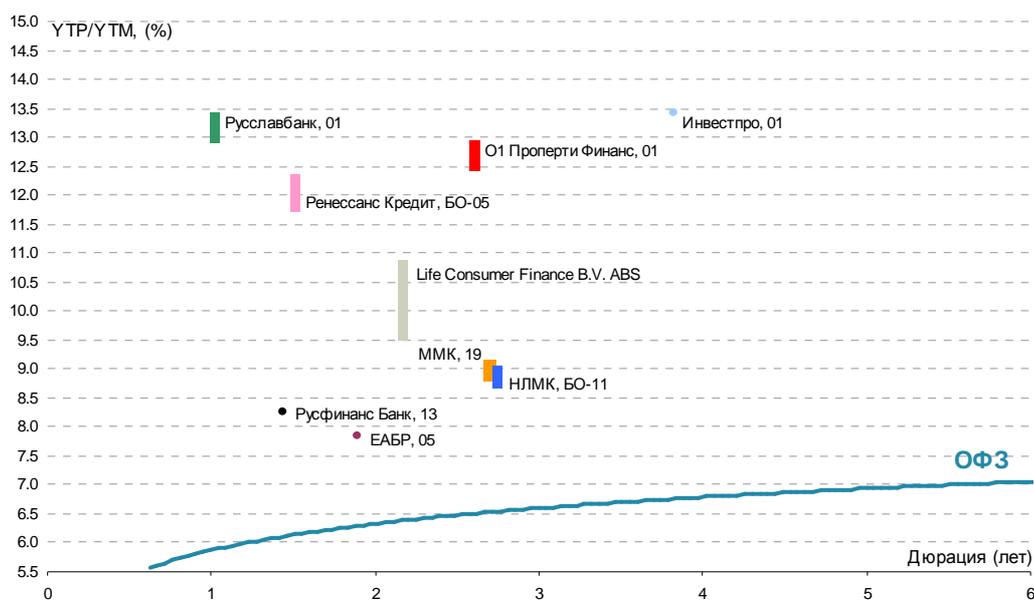
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Русфинанс Банк, 13	- / Baa1 / BBB+	да	4 000	8.26	19.07.2013	24.07.2013	нет / 1.44 г.	1.5 г. / 5 лет
Инвестпро, 01	NR	нет	5 000	13.42	19.07.2013	24.07.2013	нет / 3.82 г.	нет / 5 лет
ЕАБР, 05	BBB / A3 / -	да	5 000	7.85	22.07.2013	24.07.2013	нет / 1.89 г.	2 г. / 7 лет
ММК, 19	- / Baa3 / BB+	да	5 000	8.84-9.05	Конкурс	25.07.2013	нет / 2.70 г.	3 г. / 10 лет
МСП Банк, БО-01	BBB / Baa2 / -	да	3 000	н/д	23.07.2013	26.07.2013	н/д	н/д / 3 г.
МСП Банк, БО-02	BBB / Baa2 / -	да	3 000	н/д	23.07.2013	26.07.2013	н/д	н/д / 3 г.
РСХБ, 21	- / Baa3 / BBB	да	10 000	8.06-8.21	24.07.2013	30.07.2013	нет / 1.88 г.	2 г. / 10 лет
Ренессанс Кредит, БО-05	B+ / B2 / B	да	3 000	11.67-12.20	26.07.2013	XX.07.2013	нет / 1.42 г.	1.5 г. / 5 лет
Национальный Капитал, 03	NR	нет	5 000	н/д	26.07.2013	31.07.2013	н/д	н/д / 5 лет
НЛМК, БО-11	BB+ / Baa3 / BBB-	да	5 000	8.68-8.94	26.07.2013	01.08.2013	нет / 2.70 г.	3 г. / 10 лет
О1 Проперти Финанс, 01	NR	нет	6 000	12.36-12.89	06.08.2013	08.08.2013	нет / 2.60 г.	3 г. / 5 лет
Русславбанк, 01	- / B3 / -	да	1 500	12.89-13.32	2X.07.2013	XX.08.2013	нет / 1 г.	1 г. / 5 лет
Life Consumer Finance B.V., 01 (ABS)	BBB / - / -	да	3 200	9.58-10.65	11.09.2013	XX.09.2013	да / 2.15 г.	нет / 4 г.

Цвета в выделены в выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

Последние размещения

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.83	10.67	23.07.2013	нет / 1.42 г.
Локо-Банк, БО-05	- / B2 / B+	да	3 000	н/д / 100%	9.05-9.31	9.20	23.07.2013	нет / 0.5 г.
Прайм Финанс, 01	NR	нет	11 750	н/д / 100%	12.89-13.96	12.36	23.07.2013	нет / 2.60 г.
Внешэкономбанк, БО-01	BBB / Baa1 / BBB	да	20 000	2.6 / 100%	8.24-8.51	7.87	19.07.2013	нет / 1.87 г.
Банк Национальный Стандарт, БО-02	- / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	11.30-11.83	11.83	18.07.2013	нет / 1 г.
Уралвагонзавод, БО-01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	9.20-9.46	9.20	18.07.2013	нет / 1.43 г.
Уралвагонзавод, БО-02	NR	нет	3 000	н/д / 100%	9.20-9.46	9.20	18.07.2013	нет / 1.43 г.
Трансфин-М, БО-16	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.07.2013	нет / 2.64 г.
Трансфин-М, БО-17	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.07.2013	нет / 2.64 г.
Трансфин-М, БО-18	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.07.2013	нет / 2.64 г.
Бинбанк, БО-03	B / Caa1 / Wd	да	2 000	н/д / 100%	11.57-11.83	11.57	16.07.2013	нет / 1 г.



Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	Globaltrans: - / Ba3 / BB	101.50	9.33	1.47	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		101.56	8.99	1.47	
Лента, 03	В+ / - / -	101.70	9.46	2.28	Новое предложение среди компаний потребительского сектора, премия около 30 бп к бумагам X5 при одинаковых рейтингах
ЛенСпецСМУ, 02	В / - / -	107.50	10.44	2.80	Один из самых доходных выпусков строительного сектора, с учетом сопоставимого кредитного качества премию более 50 бп к кривой ЛСР лишь за более длинную дюрацию считаем избыточной
Роснефть, 04	BBB- / Baa1 / BBB	102.75	8.02	3.59	Наиболее ликвидное предложение среди качественных корпоративных заемщиков с госучастием: спрэд к ОФЗ на уровне 150-160 бп
Роснефть, 05		102.80	7.97	3.59	
ГТЛК, 01	BB- / - / -	101.80	10.38	2.18	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		100.60	9.63	2.19	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / Ba3 / В+	101.22	8.79	1.53	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 40-60 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-03		101.01	8.72	1.03	
Русфинанс Банк, БО-03	- / Ba1 / BBB+	102.43	8.08	1.21	Спрэд около 250 бп к ОФЗ довольно широкий для рейтинговой категории BBB, премия не менее 50 бп к спредам Росбанка с аналогичным рейтингом
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.00	11.76	2.37	Дополнительные 150 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 240 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 23.07.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТМ	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa1 / BBB	106.52	4.08	3.33	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая около 130 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		106.82	4.64	3.96	
VTB'18 (6.875)		108.81	4.81	4.18	
VTB'20		106.57	5.44	5.80	
CRBKMO'14	- / B1 / BB-	104.50	3.72	0.96	Выпуск интересен для buy&hold с учетом короткой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ / Ba1 / -	106.57	5.86	4.77	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию к сраршему выпуску GPBRU'17 около 130 бп и имеет потенциал сужения спреда на уровне 50 бп
RSHB'21 (sub)	- / Baa2 / BBB-	102.01	5.22	2.64	Очень широкая премия около 250 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHRU'18	BB- / - / В+	95.63	9.12	3.95	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спрэдом около 600 бп к суверенной кривой и предлагая не менее 120 бп к бумагам Альянс Ойл, что, на наш взгляд, выглядит избыточно.
FESHRU'20		96.05	9.53	5.10	
EVRAZ'17	В+ / B1 / BB-	101.57	6.91	3.28	Спрэды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 50 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения

Примечание:

23.04.2013 исключен выпуск ВКМОСЦ'17 (sub). С момента включения в список рекомендованных бумаг в декабре 2012 г. выпуск подорожал более чем на 200 бп, сузив спрэд к старшим выпускам материнского ВТБ до 80 бп, и, на наш, взгляд, уже в значительной мере отыграл свой потенциал ценового роста. В то же время, в список рекомендованных бумаг включен субординированный выпуск RSHB'21 (YTW 4.7/D 2.82), предлагающий достаточно щедрую премию к собственным старшим выпускам.

19.03.2013 исключен выпуск О'Кей, 02. С момента включения в список рекомендованных бумаг в середине января выпуск продемонстрировал неплохую динамику котировок, подорожав примерно на 100 бп, и не исчерпал полностью весь потенциал ценового роста. Вместе с тем, вышедшие на вторичные торги дебютные выпуски Ленты (S&P: В+/Стабильный) предлагают лучшую доходность по сравнению с бумагами О'Кей (Fitch: В+/Стабильный) при сопоставимой дюрации, при этом Лента, на наш взгляд, характеризуется более сильным кредитным профилем, а ее бумаги обладают более высоким потенциалом сужения спреда к бенчмарку - выпуску X5 Финанс БО-01. В связи с этим, мы исключили из перечня торговых идей выпуск О'Кей, 02, заменив его на выпуски Лента, 01-03.

05.03.2013 исключен выпуск Промсвязьбанк, БО-7. С конца декабря прошлого года выпуск подорожал примерно на 150 бп (спрэд к ОФЗ сузился на 50-60 бп), что ограничивает потенциал дальнейшего роста котировок с учетом относительно короткой дюрации бумаг. В качестве более доходной альтернативы бумагам Промсвязьбанка рекомендуем обратить внимание на новые выпуски Русский Стандарт, БО-03/БО-04.

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Андрей Пашкевич	a.pashkevich@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2013 Банк ЗЕНИТ.