

## Пульс рынка

---

- **Бонды GEM остаются под давлением продавцов.** По результатам завершившегося пленума компартии Китая никаких деталей экономической реформы объявлено не было, что не добавило инвесторам оптимизма. Несмотря на стабилизацию базовых активов (10-летние UST откатились на отметку YTM 2,75%), доходности на долговых рынках GEM продолжили рост. Длинные бонды Russia 42 вчера подешевели еще на 1 п.п. до 99% от номинала (при этом G-спред расширился до 190 б.п., что на 15 б.п. выше, чем было в середине октября). Сегодня влияние на рынки может оказать выступление Б. Бернанке перед учителями в Вашингтоне. До завтрашнего слушания Дж. Йеллен в Сенате США финансовые рынки, скорее всего, останутся в "боковике".
- **ВВП ростом не вышел.** Согласно предварительным данным Росстата, в 3 кв. рост ВВП составил те же 1,2%, что и во 2 кв., что значительно ниже, чем в 1П 2013 г., когда экономика росла на 1,4%. Несмотря на то, что ВВП продемонстрировал очень низкие показатели, неожиданными их назвать нельзя: на сохранение слабой динамики указывали результаты основных компонент ВВП за последние месяцы, а также озвученные недавно оценки МЭР. Падение инвестиций в 3 кв. продолжилось, но не усилилось, не наблюдалось и замедления темпов роста оборота розничной торговли. Это говорит о том, что среди причин, по которым показателю ВВП не удалось улучшить результаты в 3 кв., наиболее явной было падение промышленного производства (-0,1% против 0,3% во 2 кв.), а также, по всей видимости, ухудшение состояния чистого экспорта. Сложившаяся динамика лишь подтверждает наши опасения относительно того, что рост ВВП по итогам 2013 г. едва ли составит прогнозируемые МЭР 1,8%. На этом фоне мы приняли решение снизить наш прогноз по ВВП на 2013 г. до 1,5% (против 2% ранее).
- **Рублю тесно в прежних границах.** Рубль продолжает падение ускоряющимися темпами. Так, вчера стоимость бивалютной корзины подскочила до 2-мес. максимума в 37,97 руб. На прошлой неделе одной из причин ослабления рубля было значительное снижение цен на нефть. Однако, учитывая их восстановление в начале этой недели, нынешнее ослабление курса мы в основном склонны связывать с тем, что национальная валюта продолжает отыгрывать новости из США. Курс рубля к бивалютной корзине уже продвинулся достаточно далеко в диапазон (сейчас 37,5-38,5 руб.), где ЦБ продает по 200 млн долл. в день (покупки валюты на открытом рынке Казначейством приостановились, и ЦБ соответствующим образом скорректировал объемы интервенций в сторону увеличения). Возобновление интервенций ЦБ привело к новому сдвигу вверх границ валютного коридора на 5 копеек 11 ноября (до 32,45-39,45 руб.). Мы полагаем, что при текущей интенсивности ослабления рубля следующий сдвиг может произойти в ближайшее время.
- **Теле2 Россия: насыщение.** Вчера Теле2 Россия опубликовала результаты за 9 мес. 2013 г. Рост выручки в 3 кв. впервые оказался ниже 10% г./г. (9,7% г./г.) из-за более низких темпов увеличения абонентской базы (+6% г./г.), однако это по-прежнему выше, чем у конкурентов из Большой Тройки. Рентабельность по EBITDA несколько выросла по сравнению с 3 кв. 2012 г. – 37,6% против 37,4% год назад. По нашему мнению, насыщение рынка голосовых услуг делает все более предпочтительным объединение компании с сотовыми активами Ростелекома, имеющего лицензии 3G и 4G. Находящиеся в обращении облигации Теле2 Россия неликвидны. Среди рублевых бумаг телекоммуникационного сектора наиболее привлекательными являются евробонды VIP 18 (YTM 8,8% = ОФЗ + 195 б.п.), которые все еще предлагают премию к локальным выпускам.

## Темы выпуска

---

- Размещение ОФЗ вновь под вопросом
  - РУСАЛ: основная ставка на дивиденды НорНикеля
  - Газпром нефть: на дороге роста эффективности
  - Ритейлер X5 выгодно закупился
-

## Размещение ОФЗ вновь под вопросом

В ответ на неблагоприятную конъюнктуру рынка Минфин вновь ограничился предложением ОФЗ в среднесрочном сегменте кривой объемом 25 млрд руб. Ориентир по 2,5-летнему выпуску ОФЗ 25082, озвученный в пределах УТМ 6,45-6,50%, хоть и предполагает определенную премию по верхней границе (исходя из последних сделок вчера), но выглядит неинтересным в сравнении со ставками денежного рынка (ставки МБК, РЕПО находятся в пределах 5,75-6,0% годовых).

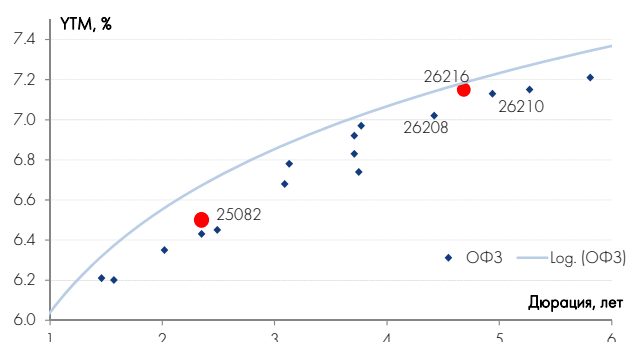
### Спекулятивного интереса для участия в аукционах нет

Как показал аукцион в среду на прошлой неделе, когда нерезиденты в основном сокращали свои позиции в ОФЗ, короткие бумаги 25082 не пользуются спросом и со стороны локальных участников: из предложенных 10 млрд руб. размещено 1,4 млрд руб. с УТМ 6,43%. Отметим, что за последнюю неделю ситуация ухудшилась: по причине роста доходностей базовых активов (10-летние UST вновь превысили отметку УТМ 2,75%) и ослабления рубля (корзина укрепилась на 60 копеек) рынок ОФЗ продемонстрировал заметную коррекцию (так, доходность длинных 26212 поднялась на 20 б.п. до УТМ 7,91%). Ориентир по новому 5,5-летнему выпуску 26216, который располагается по дюрации между ОФЗ 26208 (УТМ 7,09%) и ОФЗ 26210 (УТМ 7,14%), объявлен в диапазоне УТМ 7,10-7,15% и, по нашему мнению, предполагает весьма скромную премию (4 б.п. по верхней границе) для дебютных бумаг. Мы считаем, что спекулятивный интерес для участия в аукционе отсутствует, при этом Минфину удастся реализовать лишь небольшой объем.

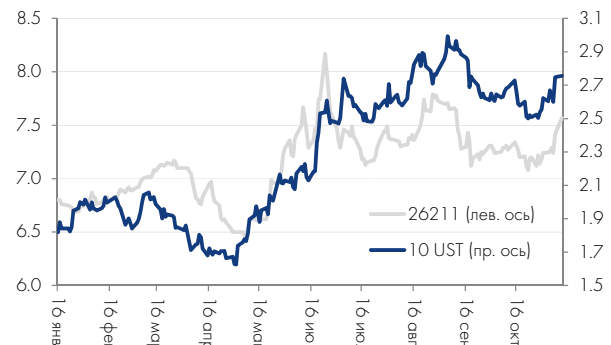
### Длинные ОФЗ выглядят перепроданными в сравнении с UST

В то же время, по нашему мнению, длинные ОФЗ слишком резко отреагировали на произошедший в начале этой недели скачок доходностей 10-летних UST. Так, в предыдущий раз (август-сентябрь), когда 10-летние UST были на отметке УТМ 2,75%, ОФЗ 26211 находились около УТМ 7,3-7,5%. Как следствие в ближайшее время может произойти отскок длинных ОФЗ на более высокие ценовые уровни.

### Кривая доходностей ОФЗ



### Динамика 10-летних ОФЗ и UST



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

## РУСАЛ: основная ставка на дивиденды НорНикеля

### Отчетность отражает сохранение негативных тенденций на рынке алюминия

Отчетность компании по МСФО за 3 кв. 2013 г. свидетельствует о сохранении негативных тенденций на рынке алюминия. Из-за снижения цен на металл (на LME - на 3% кв./кв. до 1,78 тыс. долл./т) показатель EBITDA упал еще на 25% (-29% кв./кв. во 2 кв. 2013 г.) до 130 млн долл., при этом рентабельность по EBITDA составила всего 5,3%, несмотря на то, что компании удалось снизить денежную себестоимость (cash cost) производства алюминия на 2% кв./кв. до 1872 долл./т. По итогам 3 кв. операционный убыток составил 39 млн долл. Долговая нагрузка продолжила расти - с 12,8x по итогам 2 кв. 2013 г. до 13,1x в терминах Чистый долг/LTM EBITDA, что свидетельствует о высоком кредитном риске.

### Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	2 432	2 521	-3%	7 635	8 267	-8%
Валовая прибыль	305	325	-6%	1 062	1 226	-13%

Валовая рентабельность	12,5%	12,9%	-0,4 п.п.	13,9%	14,8%	-0,9 п.п.
ЕБИТДА	130	174	-25%	550	694	-21%
Рентабельность по ЕБИТДА	5,3%	6,9%	-1,6 п.п.	7,2%	8,4%	-1,2 п.п.
Чистый убыток	-172	-458	-	-611	-117	-
Операционный поток	81	172	-2,1x	337	909	-2,7x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-119	1 040	-	833	-24	-
Капвложения	-156	-109	+43%	-373	-353	+6%
Финансовый поток	-71	-929	-13,1x	-1 198	-627	+1,9x
в млн долл., если не указано иное		30 сент. 2013		30 июня 2013		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 605		10 448		+1%	
Краткосрочный долг	1 603		1 380		+16%	
Долгосрочный долг	9 002		9 068		-1%	
Чистый долг	10 142		9 882		+3%	
Чистый долг/ ЕБИТДА LTM*	13,1x		12,8x		-	

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Выручка сокращалась из-за снижения цен и объемов реализации

Сокращение выручки на 3,5% кв./кв. до 2,4 млрд долл. стало следствием снижения как средних цен реализации (-3,4% кв./кв. до 2 078 долл./т), так и объемов продаж (-3,5% кв./кв. до 969 тыс. т). Премия РУСАЛа к цене на LME за квартал не изменилась и составила 272 долл./т. Компании удалось снизить себестоимость производства лишь на 2% кв./кв., главным образом, за счет более низких затрат на электроэнергию (-10% кв./кв.), в том числе из-за ослабления рубля. Также позитивное влияние на операционный поток оказало снижение расходов на персонал (на 7% кв./кв.) за счет программы сокращения неэффективных мощностей.

### Маржу ЕБИТДА не удалось сохранить за счет снижения себестоимости

В ответ на негативную конъюнктуру РУСАЛ сокращает производственные мощности: до конца этого года - на 8% до 3,8 млн т, в 2014 г. - еще на 8% до 3,5 млн т. Данная мера направлена не столько на оптимизацию себестоимости производства, сколько на поддержание цен на рынке алюминия. Экономия уже составила 40 долл./т. Напомним, что влияние закрытия ряда заводов больше проявится на уровне капитальных вложений, которые на 80% формируются из затрат на поддержание действующих мощностей.

### Компания ожидает роста потребления алюминия и сохранения премий к цене на LME в ближайший год

РУСАЛ ожидает роста потребления алюминия на 6% ежегодно (по крайней мере, до 2015 г.), возлагая надежды на продолжающееся восстановление экономики США и стимулирование внутреннего спроса в Китае (дополнительную поддержку окажет закрытие там убыточных мощностей). Также менеджмент прогнозирует, что в ближайшие 6-12 мес. премия компании за поставляемый алюминий не претерпит существенных изменений, несмотря на новую товарную политику LME (которая направлена на сокращение очереди ожидания, что приведет к ограничению премий), в связи с наблюдаемым в настоящее время высоким спросом со стороны США, стран Европы.

### Операционный поток снизился существенно и не покрывает процентные платежи

Операционный денежный поток РУСАЛа в 3 кв. 2013 г. снизился более чем вдвое до 81 млн долл. (до уровня 1 кв. 2013 г.) даже при высвобождении средств из оборотного капитала в объеме 31 млн долл. Стоит отметить, что денежные средства, полученные от операционной деятельности за 9М 2013 г. (337 млн долл.), оказались меньше размера процентных платежей по долгу (472 млн долл.). Таким образом, РУСАЛ фактически не в состоянии выполнять свои финансовые обязательства за счет операционной деятельности. В 3 кв. частично для финансирования капвложений (156 млн долл.) и обслуживания долга были использованы накопленные денежные средства, которые сократились на 103 млн долл. до 463 млн долл.

### В планах снижение долговой нагрузки за счет дивидендов НорНикеля

По-прежнему открытым для компании остается вопрос рефинансирования долга: в 2014 г. предстоит погасить 1,5 млрд долл., пик погашений (6,1 млрд долл.) приходится на 2016 г. По данным менеджмента, компания планирует снижать долговую нагрузку за счет будущих дивидендных выплат НорНикеля. По оценкам РУСАЛа, компания рассчитывает получить как минимум 3 млрд долл. за 2014-2016 гг. Отметим, что в 2013 г., по информации СМИ, Советом директоров НорНикеля было рекомендовано выплатить ~1,1 млрд долл. в качестве промежуточных дивидендов за 9М 2013 г. В целом же соглашение с НорНикелем

### Потенциал для ценового роста отсутствует

предусматривает выплату дивидендов в размере 50% от EBITDA по МСФО, или не менее 2 млрд долл. ежегодно (доля РУСАЛа - 556 млн долл.).

По выпуску РУСАЛ-7 номиналом 15 млрд руб. предстоит оферта в начале марта 2014 г. Судя по котировкам на уровне 94% от номинала, что соответствует YTP 31%, у инвесторов нет уверенности в том, что эмитент будет в состоянии исполнить оферту. Более длинные облигации РУСАЛ-8 котируются около 81% от номинала (YTP 27% @ апрель 2015 г.).

Мы считаем, что облигации эмитента не имеют потенциала для ценового роста ввиду отсутствия улучшений в его кредитном профиле, который по-прежнему характеризуется высокой долговой нагрузкой (операционного потока не хватает для осуществления процентных платежей).

## Газпром нефть: на дороге роста эффективности

### Долговая нагрузка по-прежнему минимальна – 0,48x

Газпром нефть (BBB-/Ваа3/BBB) опубликовала сильные финансовые результаты за 3 кв. 2013 г. по МСФО. Компания все еще испытывает небольшие трудности с закупкой сырой нефти после прекращения поставок ТНК-ВР на Омский НПЗ, но это не помешало существенно увеличить рентабельность как в сегменте переработки, так и добычи. Конечно, основным фактором роста стала благоприятная конъюнктура рынка, но стоит отметить, что менеджмент компании, по нашему мнению, максимально старается оптимизировать структуру продаж. Перерабатывающий сегмент остается основным драйвером роста Газпром нефти. Уровень долговой нагрузки в отношениях Чистый Долг/EBITDA составил лишь 0,48x, что является одним из самых низких показателей в отрасли.

### Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	402 312	359 080	+12%	1 117 346	1 123 829	-1%
Операционная прибыль	70 743	49 090	+44%	171 141	154 023	+11%
Операционная рентабельность	17,6%	13,7%	+3,9 п.п.	15,3%	13,7%	+1,6 п.п.
ЕБИТДА	90 916	68 224	+33%	171 141	197 462	-13%
Рентабельность по ЕБИТДА	22,6%	19,0%	+3,6 п.п.	15,3%	17,6%	-2,3 п.п.
Чистая прибыль	60 662	39 950	+52%	141 139	140 772	0%
Чистая рентабельность	15,1%	11,1%	+4,0 п.п.	12,6%	12,5%	+0,1 п.п.
Операционный поток	94 027	81 957	+15%	219 912	165 819	+33%
Инвестиционный поток	-72 068	-63 763	+13%	-172 619	-111 172	+55%
Финансовый поток	-50 283	6 658	-	-59 889	-9 404	+6,4x

в млн руб., если не указано иное	30 сен. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	243 234	245 660	-1%
Краткосрочный долг	47 401	37 006	+28%
Долгосрочный долг	195 833	208 654	-6%
Чистый долг	143 716	133 785	+7%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,48x	0,47x	-

ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Добыча восстанавливается после падения в 1 кв.

Газпром нефть продолжает улучшать свои производственные показатели в секторе добычи углеводородов после падения показателей в 1 кв. 2013 г. Так, среднесуточная общая добыча нефти (с учетом аффилированных предприятий) увеличилась на 1,5% кв./кв., а собственная добыча возросла на 2% кв./кв. до 852 тыс. барр./сутки. Рост наблюдается как на новых месторождениях, так и в регионах зрелых участков. В 3 кв. 2013 г. на консолидируемых активах (без учета пропорционально консолидируемых предприятий) было введено 224 новые

скважины (+21% кв./кв.), и компания продолжает наращивать бурение (+4,5% кв./кв.). Мы полагаем, что Газпром нефти удастся стабилизировать добычу нефти за счет увеличения объемов бурения и разработки новых месторождений. При этом краткосрочный рост может быть обеспечен за счет газовых месторождений. На телефонной конференции менеджмент компании не представил детальных планов по добыче на 2014 г., но отметил, что планируется, как минимум, сохранить достигнутый уровень добычи углеводородов.

**Переработка стабильна после прекращения поставок нефти ТНК-ВР...**

Стабильна ситуация и в секторе переработки: суммарный объем производства нефтепродуктов составил 10,35 млн тонн, что лишь на 0,3% выше уровня предыдущего квартала. Но стоит отметить сокращение на 6% кв./кв. объемов переработки нефти на Омском НПЗ, который зависел от поставок сырой нефти ТНК-ВР. Напомним, что во 2 кв. 2013 г. ТНК-ВР прекратила поставки сырой нефти на Омский завод Газпром нефти по инициативе Роснефти. Объемы закупок сырой нефти у сторонних производителей остаются на относительно низких уровнях - 1,16 млн тонн (+0,9% кв./кв.). На телефонной конференции менеджментом было подтверждено, что на внутреннем рынке наблюдается дефицит сырой нефти, но ситуация не критична.

**... компания даже увеличивает объем продаж нефтепродуктов**

Напомним, что во 2 кв. 2013 г. для обеспечения заводов собственной нефтью компания сократила экспорт нефти на 11% кв./кв., а суммарные продажи упали на 9,4% кв./кв. В 3 кв. 2013 г. объемы реализации возросли на 3,7% кв./кв., а экспорт сократился лишь на 3% кв./кв. Мы полагаем, что не стоит ожидать дальнейшего снижения экспорта, так как компания больше не испытывает существенных трудностей с закупками дополнительной нефти для обеспечения загрузки собственных НПЗ. В результате, в 3 кв. 2013 г. Газпром нефти удалось увеличить выручку от продаж нефти на 30% кв./кв., но преимущественно за счет роста экспортного netback (+10% кв./кв. в долларовом выражении) и увеличения внутренних цен на нефть (+11% кв./кв. в долларовом выражении). Но основным фактором роста показателей компании остается сектор переработки: выручка от продаж нефтепродуктов увеличилась на 15% кв./кв. до 286 млрд руб., что составляет 82% от доходов компании. Рост был обеспечен как увеличением цен, так и ростом объемов реализации на 5,5% кв./кв. Стоит отметить позитивное влияние ослабления рубля к доллару на 3,8% кв./кв. до 32,8 руб./долл.

**Существенный рост рентабельности на фоне благоприятной конъюнктуры**

Рост мировых цен на нефть в 3 кв. позволил Газпром нефти существенно увеличить рентабельность кв./кв. экспорта сырой нефти, а увеличение стоимости нефтепродуктов на внутреннем рынке стало основным драйвером роста рентабельности как в этом сегменте, так и компании в целом. Этот показатель по EBITDA увеличился с 19% до 22,6%, а EBITDA/баррель собственной добычи нефти возрос на 25% кв./кв. до 35,4 долл./барр., на что повлияло, в том числе, сокращение транспортных расходов на 6,7% кв./кв. до 24,2 млрд руб. Несмотря на благоприятные внешние факторы, мы считаем, что сильные показатели в 3 кв. достигнуты, кроме прочего, за счет действий менеджмента по перераспределению потоков нефти и нефтепродуктов.

**План по капвложениям, вероятно, не будет выполнен**

По итогам 3 кв. 2013 г. чистый операционный денежный поток увеличился на 15% кв./кв. до 94 млрд руб., в том числе за счет сокращения рабочего капитала на 9,7 млрд руб. При этом свободный денежный поток вырос на 49% кв./кв., так как капитальные вложения компании сократились на 3% кв./кв. В итоге за 9 мес. 2013 г. Газпром нефть инвестировала в основные средства 142,4 млрд руб., что составляет лишь 60% от первоначального плана в 7,4-7,5 млрд долл. Несмотря на то, что на телеконференции менеджмент подтвердил план по капитальным вложениям, мы считаем, что по итогам 2013 г. сумма капитальных затрат будет несколько ниже, но, так или иначе, компания сможет полностью профинансировать их за счет собственного денежного потока.

**Вероятен рост долговой нагрузки в будущие годы**

Мы ожидаем роста капвложений Газпром нефти и увеличения долговой нагрузки в следующие годы. На данный момент компания имеет большой запас прочности и потенциал для привлечения займов для финансирования своей инвестиционной программы.

**Облигации Газпром нефти дороги, более интересные варианты есть на первичном**

Рублевые облигации Газпром нефти имеют невысокую ликвидность и котируются со спредом к суверенной кривой в размере 100-110 б.п., что соответствует минимальной границе диапазона доходностей квазисуверенных бумаг 1-го эшелона. Лучшей альтернативой, на наш взгляд, являются краткосрочные облигации государственных финансовых организаций, а также

## рынке

размещаемые 3-летние облигации РЖД-30 с ориентиром YTP 7,74-7,9% (=ОФЗ + 119-135 б.п.). Еврооблигации SIBNEFT 22 неинтересны для покупки: сейчас котируются на кривой Газпрома (справедливая, по нашему мнению, премия должна быть не менее 25 б.п.). Сегодня Газпром нефть начала маркетинг нового выпуска евробондов.

## Ритейлер X5 выгодно закупился

## Розничные продажи остаются слабыми

Вчера ритейлер X5 представил финансовые результаты по МСФО за 3 квартал 2013 года. Ранее опубликованные операционные результаты не предвещали положительных сюрпризов. По итогам 3 кв. темпы роста чистой розничной выручки ритейлера в рублевом выражении продолжили замедляться и по итогам 9 мес. составили лишь 7,5% г./г. Это вынудило компанию понизить свой прогноз роста выручки за 2013 год до 8% с 11%. Кроме того, в 3 кв. 13 магазины X5 продолжили демонстрировать негативную динамику сопоставимых продаж. По итогам 9 мес. они снизились на 0,6%, отток покупателей из дискаунтеров (на долю этого формата приходится более 65% выручки X5) составил 5,2% год к году, а в формате супермаркет (около 21% выручки) -2,8% год к году. В результате, слабая динамика продаж компании (рост на уровне близком к темпам продовольственной инфляции) ставит под угрозу устойчивость показателей рентабельности, которые могут оказаться под существенным давлением растущих операционных издержек (ряд статей растет темпами существенно превышающими инфляцию).

## Финансовые результаты за 3 кв. 2013 г. принесли положительный сюрприз

Тем не менее, финансовые результаты за 3 кв. порадовали ростом валовой маржи, которая увеличилась до 25,1% с 23,6% во 2 кв. 2013 г., что близко к историческим максимумам 2008 г. Компания объясняет рост валовой маржи улучшением закупочных условий у поставщиков (мы обращаем внимание на одновременное существенное снижение уровня кредиторской задолженности, что может означать, что ритейлер получил более выгодные условия закупок за счет сокращения дней отсрочки платежей поставщикам). Общие, коммерческие и административные издержки компании не показали значительного роста по отношению к выручке (21,5% в 3 кв. 2013 г. по сравнению с 21,3% в 3 кв. 2012 г.) несмотря на существенное увеличение арендных платежей в результате повышения доли арендных площадей до почти 56% (по сравнению с 54% на сентябрь 2012 г.). Это благоприятно отразилось на операционной рентабельности ритейлера, которая повысилась до 4,7% (по сравнению с 2,7% в 3 кв. 2012 г. и 4,3% во 2 кв. 2013 г.) и рентабельности по EBITDA, которая достигла 7,4%. Текущий годовой прогноз компании по EBITDA марже составляет «более 7%».

Принимая во внимание, что в настоящее время X5 проводит значительные операционные преобразования (модернизация магазинов, изменения в системе логистики, управления и др.), мы полагаем, что финансовые показатели компании в ближайшие кварталы будут оставаться волатильными.

## Ключевые финансовые показатели X5

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	3 кв. 2012	изм.	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.
Выручка	3 771	3 617	+4%	4 222	3 988	+6%
Валовая прибыль	945	825	+15%	998	910	+10%
Валовая рентабельность	25,1%	22,8%	+2,3 п.п.	23,6%	22,8%	+0,8 п.п.
EBITDA	280	220	+27%	291	280	+4%
Рентабельность по EBITDA	7,4%	6,1%	+1,3 п.п.	6,9%	7,0%	-0,1 п.п.
Чистая прибыль (*)	70	12	+4,8x	74	69	+7%
Операционный поток	104	131	-21%	49	69	-28%
Инвестиционный поток, в т.ч.	159	195	-18%	152	195	-22%
Капвложения	161	188	-15%	145	147	-2%
Финансовый поток	-51	113	-	95	126	-25%
в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2013			30 июня 2013		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 752			3 757		0%

Краткосрочный долг	1 369	1 681	-1%
Долгосрочный долг	2 383	2 076	+15%
Чистый долг	3 635	3 536	+3%
Чистый долг/ЕБИТДА (*)	3,1x	3,2x	-

\* Долг и ЕБИТДА в рублевом выражении

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Доля краткосрочного долга понизилась до 36% портфеля с 45%, долговая нагрузка Чистый долг / ЕБИТДА составляет 3,1x**

**Конференц-звонок с аналитиками назначен на 14 ноября**

По итогам 3 кв. операционный денежный поток Х5 снизился на 21% г./г. из-за негативных изменений в оборотном капитале, преимущественно из-за снижения уровня кредиторской задолженности, что может быть связано с изменением компанией закупочных условий у поставщиков - получением лучшей закупочной цены в обмен на сокращение срока отсрочки платежей. При этом инвестиционный денежный поток Х5 в 3 кв. ожидаемо сократился на 19% год к году из-за существенно более медленных темпов открытий новых магазинов в этом году. Ранее Х5 подтверждала план инвестиций на 2013 год в размере около 30 млрд руб., из которого за 9 мес. 2013 г. было освоено около 14 млрд руб.

Общий долг Х5 по состоянию на конец сентября 2013 г. практически не изменился и составил 3,8 млрд долларов (100% долга компании номинировано в рублях; эффективная ставка процента по долговому портфелю за 9 мес. 2013 года составила 8,7% против 8,5% за аналогичный период прошлого года). Доля краткосрочного долга снизилась до 36%. В начале августа Х5 привлекла клубный кредит на 15 млрд рублей (около 454 млн долларов) на рефинансирование долга, а также разместила рублевые облигации объемом 44 млрд рублей. На конец сентября отношение Чистый Долг/ЕБИТДА составило 3,1x, при этом целевой уровень компании по итогам года составляет «не более 3,5x». Х5 имеет доступ к кредитным линиям в размере 2,7 млрд долларов от крупнейших российских и иностранных банков. Стоит отметить, что после отчетной даты, в октябре, ритейлер успешно разместил рублевые облигации объемом 5 млрд руб.

Х5 проведет телефонную конференцию с аналитиками 14 ноября. Мы рассчитываем получить от компании комментарии относительно предварительных результатов продаж в октябре и динамике покупательского потока.

Недавно размещенные 3-летние Х5 БО-3 с УТМ 9,05% котируются около номинала. По нашему мнению, доходность бумаг выглядит справедливо в сравнении с выпусками Лента-3 (УТМ 8,8% @ март 2016 г.) и О'Кей БО-4 (УТМ 9,1% @ октября 2016 г.). Отметим, что полученные средства Х5 может направить как на рефинансирование краткосрочного долга, так и на развитие сети.

## 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

## 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	

## 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 Кенякин		(+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.