

Пульс рынка

- **Доходности безрисковых активов обновили исторические минимумы.** По-видимому, других идей, кроме как продавать риск, сейчас на рынке нет: доходности 10-летних UST опустились на 7 б.п. до YTM 1,7% (что является историческим минимумом), индексы акций завершили день снижением на 1-1,5%. Курс евро упал до отметки 1,2667 долл. С технической точки зрения, преодоление уровня поддержки 1,257 долл. создает предпосылки для провала на отметку 1,20 долл. Доходность 10-летних BUNDS снизилась на 5 б.п. до 1,41%. Агентство Fitch отреагировало на политическую нестабильность Греции (которая повышает вероятность ее выхода из еврозоны), снизив кредитный рейтинг страны с В- до "мусорного" уровня CCC. Также Moody's снизило рейтинг 16 испанским банкам (в частности, рейтинг Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria был снижен на 3 ступени до А3), сославшись на рецессию в экономике. По данным FT, банки Испании уже испытывают проблемы от бегства вкладчиков, что вызвано опасениями развития ситуации в стране по греческому сценарию, который в конечном итоге может привести к введению в обращение национальной валюты. Из новостей меньшей важности стоит отметить высокий спрос на акции Facebook, а также возможные будущие убытки от торговых операций JP Morgan (общий объем риска составляет 100 млрд долл.) в дополнение к уже озвученным 2 млрд долл.
- **Американская статистика не добавила позитива.** В этот раз макроданные из США оказались заметно хуже ожиданий: значение индекса деловой активности ушло в отрицательную зону (-5,8) в мае, что отражает снижение промышленных заказов. Однако учитывая волатильность этого индекса, опубликованные цифры могут иметь характер статистического выброса, и в следующем периоде может последовать сильный отскок. Немного хуже консенсус-прогнозов оказались число новых обращений за пособиями по безработице и опережающие индикаторы. Усилившиеся ожидания того, что ФРС США придется запустить количественное смягчение, на наш взгляд, преувеличены: в преддверии президентских выборов регулятор, скорее всего, займет выжидательную позицию.
- **Сегодня давление продавцов на рублевые облигации усилится** после небольшого отскока в некоторых бумагах (в частности, ОФЗ 26206 и 25079), который был обусловлен, скорее всего, фиксацией прибыли по коротким позициям. Дешевеющая нефть Brent, потерявшая вчера 1 долл. (опустилась до 106,5 долл./барр.), а также ослабление рубля, которое привело к росту бивалютной корзины на 35 копеек до 35,2 руб., сегодня усилят распродажи на рынке рублевых облигаций. Мы сохраняем рекомендацию продавать длинные рублевые облигации (прежде всего, ОФЗ) в ожидании существенной ценовой просадки. В частности, мы оцениваем справедливый спред 10-летних ОФЗ к ставкам о/п РЕПО не ниже 350 б.п., что транслируется в YTM 9,5%. Мы по-прежнему считаем, что продажи валюты экспортерами в период налоговых платежей (21-28 мая) не остановит ослабление рубля, которое может продолжиться как минимум до 35,65 руб. - верхней границы подкоридора, где ЦБ не производит интервенций, а спекулятивная игра против рубля еще больше усилит напряженность на денежном рынке.

Темы выпуска

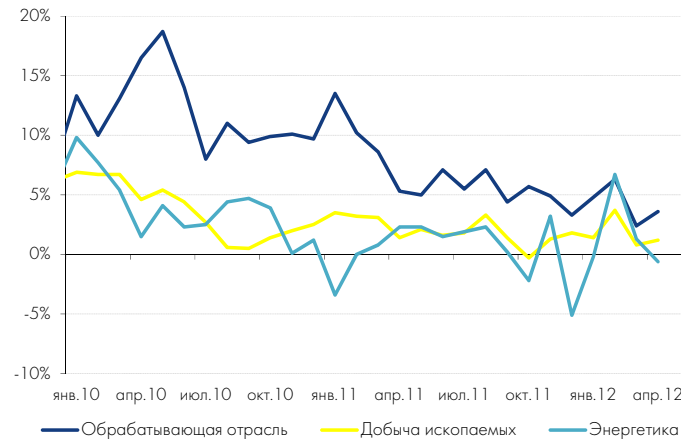
- Промпроизводство продолжает сбавлять обороты
 - НЛМК: факторов для снижения долговой нагрузки пока нет
 - АЛРОСА: временное ухудшение?
 - Транснефть: в трубе положительный поток
 - X5 Retail Group: на пороге повышения долговой нагрузки
-

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

В апреле замедление роста промышленности продолжилось

Опубликованные вчера данные Росстата свидетельствуют о сохранении тенденции замедления промышленности в апреле 2012 г. Так, после роста в 4% в 1 кв. 2012 г. за минувший месяц промышленность в годовом выражении выросла только на 1,3%, что, в частности, предполагает двукратное замедление по отношению к марту. Отметим, что и сезонно скорректированные данные фиксируют лишь символический рост в сравнении с предыдущим месяцем - всего 0,1% м./м. против снижения на 1,2% в марте 2012 г.

Динамика основных отраслей промпроизводства, % год к году



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Наибольший вклад в сокращение темпов роста выпуска внесла энергетика

Основным источником замедления темпов роста совокупного показателя промышленного выпуска в апреле 2012 г. стало падение в производстве и распределении электроэнергетики, газа и воды - на 0,6% к аналогичному периоду 2011 г. и на 19,7% к марту. Ухудшение показателей энергетика, на наш взгляд, могло последовать за ростом среднемесячных температур, а также за снижением общей производственной активности и сокращением потребления электроэнергии в энергоемких отраслях. Несмотря на то, что рост обрабатывающих и добывающих производств в годовом выражении при этом даже несколько ускорился (до 3,6% г./г. и 1,2% г./г. по отношению к марту соответственно), его темпы по-прежнему уступают показателям 1 кв., хорошие результаты которого во многом были обусловлены ростом господдержки перед выборами.

Плохие результаты у экспортных и инвестиционных производств...

Согласно новой статистике из ключевых отраслей, формирующих показатель промышленного выпуска, к прежним темпам роста в апреле вернулась лишь металлургия, в то время как добыча полезных ископаемых, нефтепереработка и химия заметно сбавили обороты. В целом, сокращение темпов роста промышленности ожидаемо на фоне выхода большинства отраслей на докризисные уровни выпуска. По этой причине наш годовой прогноз по ВВП и без того подразумевает сокращение темпов роста до 3,7% в 2012 г. против 4% в 2011 г. Гораздо большее значение с точки зрения необходимости переоценки экономических рисков и пересмотра нашего текущего прогноза будет играть степень замедления производственной активности, судить о которой можно будет лишь по прошествии нескольких месяцев.

...динамика потребительских товаров улучшается

Негативный эффект текущих показателей промышленности на экономический рост видится нам умеренным, поскольку ослабление спроса прослеживается пока только среди инвестиционных производств (машины и оборудование, транспортные средства), в то время как потребительский спрос (который сейчас является основным источником роста ВВП), судя по статистике легкой, пищевой отрасли, и выпуску автомобилей, остается сильным.

ЦБ едва ли изменит параметры монетарной политики

Поскольку приоритеты ЦБ сейчас смещаются от экономических рисков к контролю над инфляцией и повышению эффективности процентной политики, изменение ключевых ставок с его стороны в ближайшее время видится нам маловероятным.

НЛМК: факторов для снижения долговой нагрузки пока нет

НЛМК (BBB-/Ваа3/BBB-) представил в целом нейтральные результаты за 1 кв. 2012 г. по US GAAP. Рост выручки был обусловлен увеличением объема продаж (на 9% кв./кв. до 3,9 млн т), компенсировавшим ценовую коррекцию на рынке стали (-5% кв./кв.). Рентабельность по EBITDA увеличилась кв./кв. на 2 п.п. до 14%. Долговая нагрузка продолжила расти: в абсолютном выражении чистый долг (с учетом краткосрочных финансовых вложений) увеличился на 183 млн долл., а в отношении к LTM EBITDA с 1,49x до 1,69x.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.
Выручка	3 094	3 053	+1%
EBITDA	432	371	+16%
Рентабельность по EBITDA	14,0%	12,2%	+1,8 п.п.
Чистая прибыль	174	124	+40%
Чистая рентабельность	5,6%	4,0%	+1,6 п.п.
Операционный поток	502	320	+57%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-123	-735	-6,0x
капитальные затраты	-358	-519	-31%
Финансовый поток	-183	354	-

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Краткосрочный долг	1 781	1 306	+36%
Долгосрочный долг	2 693	3 074	-12%
Совокупный долг	4 474	4 380	+2%
Долг/ LTM EBITDA*	2,13x	1,94x	-
Чистый долг/LTM EBITDA*	1,69x	1,49x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост объемов реализации компенсировала снижение цен

Некоторое улучшение рыночной конъюнктуры в Европе и США в 1 кв. привело к повышению продаж стали в этих странах на 17% и 16%, соответственно. По причине сезонного спада в строительстве доля продаж в РФ сократилась кв./кв. на 1 п.п. до 19%. Стоит отметить, что объем производства стали (+15% кв./кв. до 3,6 млн т) оказался ниже фактических продаж, что привело к сокращению запасов.

Произошло снижение удельной себестоимости

Позитивное влияние на рентабельность оказало увеличение продаж продукции с высокой добавленной стоимостью, в частности, холоднокатаного проката (+25% кв./кв.), толстолистового проката (20%) и метизов (35%). Также в 1 кв. произошло улучшение операционной эффективности, в основном, благодаря снижению цен на закупаемое сырье и увеличение использования в производстве собственного сырья и полуфабрикатов. Удельная себестоимость производства металлопродукции снизилась почти на 6% до 573 долл./т. Давление на рентабельность по-прежнему оказывает сегмент зарубежного проката, хотя операционный убыток сократился со 130 млн долл. до 63 млн долл.

Позитивные ожидания на 2 кв. Последствия кризиса в Европе проявятся в отчетности за 3 кв.

Во 2 кв. 2012 г. компания ожидает роста выручки на 10% (за счет повышения цен на сталь) и EBITDA на 30% (за счет снижения удельной себестоимости на 4-5%), что приведет к повышению рентабельности до 17-19%. Также ожидается выход в область положительных значений показателя EBITDA в сегменте зарубежного проката. Обострение европейского кризиса, по мнению менеджмента, окажет негативное влияние на показатели 3 кв. 2012 г. По его оценкам, в настоящее время производственные мощности в РФ загружены почти полностью, а в Европе - на 70-75%.

Высвобождение средств из оборотного капитала

Операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале увеличился на 35% кв./кв. до 350 млн долл. Приток средств из оборотного капитала составил 152 млн долл., превысив показатель 4 кв. 2011 г. (59 млн долл.), в том числе благодаря сокращению запасов. В отличие от предыдущего квартала чистого операционного денежного потока (502 млн долл., +57% кв./кв.) оказалось достаточно для финансирования капитальных затрат (357,5 млн долл., -31% кв./кв.).

Краткосрочный чистый долг заметно вырос

Сокращение краткосрочных инвестиций (на 239 млн долл.) позволило сократить долг (чистое погашение - 178 млн долл.), денежные средств на балансе увеличились на 129 млн долл. до 925 млн долл. Общий долг остался на уровне 3,5 млрд долл. (2,1x LTM EBITDA), при этом короткий долг - 1,8 млрд долл. (чистый короткий долг - 845 млн долл.). В 2012 г. предстоит погасить рублевые облигации БО-1 (@ декабрь) и БО-5 (@ октябрь) номиналом 15 млрд руб. (~500 млн долл.).

Кризис в Европе может затруднить финансирование CAPEX в 2012 г.

Капитальные инвестиции запланированы в 2012 г. в объеме 1,7 млрд долл. (на 20% ниже, чем в 2011 г.), из которых 20% затрат будет направлено на поддержание существующих мощностей, 52% - в стальной сегмент (строительство Калужского завода мощностью 1,5 млн т/г. с окончанием в 2012 г.), 20% - в горнодобывающий сегмент (расширение добывающих и обогатительных мощностей на Стойленском ГОКе). По нашим оценкам, операционного денежного потока будет достаточно для финансирования капзатрат и выплаты дивидендов (по итогам 2П 2011 г. будет выплачено ~145 млн долл.) лишь в случае, если Европе (на долю которой приходится 23% всей выручки) удастся избежать острого кризиса во 2П 2012 г. (что, по нашему мнению, маловероятно).

Торговых идей в бумагах нет

Наличие инвестиционных рейтингов позволяет НЛМК привлекать на долговых рынках ликвидность даже при весьма плохой рыночной конъюнктуре. Распродажа на рынке рублевых облигаций несильно ударила по котировкам биржевых облигаций НЛМК (по причине их короткой дюрации), при этом спред к кривой остался на уровне ~120 б.п. Мы не видим торговых идей в бумагах эмитента.

АЛРОСА: временное ухудшение?

АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), крупнейший в мире производитель алмазов, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и весь 2011 г. Хотя в целом динамика финансовых показателей за год оставляет позитивное впечатление, мы обращаем внимание на заметное их ухудшение в 4-м квартале в связи с падением спроса на алмазы. Кроме того, сейчас на первый план выходит рост краткосрочной долговой нагрузки компании в результате обратного выкупа газовых активов у ВТБ в марте 2012 г.

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	30 417	41 168	-26%	137 732	113 394	+21%
Валовая прибыль	11 589	25 356	-54%	78 218	46 216	+69%
Валовая рентабельность	38,1%	61,6%	-23,5 п.п.	56,8%	40,8%	+16,0 п.п.
ЕБИТДА	6 827	22 512	-70%	65 217	34 814	+87%
Рентабельность по ЕБИТДА	22,4%	54,7%	-32,3 п.п.	47,3%	30,7%	+16,6 п.п.
Чистая прибыль	-8 870	9 261	н/а	26 658	11 788	+2,3x
Чистая рентабельность	-29,1%	22,5%	н/а	19,4%	10,4%	+9,0 п.п.
Операционный денежный поток	9 160	17 398	-47%	49 182	37 800	+30%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-4 581	-5 051	-9%	-17 894	-9 767	+83%
капитальные затраты	-7 431	-5 253	+41%	-21 420	-11 968	+79%
Отток средств по финансовой деятельности	-15 300	-3 608	+4,2x	-23 002	-29 134	-21%
в млн руб., если не указано иное				31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Краткосрочный долг				20 024	33 102	-39%
Долгосрочный долг				75 529	74 381	+1%
Совокупный долг				95 553	107 483	-11%
Чистый долг				83 539	84 734	-1%
Чистый долг/LTM EBITDA*				1,3x	1,3x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Увеличение цены реализации позволило избежать более значительного падения выручки в 4 кв. 2011 г.	В 4 кв. 2011 г. АЛРОСА увеличила добычу алмазов на 20% кв./кв. до 8,3 млн карат. Однако в связи с падением спроса их продажи составили всего лишь 4,8 млн карат (-47% кв./кв.). Компании удалось частично компенсировать столь негативную динамику изменением структуры продаж (снижение доли аукционных продаж в пользу долгосрочных контрактов, доля которых выросла с 68% до 72% кв./кв., увеличение продаж алмазов более высокого качества). В результате средняя цена реализации выросла на 24% кв./кв. до 177,3 долл./карат.
Объемы добычи и продаж в 2012 г. будут сопоставимы	В 2012 г. компания не планирует наращивать объемы добычи по сравнению с 2011 г. (34,6 млн карат) при сопоставимых объемах продаж. В целом менеджмент достаточно оптимистично смотрит на перспективы компании в текущем году: по его оценкам, на данный момент квартальные объемы продаж и цены достигли уровня 3 кв. 2011 г. Структура продаж не должна претерпеть существенных изменений (долю долгосрочных контрактов планируется сохранить на стабильно высоком уровне - 68%).
Рост расходов на персонал оказал давление на прибыльность	В 4 кв. при снижении выручки себестоимость продаж увеличилась на 20% кв./кв. (без учета движения запасов в себестоимости - на 34% кв./кв.) из-за значительного роста расходов на персонал (+2,5х кв./кв. за счет планового увеличения вознаграждения сотрудников), а также двукратного роста транспортных расходов и платежей за услуги. Дополнительное давление на EBITDA оказало увеличение аналогичных статей в составе общих, административных и коммерческих расходов.
4 кв. 2011 г. закончен с убытком на операционном уровне из-за единоразовых списаний	Убыток по операционной деятельности в 4 кв. 2011 г. составил 3,6 млрд руб., на что во многом повлиял единоразовый убыток в 6,5 млрд руб. от безвозмездной передачи объектов социальной инфраструктуры (в основном, жилья, построенного в Якутии, в районах расположения производственных мощностей компании) муниципальным властям в декабре 2011 г.
В 4 кв. 2011 г. значительно сократился долг...	Хотя операционный денежный поток ощутимо снизился в 4 кв. (-47% кв./кв.), его было в целом достаточно для финансирования капзатрат. Накопленный запас ликвидности позволил компании сократить совокупный долг на 12 млрд руб.
...но ситуация изменилась уже в 1 кв. 2012 г.	Ситуация с долгом кардинально изменилась весной этого года в результате обратного выкупа 90%-участия в газовых активах у ВТБ, который был профинансирован выпуском 9-12-месячных еврокоммерческих бумаг ECP на 1,04 млрд долл. (30,3 млрд руб.). Оставшиеся 10% были приобретены у миноритариев за счет собственных средств (на 2,9 млрд руб.). В результате по состоянию на май 2012 г. общий долг компании составляет 119 млрд руб., или 1,8х EBITDA за 2011 г. Мы обращаем внимание на возросший объем краткосрочного долга (до конца 2012 г. компании необходимо погасить ~40 млрд руб.), что повышает риски рефинансирования при текущей волатильности на рынках капитала. Среди источников погашения краткосрочных обязательств менеджмент называет 1) средства от продажи контрольного пакета в газовых активах (в частности, по условиям действующего соглашения с Зарубежнефтью, последняя обязуется выкупить 25% до конца 1П 2012 г., остальные 25% - в течение года), 2) продажа 51% в проекте Тимир Евразу, 3) собственный свободный денежный поток. В ходе телеконференции менеджмент озвучил, что до конца 2012 г. планируется сократить общий долг до 2,7 млрд долл. (~81 млрд руб.), что, на наш взгляд, выполнимо только в случае продажи контрольного пакета в газовых активах в этом году.
Текущие планы рефинансирования зависят от волатильных источников	Мы обращаем внимание, что в части погашения краткосрочного долга АЛРОСА достаточно сильно зависит от внешних, не зависящих от компании факторов (в частности, сделка с Евразом по Тимиру оформляется уже достаточно продолжительное время, Зарубежнефть может расторгнуть соглашение по газовым активам). В качестве альтернативных источников рефинансирования менеджмент называет еще более волатильные рынки капитала (решение может быть принято не раньше осени). IPO не рассматривается в перспективе ближайшего года. Тем не менее, мы полагаем, что, в крайнем случае, компании вполне доступно финансирование от госбанков.
Капвложения в 2012 г. могут быть профинансированы из собственных средств	План капитальных вложений на 2012 г. был подтвержден на уровне 2011 г. (~21 млрд руб.), что, на наш взгляд, даже при неблагоприятном развитии событий, может быть профинансировано из операционных денежных потоков компании.

Разработка железорудного месторождения Тимир (совместно с Евразом) сейчас находится в стадии разработки документации. Инвестиции в проект в 2012 г. составят не более 1 млрд руб. В целом в связи с начальной стадией реализации проекта в ближайшие 3 года капвложения в него будут относительно невысокими.

Еще одним фактором роста долговой нагрузки (в терминах Чистый долг/ЕБИТДА) в 2012 г. станет выплата рекордных дивидендов (7,4 млрд руб.).

Бонды ALROSA 20
рекомендуем
продавать

На наш взгляд, обращающиеся рублевые выпуски выглядят неинтересно в силу их низкой ликвидности. Евробонды ALROSA 14 торгуются почти на одном уровне с более короткими бумагами SeverStal 14, при этом, по нашим оценкам, справедливый спред SeverStal14-ALROSA14, с фундаментальной точки зрения, должен находиться на уровне 30 б.п. Длинные бумаги ALROSA 20 также выглядят дорого, предлагая премию к более коротким бондам MTS 20 лишь в размере 25 б.п. Мы оцениваем справедливую премию ALROSA 20-MTS 20 выше 50 б.п.

Транснефть: в трубе положительный поток

Рентабельность по
ЕБИТДА возросла до
55,3%

Вчера Транснефть опубликовала финансовые результаты за 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем положительно. Рентабельность по показателю ЕБИТДА (без учета операций по реализации нефти в Китай) увеличилась с 53,4% в 2010 г. до 55,3%. В 4 кв. 2011 г. Транснефть продемонстрировала положительный свободный денежный поток в размере 19 млрд руб. Однако в целом по 2011 г. отрицательный денежный поток увеличился на 24% г./г. до 37,9 млрд руб. Общий долг вырос несущественно (+4% г./г.), однако из-за снижения денежных средств на балансе долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/ЕБИТДА увеличилась с 1,26х в 2010 г. до 1,58х в 2011 г.

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2011	4 кв. 2010	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	225 111	125 702	+79%	670 270	447 532	+50%
Операционная прибыль	48 464	48 122	+1%	212 422	166 923	+27%
Операционная рентабельность	21,5%	38,3%	-16,8 п.п.	31,7%	37,3%	-5,6 п.п.
ЕБИТДА	69 304	70 264	-1%	291 189	238 892	+22%
Рентабельность по ЕБИТДА	30,8%	55,9%	-25,1 п.п.	43,4%	53,4%	-9,9 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДА*	50,0%	55,9%	-5,9 п.п.	55,3%	53,4%	+1,9 п.п.
Чистая прибыль	35 090	35 069	0%	188 105	118 617	+59%
Чистая рентабельность	15,6%	27,9%	-12,3 п.п.	28,1%	26,5%	+1,6 п.п.
Операционный поток	62 376	56 522	+10%	171 611	194 465	-12%
Капвложения	43 393	64 137	-32%	209 526	225 119	-7%
Свободный денежный поток	18 983	-7 615	н/а	-37 915	-30 654	-24%
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011			30 сен. 2010		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	605 311			583 803		+4%
Краткосрочный долг	53 372			10 655		+5х
Долгосрочный долг	551 939			573 148		-4%
Чистый долг	459 765			300 150		+53%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,58х			1,26х		-

* без учета деятельности по реализации нефти в Китай

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки
опережает рост
тарифов за счет
реализации нефти в
Китай

Выручка в 2011 г. увеличилась на 50% г./г., что было главным образом обеспечено доходами от продажи сырой нефти в Китай в размере 143,6 млрд руб. Однако мы считаем, что данную выручку не стоит рассматривать как часть доходов от операционной деятельности компании, т.к. маржинальность реализации нефти в Китай минимальна и необходима как обеспечение по кредиту.

Выручка от транспортировки нефти опережает рост тарифов	Выручка же от услуг по транспортировке нефти увеличилась на 18% г./г. (до 455,7 млрд руб.) за счет увеличения среднего тарифа на 16,1% г./г. и роста объемов транспортировки, которые возросли на 1,3% г./г. до 471,7 млн т. С 1 ноября 2011 г. тариф на прокачку нефти был повышен на 5%. Средний удельный тариф Транснефти по-прежнему остается одним из самых низких в мире (на 1 февраля 2012 г. - 1,37 долл./100 ткм).
Транснефтепродукт сократил объем услуг из-за законодательных ограничений	Тариф на услуги Транснефтепродукта увеличился лишь на 4% г./г., а выручка от услуг по транспортировке нефтепродуктов возросла лишь на 1,5% г./г. из-за сокращения объемов прокачки. Начиная с 3 кв. 2011 г. Транснефть отказывалась в доступе к трубе компаниям-посредникам из-за нового законодательства. Еще одной причиной сокращения объемов прокачки стали ограничения по качеству топлива, принимаемого в трубу Транснефтепродукта.
Резервы по отпускам сократили рентабельность в 4 кв. 2011 г.	По нашим оценкам, рентабельность по EBITDA (без учета операций по реализации нефти в Китай) сократилась с 58,4% в 3 кв. 2011 г. до 50% в 4 кв. 2011 г. Слабая динамика в последнем квартале года была в первую очередь связана с резким ростом (+163% кв./кв.) расходов на персонал. По словам менеджмента, это связано с признанием дополнительных расходов и формированием резервов по отпускам в конце года. Мы полагаем, что такая динамика будет сохраняться в конце каждого года и в будущем. Однако в годовом выражении в 2011 г. Транснефть увеличила рентабельность по EBITDA (без учета операций по реализации нефти в Китай) на 1,9 п.п. до 55,3%.
Рост чистой прибыли в связи с продажей ПТП	В 2011 г. чистая прибыль увеличилась на 59% г./г., главным образом, за счет признания прибыли от сделки по продаже 100% Приморского торгового порта (29 млрд руб.).
Капитальные вложения сократились на 7% г./г.	Капитальные вложения оказались несколько ниже первоначально запланированного уровня и даже сократились в 2011 г. на 7% г./г., что мы связываем с завершением строительства нефтепровода БТС-2, который был запущен в коммерческую эксплуатацию в марте 2012 г. В 4 кв. 2011 г. капзатраты Транснефти снизились на 32,3% г./г. до 43,4 млрд руб.
FCF в положительной зоне в 4 кв. 2011 г.	Сокращение капитальных вложений в 4 кв. 2011 г. привело к тому, что Транснефти удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток в 19 млрд руб. Однако в целом за год из-за снижения денежного потока от операционной деятельности (на 12% г./г. из-за увеличения инвестиций в оборотный капитал (рост дебиторской задолженности и выплат по налогу на прибыль)), отрицательная величина свободного денежного потока увеличилась на 24% г./г., до 37,9 млрд руб. В 2012 г. свободный денежный поток, по ожиданиям компании, будет около нуля, но в положительной зоне.
Более 80% обязательств имеет срок погашения >5 лет	Отрицательный денежный поток в 2011 г. привел к сокращению накопленной наличности, что отразилось на долговой нагрузке: Чистый Долг/EBITDA вырос с 1,26х в 2010 г. до 1,58х в 2011 г. Тем не менее, более 80% долга составляют обязательства со сроком погашения более 5 лет.
Рекомендуем продавать TransNeff14	В нашем обзоре от 21 декабря 2011 г. мы указывали на слишком широкие спреды TransNeff14 - Gazprom14 и TransNeff18 - Gazprom18. В настоящий момент длинные бумаги TransNeff18 котируются лишь с небольшим дисконтом к кривой Газпрома, что мы считаем справедливым. В то же время избыточный дисконт TransNeff14 сохраняется. Мы рекомендуем продавать бумаги TransNeff14. Компания не намерена выходить на публичный рынок заимствований в ближайшие несколько лет.

X5 Retail Group: на пороге повышения долговой нагрузки

Результаты на уровне ожиданий

Вчера X5 Retail Group опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО, которые оказались на уровне наших ожиданий. Мы сохраняем свою обеспокоенность в отношении динамики операционных показателей компании в грядущие кварталы (публикация операционных результатов за 2 кв. 2012 г. намечена на 13 июля), а также потенциальной сделки M&A, которая может принести дополнительные риски интеграции.

Ключевые финансовые показатели X5 Retail Group

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	3 870	3 845	+1%	15 455	11 280	+37%
Валовая прибыль	947	914	+4%	3 679	2 629	+40%
Валовая рентабельность	24,5%	23,8%	+0,7 п.п.	23,8%	23,3%	+0,5 п.п.
EBITDA	274	281	-3%	1 130	844	+34%
Рентабельность по EBITDA	7,1%	7,3%	-0,2 п.п.	7,3%	7,5%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль	66	97	-32%	302	271	+11%
Операционный поток	-77	75	н/а	1 364	378	+3,6x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-180	-98	+84%	-894	-1 548	-42%
Капвложения	186	100	+87%	-792	-366	+2,2x
Финансовый поток	32	-124	н/а	111	1 066	-9,6x
в млн долл., если не указано иное				31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				3 997	3 610	+11%
Краткосрочный долг				1 092	913	+20%
Долгосрочный долг				2 905	2 697	+8%
Чистый долг				3 808	3 452	+10%
Чистый долг/EBITDA LTM*				3,4x	3,1x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

SG&A оказывают давление на рентабельность по EBITDA

Валовая маржа компании в 1 кв. 2012 г. повысилась до 24,5% (+0,7 п.п. г./г.), благодаря 1) улучшению закупочных условий у поставщиков, в том числе из-за синергетического эффекта от приобретения Копейки и 2) недавней смене операционной модели (смещение основного фокуса на управление ассортиментом и повышение доли продаж более маржинальных товаров). В то же время, общие, коммерческие и административные расходы компании как доля от продаж повысились до 21,2%, что в результате нивелировало эффект от улучшения валовой маржи.

Операционный денежный поток в отрицательной зоне

Операционный денежный поток ритейлера за 1 кв. 2012 г. ушел в отрицательную зону (-77 млн долл. против +75 млн долл. за 1 кв. 2011 г.) из-за изменений в оборотном капитале, что компания относит к влиянию одноразовых факторов (наращивание запасов, платежи поставщикам).

Долговая нагрузка повышается

Общий долг X5 по состоянию на конец марта составил 4 млрд долл. (доля краткосрочного долга 27%, почти 100% долга номинировано в рублях; эффективная процентная ставка - 8,5%). Отношение Чистый Долг/LTM EBITDA повысилось до 3,4x по сравнению с 3,1x на начало года.

Потенциальная сделка с Холидей Классик негативна с точки зрения долговой нагрузки

В ходе телеконференции менеджмент отказался комментировать потенциальную сделку M&A с 3-им крупнейшим ритейлером Сибири, Холидей Классик, но подтвердил факт продолжения переговоров с его собственниками. Для финансирования сделки X5 планирует привлечь кредит в размере 550 млн долл., что, по нашим оценкам, может повысить Чистый Долг/EBITDA до 3,7x.

X5 сохраняет свой прогноз по увеличению торговых площадей по итогам года на 18% г./г. (без учета возможной сделки M&A). В то же время компания предупреждает, что в случае если намечившийся положительный тренд в динамике роста продаж в апреле-мае не получит продолжения, она будет вынуждена отозвать свой ранее озвученный ориентир по росту выручки в 2012 г. на уровне 15-20% (в рублевом выражении). Наш текущий прогноз - 11%.

Мы не видим торговых идей в обращающихся выпусках эмитента, которые имеют низкую торговую ликвидность.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта: повод насторожиться

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.