

Пульс рынка

- **Экономика США сворачивает с пути восстановления?** Ситуация на рынке труда США после 3 месяцев быстрого восстановления, похоже, вновь начинает ухудшаться: число заявок на пособия по безработице составило 386 тыс. (ожидалось 365 тыс.). По-прежнему не лучшим образом обстоят дела на рынке недвижимости (несмотря на низкие ипотечные ставки и отсутствие роста цен): объем продаж жилья на вторичном рынке в марте оказался на уровне 4,48 млн (прогноз 4,8 млн). Некоторый позитив привнесли опережающие экономические индикаторы, а также данные корпоративных отчетностей (вчера вышли финансовые результаты Microsoft), которые по-прежнему превосходят консенсус-прогнозы.
- **Европу вновь штормит.** Итоги размещения 2- и 10-летних бондов Испании оказались неоднозначными: спрос превысил предложение более чем в два раза, что однако не привело к снижению доходностей. На вторичном рынке торговый день завершился ростом доходностей 10-летних бондов Испании на 10 б.п. до УТМ 5,89% и Италии на 13 б.п. до УТМ 5,6%. Катализатором усиления продаж на рынке суверенного долга еврозоны стали слухи о снижении рейтинга Франции. Доходность ее 10-летних бондов выросла до УТМ 3,10%, также и на фоне неопределенности в связи с предстоящими президентскими выборами. ЕЦБ пока занимает выжидательную позицию (судя по итогам аукционов, активные интервенции не проводятся).
- **Покупая валюту и сохраняя широкие лимиты РЕПО, ЦБ поддерживает ликвидность во время налогов.** Отток средств в связи с предварительной уплатой НДС (наша оценка - 180 млрд руб.) был перекрыт интервенциями ЦБ (около 25 млрд руб. за неделю/0,8 млрд долл.) и приростом среднесрочного РЕПО (+274 млрд руб.). Регулятор сохраняет прежнюю интенсивность интервенций, когда с 9-13 апреля он, как мы полагаем, купил 0,9 млрд долл., обеспечив почти половину из 2,1 млрд долл. прироста международных резервов (518,8 млрд долл.). Оставшиеся 1,2 млрд долл. приходится на переоценку золота (1,1 млрд долл.), валютных активов и ценных бумаг (0,1 млрд долл.). Нового оттока средств и роста спроса на РЕПО с ЦБ мы ожидаем на следующей неделе с уплатой НДС и акцизов (255 млрд руб. суммарно, до 25 апреля) и налога на прибыль (~190 млрд руб. до 28 апреля).
- **МКБ увеличил капитал.** Вчера Советом директоров МКБ (В+/В1/В+) было принято решение об увеличении уставного капитала на 17,65% (или на 1,9 млрд руб.) за счет средств ЕБРР и ИFC (в равных частях). Мы уже отмечали, что для продолжения агрессивного роста кредитования (по итогам 2011 г. +53% до 162,7 млрд руб.) банку необходимо вливание в капитал. По нашим оценкам, в результате привлечения средств от акционеров достаточность общего капитала и капитала 1-ого уровня вырастут на 1 п.п. до 15,3% и 13,2%, соответственно. Мы считаем бумаги эмитента справедливо оцененными.
- **НОМОС предлагает субординированный бонд с премией.** Ориентир по ставке купона 7-летнего бонда НОМОС Банка номиналом 500 млн долл., озвученный в пределах 10-10,25% годовых, предполагает G-спред в пределах 865-890 б.п. Учитывая, что G-спред между субординированным выпуском NOMOS 15 и бондами AlfaBank 15 составляет 140-160 б.п., состоящий из суммы премии за разницу в кредитных рейтингах эмитентов (две степени = 50 б.п.) и премии за субординацию (~100 б.п.), мы оцениваем справедливый G-спред по новому бонду sub NOMOS 19 в размере 800 б.п. (=150 б.п. + G-спред Alfa 21). В итоге, по нашей оценке, ориентиры несут премию, как минимум, 50 б.п. Не исключено, что окончательная ставка купона не превысит 10%. Сегодня с утра также появилось сообщение о готовящемся размещении Глобэксбанка (BB/-/BB).
- **Распадская маркетитует бонд со справедливой премией к Евразу (В+/Ва3/ВВ-).** Ориентир по купону бонда RASP 17 в пределах 7,75%-7,875% годовых предполагает премию к недавно размещенному Evraz 17 на уровне 40-55 б.п., что выглядит справедливо с учетом более низких кредитных рейтингов (на 1 степень).

Темы выпуска

- Северсталь: лучший среди российских металлургов
- Башнефть: позитивные результаты на фоне снижения нефтяных цен
- Теле2: рост долга не ведет к ослаблению качества
- X5: все еще под давлением Копейки

Северсталь: лучший среди российских металлургов

Высокий уровень вертикальной интеграции позволил мягко пройти 4 кв. и стать лучшей компанией в отрасли

Северсталь (BB/Ba2/BB-), одна из ведущих мировых металлургических и горнодобывающих компаний, опубликовала финансовые результаты за 4 кв. и 12М 2011 г. по МСФО, которые заметно лучше, чем у других российских металлургов. Несмотря на снижение маржи по EBITDA второй квартал подряд, Северсталь демонстрирует самую высокую рентабельность в отрасли (20,6% в 4 кв. 2011 г.). У НЛМК этот показатель снизился до 12,5% кв./кв. после консолидации европейских прокатных мощностей и падения спроса на сталь в Европе, у ММК - до 9,0% из-за снижения цен на сталь темпами, опережающими удешевление сырья.

Несмотря на снижение показателя EBITDA без учета Nordgold (на 25% кв./кв. до 767 млн долл.), отношение Чистый долг/EBITDA осталось на уровне 1,1x (минимальный среди российских металлургических компаний).

Ключевые финансовые показатели Северстали*

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	3 727	4 519	-18%	15,812	12 819	+23%
Валовая прибыль	799	1 462	-45%	4 909	4 102	+20%
Валовая рентабельность	21,4%	30,6%	-9,2 п.п.	31,0%	32,0%	-1,0 п.п.
EBITDA	767	1 018	-25%	3 584	2 864	+25%
Рентабельность по EBITDA	20,6%	22,5%	-1,9 п.п.	22,7%	22,3%	+0,4 п.п.
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	241	452	-47%	1 963	1 247	+57%
Операционный поток	928	931	-0,3%	2 579	1 259	+2,0x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-527	637	-17%	-1 902	1 499	+27%
Капвложения	-508	493	+3%	-1 716	1 075	+60x
Финансовый поток	-295	124	н/а	-539	288	+87%

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	5 976	6 207	-4%
Краткосрочный долг	1 185	1 536	-23%
Долгосрочный долг	4 791	4 671	+3%
Чистый долг	4 112	4 213	-2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,15x	1,08x	-

* без учета золотодобывающего сегмента Nordgold, который был выведен за периметр консолидации в 4 кв. 2011 г.

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

На фоне ухудшения рыночной конъюнктуры снизились как цены реализации, так и объемы продаж

Снижение выручки в 4 кв. 2011 г. относительно предыдущего квартала было обусловлено общим ухудшением конъюнктуры на рынке стальной продукции, что повлекло:

- Снижение объемов продаж почти во всех сегментах: продажи стального проката упали на 13% кв./кв., ЖРС - на 15% кв./кв. Исключением стал уголь, продажи которого выросли на 6%;
- падение цен реализации, в частности, российская сталь (горячий прокат) подешевела на 6% кв./кв. до 713 долл./т, цены на коксующийся уголь упали на 11% до 168 долл./т. В то же время цены на окатыши почти не изменились, составив 133 долл./т.

Слабые операционные результаты в 4 кв. 2011 г. (снижение объемом и коррекция цен) были ожидаемы менеджментом, при этом уже в 1 кв. 2012 г. отмечается некоторое восстановление спроса. Стоит отметить, что наибольшее снижение выручки произошло в дивизионе российской стали (на 22% до 2,3 млрд долл.), в то время как выручка сырьевой дивизиона снизилась на 16% до 886 млн долл. Запас стальной продукции, накопленный в 4 кв. 2011 г. в ожидании улучшения конъюнктуры рынка (объем производства стали кв./кв. российским дивизионом вырос на 1% до 2,2 млн т), был реализован по более высоким ценам в январе-феврале 2012 г.

**Рентабельность
российской стали
почти не изменилась**

Умеренное снижение рентабельности по EBITDA в сравнении со средними показателями по отрасли обусловлено, главным образом, высокой степенью интеграции производства: потребности в угле и железной руде, используемым в производстве стали, покрываются собственной добычей.

Также поддержку рентабельности дивизиона российской стали (+0,2 п.п. кв./кв. до 16,9% по EBITDA) оказало повышение доли продукции с высокой добавленной стоимостью на 2 п.п. до 46% и снижение цен на сырье.

**Прибыльность
сырьевого
подразделения
пострадала от
одноразового убытка**

В сырьевом сегменте произошло заметное снижение денежной себестоимости добычи на месторождении Воркутауголь на 43% кв./кв. до 72 долл./т (вследствие завершения горной выработки значительной протяженности), что привело бы к повышению рентабельности (несмотря на снижение объемов и цен), если бы не одноразовый убыток в размере 52 млн долл. из-за создания резервов по дебиторской задолженности. В итоге рентабельность сегмента сократилась кв./кв. на 4,7 п.п. до 38,8%. Его вклад в общий показатель EBITDA остался на уровне 45%. Североамериканское подразделение заметно ухудшило свои показатели: рентабельность по EBITDA кв./кв. снизилась с 4,4% до 2,0%.

**CAPEX был
профинансирован из
операционного
потока**

По итогам года операционного денежного потока (2,6 млрд долл., что почти в два раза выше показателя 2010 г.) оказалось достаточно для финансирования инвестиционной деятельности, которая на 94% (1,7 млрд долл.) состояла из капитальных затрат.

Общий долг по итогам года почти не изменился, составив 6 млрд долл., из которого краткосрочный долг составляет 1 млрд долл. и может быть погашен как из операционного денежного потока, так и за счет денежных средств и краткосрочных депозитов (~1,9 млрд долл.). Тем не менее, компания планирует рефинансировать краткосрочный долг в объеме от 500 млн долл. в зависимости от ситуации на долговых рынках.

**Риск
рефинансирования
минимален**

**Объем CAPEX на
2012 г. существенно
не изменится, однако
больше инвестиций
будет направлено в
сырьевой сегмент и
российскую сталь**

Капитальные вложения на 2012 г. запланированы в объеме 1,7 млрд долл., что в целом сопоставимо с инвестициями 2011 г. На наш взгляд, даже если ситуация на рынке стали существенно не улучшится по сравнению со 2П 2011 г., компания сможет профинансировать капвложения из операционного потока. В структуре инвестпрограммы на 2012 г. произошли существенные изменения: доля затрат на североамериканское подразделение снизится с 32% до 6%, при этом инвестиции в сырьевой подразделение увеличатся на 34% до 660 млн долл., (модернизация оборудования на Карельском Окатыше и Олконе, строительство шахт на угольных месторождениях Воркутауголь), а в дивизион российской стали на 26% до 905 млн долл. (полная реконструкция коксовой батареи №7, строительство двух комбинатов в Балаково).

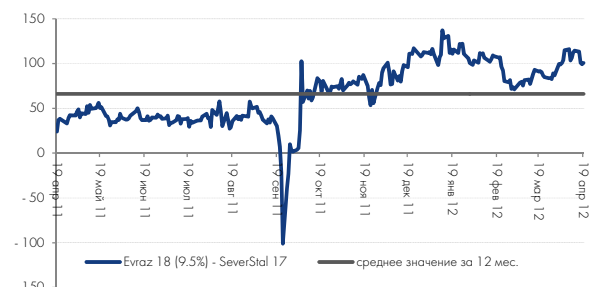
**Бонды SeverStal 16
интересны для покупки**

На наш взгляд, рублевые выпуски Северстали с учетом их короткой дюрации стоят дорого. На рынке еврооблигаций длинные бумаги SeverStal 17 котируются с дисконтом к кривой Евраз на уровне 125 б.п., что нам представляется справедливым, учитывая разницу в кредитном качестве эмитентов. Выпуск SeverStal 16 несколько выбивается из кривой эмитента, предлагая G-спред на одном уровне с более длинными бумагами SeverStal 17, в то время как премия за дюрацию вдоль кривой Евраз составляет 20-30 б.п.

Спред SeverStal 17 - SeverStal 16



Спред Evraz 18 - SeverStal 17



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Башнефть: позитивные результаты на фоне снижения нефтяных цен

Сильные результаты за 4 кв. 2011 г.

Башнефть (-/Ba2/-) опубликовала сильные финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2011 г. Мы высоко оцениваем действия менеджмента по перераспределению потоков продукции, что позволило смягчить негативный для компании эффект от нового налогового режима "60-66", который был введен в действие с 1 октября 2011 года. Более того, Башнефть увеличила рентабельность по показателю EBITDA/барр. на 14,2% с 26,3 долл./барр. в 3 кв. 2011 до 30,1 долл./барр., что стало одним из лучших показателей в секторе.

Общий долг компании за квартал практически не изменился, при этом чистый долг в 4 кв. 2011 снизился до 1,9 млрд долл., а показатель Чистый долг/EBITDA упал до 0,45х.

Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	4 083	4 458	-8%	16 549	11 707	41%
Валовая выручка	671	574	17%	2 576	2 135	21%
Валовая рентабельность	16,4%	12,9%	3,6 п.п.	15,6%	18,2%	-2,7 п.п.
ЕБИТДА	824	720	14%	3 192	2 732	17%
Рентабельность по EBITDA	20,2%	16,2%	4,0 п.п.	19,3%	23,3%	-4,0 п.п.
Чистая прибыль	387	407	-5%	1 696	1 429	19%
Чистая рентабельность	9,5%	9,1%	0,3 п.п.	10,2%	12,2%	-2,0 п.п.
Операционный поток	681	933	-27%	2 228	1 400	59%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-247	-121	104%	-1 008	-1 995	-49%
Капвложения	-256	-221	16%	-851	-492	73%
Финансовый поток	46	-1 313	-	-1 383	488	-
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.	31 дек. 2010		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 385	3 377	0%	3 913		-13%
Краткосрочный долг	420	17	25x	795		-47%
Долгосрочный долг	2 965	3 360	-12%	3 118		-5%
Чистый долг	1 907	2 256	-15%	2 170		-12%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,45	0,78		0,87		

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Перераспределение потоков поставок позволило повысить рентабельность

В 4 кв. 2011 выручка от реализации нефти и нефтепродуктов сократилась на 9,5% кв./кв. до 3,2 млрд долл., в основном, по причине снижения экспорта нефтепродуктов. Из-за ввода нового налогового режима "60-66" Башнефть сократила экспортные поставки нефтепродуктов в дальнее зарубежье на 33,3% до 1,3 млн т, при этом поставки в СНГ выросли на 57% кв./кв. до 0,74 млн тонн. Продажи на внутреннем рынке увеличились на 3,8% кв./кв. до 2,76 млн т. В результате общий объем реализации нефтепродуктов снизился на 5,4% до 4,8 млн т.

При этом экспорт сырой нефти остался на уровне 3 кв. 2011 (6,4 млн барр.). Снижение же выручки от экспорта сырой нефти на 4,6% кв./кв. связано с падением цен на нефть, что частично было компенсировано ростом цен на внутреннем рынке из-за ввода режима "60-66".

Тем не менее, именно благодаря переориентации поставок компании удалось значительно повысить рентабельность по EBITDA за 4 кв. 2011 г.: с 16,2% до 20,2%.

Рост капитальных вложений приведет к снижению свободного потока

Из-за начала разработки месторождений им. Требса и Титова постепенно увеличиваются капитальные вложения. Они выросли на 16% кв./кв. до 256 млн долл. в 4 кв. 2011 г. и на 73% г./г. до 851 млн долл. в целом по году. В 2012 г. Башнефть планирует увеличить инвестиции в разработку месторождений им. Требса и Титова до 400-440 млн долл., что окажет давление на свободный денежный поток компании. По нашим оценкам, суммарные капитальные расходы Башнефти в 2012 г. могут превысить 1,2 млрд долл.

Свободный денежный поток будет использован для выплаты дивидендов и выкупа акций

В целом за 2011 г. свободный денежный поток Башнефти увеличился на 58% г./г. до 1,38 млрд долл., что позволило сократить чистый долг на 12% г./г. до 1,9 млрд долл. Тем не менее, мы полагаем, что большая часть свободных денежных средств будет выплачена в виде дивидендов. Совет директоров компании объявит о размере дивидендов в понедельник 23 апреля. По нашим оценкам, около 300-400 млн долл. необходимо Башнефти для выкупа акций в процессе перехода на одну акцию, который планируется завершить до конца 2012 г. Выкуп акций у несогласных акционеров должен пройти в июле. Скорее всего, размер дивидендов будет определяться с учетом необходимых средств для выкупа.

Несмотря на это, мы полагаем, что Башнефть сможет полностью профинансировать инвестиционную программу за счет собственных средств в 2012 г.

Новость о присвоении рейтинга эмитенту уже полностью учтена в ценах облигаций

Вчера агентство Moody's присвоило Башнефти международный кредитный рейтинг на уровне Ba2, прогноз "Стабильный", что привело к заметному росту котировок облигаций эмитента, в частности выпуск БО-1 (YTP 8,2 @ декабрь 2013 г.) подорожал на 60 б.п. до 101,85%, Башнефть-4 (YTP 8,75% @ февраль 2015 г.) - на 1 п.п. до 101,4%. В настоящий момент их спред к кривой ОФЗ составляет 160-200 б.п., что представляется нам справедливым уровнем. Текущую премию 20-50 б.п. к кривой МТС (имеющей такой же кредитный рейтинг от Moody's) мы также считаем справедливой. Таким образом, позитивный момент, связанный с потенциальным включением бумаг Башнефти в список РЕПО ЦБ, уже полностью учтен в ценах.

Теле2: рост долга не ведет к ослаблению качества

Вчера шведская Tele2 Group представила финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО, также были раскрыты финансовые показатели российского подразделения - Теле2 Россия (-/-/BB+). Мы считаем, что результаты нейтральны для кредитного профиля компании.

Ключевые финансовые показатели Теле2 Россия

в млн руб. *, если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2011	изм.
Выручка	13 579	13 823	-2%	11 721	16%
ЕБИТДА	4 745	5 500	-14%	4 245	12%
Рентабельность по ЕБИТДА	34,9%	39,8%	-4,9 п.п.	36,2%	-1,3 п.п.
Операционная прибыль	3 729	4 385	-15%	3 275	14%
Операционная рентабельность	27,5%	31,7%	-4,3 п.п.	27,9%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	2 428	н.д.	н.д.	1 985	22%
Операционный поток	3 502	4 395	-20%	3 086	13%
Инвестиционный поток, в т. ч.	-2 419	-1 994	21%	-1 647	47%
Капитальные вложения	-1,083	-2 401	-55%	-1 435	-25%
Финансовый поток	-3 159	-1 675	89%	-1 958	61%
	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.	31 марта 2011	изм.
Краткосрочный долг	18	499	-96%	3,111	-99%
Долгосрочный долг	32,648	25 273	29%	33 833	-4%
Совокупный долг, в т. ч.	32 666	25 772	27%	36 944	-12%
Внутригрупповые займы	12 096	11 903	2%	36 759	-67%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА**	1,6x	1,2x		2,0x	
Чистый долг/LTM ЕБИТДА** (без учета внутригрупповых займов)	1,0x	0,6x		<0	
Абонентская база, тыс. чел.	20 940	20 636	2%	18 985	10%
МоU, мин.	246	247	0%	229	7%
ARPU, руб.	218	224	-3%	209	4%

* по курсу шведской кроны ЦБ РФ

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение рентабельности из-за роста расходов на маркетинг для увеличения абонентской базы

Операционные показатели Теле2 выглядят достаточно сильно: показатель средней выручки на абонента (ARPU) в 1 кв. 2012 г. составил 218 руб. (рост на 4% г./г.), трафик на абонента вырос до 246 мин. (+7% г./г.), а абонентская база составила 20,94 млн абонентов (+10% г/г). Это привело к росту выручки до 13,6 млрд руб. (+16% г./г.). При этом мы отмечаем снижение рентабельности по EBITDA в 1 кв. 2012 г., которое Теле2 объясняет повышенными расходами на маркетинг, благодаря которым произошло значительное увеличение абонентской базы.

Обновленный прогноз на 2012 г.: выручка выше, рентабельность ниже

Tele2 Group также предоставила обновленный прогноз основных показателей российского подразделения на 2012 г., согласно которому:

- показатель ARPU незначительно вырастет в годовом выражении (в предыдущем прогнозе ожидалось, что ARPU не изменится),
- прогноз рентабельности по EBITDA был понижен с 39-40% до 37-39%.

Прогноз по абонентской базе и капвложениям остался неизменным – 21,5-22 млн абонентов и 6-7 млрд руб. соответственно.

Увеличение долговой нагрузки за счет выплаты дивидендов в пользу материнской структуры

Финансовое положение Теле2 Россия в 1 кв. 2012 г. несколько ухудшилось по сравнению с концом 2011 г.: совокупный долг вырос на 27% и составил 32,7 млрд руб., а соотношение чистого долга к LTM EBITDA выросло с 1,2х до 1,6х, что, однако, по-прежнему в рамках группового стандарта Tele2 Group – 1,25-1,75х. Увеличение долговой нагрузки произошло в результате выплаты дивидендов в размере 10 млрд руб. в пользу материнской компании, и привлечения нового долга (в феврале были размещены два выпуска СПбТел,04, 05 на общую сумму 7 млрд руб. с офертой через 2 года). Мы отмечаем, что номинальное ухудшение долговых показателей свидетельствует, скорее, о финансовой устойчивости Теле2 Россия, поскольку компания не только способна замещать внутригрупповое финансирование внешним, но и становится источником денежных средств для материнской Tele2 Group.

Рост долговой нагрузки не вызывает опасений, в дальнейшем вполне возможно ее снижение

В целом, мы оцениваем результаты Теле2 Россия за 1 кв. 2012 г. как нейтральные для кредитного профиля компании, несмотря на формальное ухудшение кредитных характеристик. Даже при самом консервативном варианте прогноза на 2012 г., операционный денежный поток по-прежнему значительно превышает инвестиционный. Это свидетельствует о том, что Теле2 Россия способна осуществлять деятельность без привлечения дополнительных заимствований, а также о потенциальном улучшении кредитных характеристик в будущем.

Некоторый потенциал для роста присутствует в длинных СПТел-1,2,3

В настоящий момент на рынке рублевых облигаций Теле2 представлена 6 выпусками на общую сумму 26 млрд руб. В частности, на этой неделе был размещен новый выпуск СПбТел,7 на сумму 6 млрд руб. с офертой через 3 года. Доходность первичного размещения составила 9,31% годовых. У эмитента есть еще один зарегистрированный выпуск на сумму 4 млрд руб. (срок действия проспекта истекает 19 мая). Обращающиеся бумаги в целом выглядят справедливо оцененными, предлагая премию к кривой ВымпелКома на уровне 25-30 б.п. Некоторый потенциал для сужения спреда присутствует в длинных бумагах СПбТел-1,2,3 (YTP 9,33 @ июнь 2016 г.), которые предлагают премию к более коротким ВымпелКом-инвест-6,7 около 40 б.п.

X5: все еще под давлением Копейки

Результаты оцениваем умеренно позитивно X5 (B+/B2/-), крупнейшая розничная сеть в РФ по размеру выручки, представила финансовые результаты за 4 кв. и весь 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно.

Ключевые финансовые показатели X5 Retail Group

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	3 965	3 623	+9%	15 455	11 280	+37%
Валовая прибыль	981	838	+17%	3 679	2 629	+40%
Валовая рентабельность	24,7%	23,1%	+1,6 п.п.	23,8%	23,3%	+0,5 п.п.
ЕБИТДА	344	220	+56%	1 130	844	+34%
Рентабельность по ЕБИТДА	8,7%	6,1%	+2,6 п.п.	7,3%	7,5%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль	134	-2	-	302	271	+11%
Операционный поток	1 046	309	+3,4x	1 364	378	+3,6x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-398	-227	+75%	-894	-1 548	-42%
Капвложения	-358	-202	+77%	-792	-366	+2,2x
Финансовый поток	79	-89	-	111	1 066	-9,6x

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 610	3 578	+1%
Краткосрочный долг	913	771	+18%
Долгосрочный долг	2 697	2 807	-4%
Чистый долг	3 225	3 452	-7%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,85x	3,33x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Восстановление выручки после падения в 3 кв...

Выручка за 4 кв. 2011 г. выросла на 9% кв./кв. до 4 млрд долл., почти восстановившись после падения в 3 кв. На этом фоне негативным моментом стало снижение сопоставимых продаж (LFL) в результате продолжающегося сокращения трафика.

...но негативным моментом стало снижение LFL продаж из-за сокращения трафика

Так, на протяжении 2011 г. наблюдалась тенденция замедления роста LFL во всех форматах. В 4 кв. они вышли в отрицательную зону (-1%) в сегменте мягких дискаунтеров, в формате супермаркетов увеличились лишь на 1%. Более того, в 1 кв. этого года произошло еще большее снижение LFL продаж в этих форматах до -2,4% и -3,4%, соответственно.

Во всех форматах X5 наблюдалось снижение трафика. По оценкам менеджмента, это объясняется завершением интеграции магазинов Копейка. Поскольку они расположены в тех же местах, что и действующие магазины группы (Пятерочка, Перекресток и др.), происходит "каннибализация" трафика внутри сети. Кроме этого, стоит учитывать и высокие темпы органического роста, что также оказывает давление на трафик.

Прогноз по росту выручки остался на уровне 15-20% г./г. ...

В ближайшие 3 года компания планирует увеличение торговых площадей в целом на 50% (без учета M&A), в 2012 г., по прогнозам X5, органический рост составит 18% г./г. Также компания оставила без изменений ранее представленный прогноз по росту выручки в этом году на 15-20% г./г.

... по марже ЕБИТДА - около 7%

Опережающие выручку темпы роста валовой прибыли и ЕБИТДА в 4 кв. обеспечили улучшение рентабельности по ЕБИТДА с 6,1% в 3 кв. до 8,7%. В целом за год этот показатель остался на уровне 2010 г., составив 7,3%. Отметим, что давление на рентабельность оказали операционные расходы (коммунальные услуги, аренда и пр.), которые имели место даже в период закрытия магазинов Копейка для проведения ребрендинга. Напомним, компания ожидает, что маржа ЕБИТДА в этом году останется на уровне 7%.

Капвложения 2011 г. полностью профинансированы из операционных потоков, в 2012 г. возможно привлечение заемных средств	<p>Капвложения в 2011 г. (911 млн долл.) полностью покрывались операционными денежными потоками, что позволило компании не увеличивать размер долга в абсолютном выражении. В 2012 г. предусмотрено увеличение программы капвложений до 45 млрд руб. (~1,5 млрд долл.), из них до 60% будет направлено на открытие новых торговых площадей, до 30% - в логистику и ИТ и до 10% - на реконструкцию существующих магазинов. По оценкам самой компании, для реализации инвестпрограммы операционных потоков будет недостаточно, поэтому частично она будет профинансирована за счет привлечения заемных средств.</p> <p>Также во время телеконференции менеджментом компании была подтверждена информация о ведении переговоров о покупке сети Холидей Классик, которая соответствует стратегии Х5 по расширению присутствия в регионах. Цена возможной покупки раскрыта не была, однако было отмечено, что компания будет руководствоваться необходимостью сдерживания существенного роста долговой нагрузки.</p>
Возможен выход компании на рынок публичного долга	<p>Размер совокупного долга за 4 кв. практически не изменился, составив 3,6 млрд долл. Весь долг был номинирован в рублях: компания полностью рефинансировала задолженность в иностранной валюте (770 млн долл. на 30 сентября) рублевыми обязательствами. Краткосрочная задолженность на конец года составила 913 млн долл., или 25% совокупного долга. В целях рефинансирования, реализации инвестпрограммы и возможных М&А мы не исключаем, в том числе, выход компании на рынок публичного долга: зарегистрировано 3 выпуска биржевых облигаций на общую сумму 15 млрд руб. (~500 млн долл.).</p>
Ожидаем рост долговой нагрузки	<p>Долговая нагрузка (Общий долг/ЕБИТДА) за 4 кв. снизилась, по нашим оценкам, до 3,19х с 3,45х и с 4,37х на начало года. Однако в связи с объявленными планами на 2012 г. мы ожидаем роста этого показателя.</p> <p>Мы не видим торговых идей в обращающихся выпусках эмитента, которые имеют низкую торговую ликвидность.</p>

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

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	abaikova@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 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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.