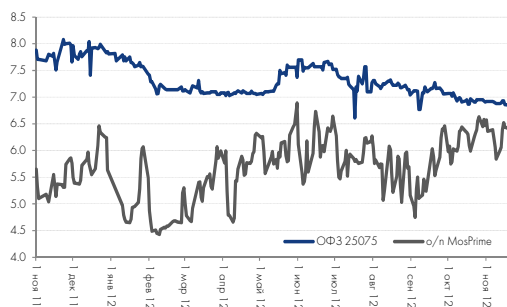


Пульс рынка

- ФРС не сможет противостоять fiscal cliff.** Предостережение Б. Бернанке, что ФРС не имеет средств для компенсации негативных экономических последствий, в случае если fiscal cliff не удастся разрешить, поубавило активность покупателей на рынках. Поддержку ей оказали данные по рынку недвижимости. Число домов, строительство которых было начато в октябре, выросло на 3,6% м./м. до 894 тыс. в годовом выражении (максимум с июля 2008 г.). Отметим, что в сентябре рост числа новостроек составил 15,1%. По-видимому, рынок недвижимости после долгой перезагрузки вновь становится основным двигателем экономики США. Греческий вопрос с пометкой о "достижении прогресса" был в очередной раз отложен на неделю. Сегодня мы ожидаем преобладания умеренно негативных настроений на рынках.
- Невысокая дюрация и премия обусловит спрос на аукционе.** Ориентир по 7-летним ОФЗ 26208 номиналом 35 млрд руб. был озвучен в диапазоне YTM 7,09-7,14%, что по верхней границе предполагает премию к рынку в 4 б.п. На фоне возобновившегося ценового роста ОФЗ (вчера котировки ОФЗ 26208 подросли на 20 б.п. до 102,6% от номинала), чему способствовал спад негативных настроений на внешних рынках, можно ожидать высокий спрос на аукционе. Интересу также будет способствовать относительно невысокая дюрация бумаг (DTM 5,1 лет). В то же время мы отмечаем неустойчивость спроса (о чем свидетельствует итог аукциона в прошлую среду, когда 15-летние ОФЗ 26207 были размещены лишь на 36% от предложения), что косвенно свидетельствует о наступлении перегрева. Стоит отметить, что спекуляции на тему прихода нерезидентов привели к диспропорции с фундаментальной точки зрения: 1) 3-летние ОФЗ торгуются почти без премии к коротким ставкам денежного рынка (спред ОФЗ 25075 к о/п MosPrime сузился до 45 б.п., против 100 б.п. в начале года), 2) кривая ОФЗ приняла плоскую форму, что является нетипичным в отсутствие ожиданий заметного сокращения инфляционных рисков. Кроме того, плоская кривая доходностей госбумаг не характерна для GEM с относительно высоким уровнем инфляции. Мы считаем, что текущая ситуация неравновесна, и должно произойти, как минимум, увеличение наклона кривой ОФЗ.

3-лет. ОФЗ почти без премии к о/п MosPrime...



...а спред между длинными и короткими ОФЗ сократился



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

- Ужесточение в потребкредитовании: хотели как лучше...** Недавно ЦБ РФ в ответ на появление признаков перегрева в этом сегменте (регулятор к ним относит быстрый рост кредитов) предложил повысить коэффициенты риска (с марта 2013 г.). Логика повышения выглядит довольно необычной: более высокий коэффициент риска устанавливается по кредитам с высокой ставкой, а не с высоким кредитным риском. По-видимому, банкам не останется иного выбора кроме как снизить ставки по потребкредитам. Но замедления темпов кредитования может не произойти: более низкие процентные ставки будут стимулировать рост кредитной активности (его банки будут удовлетворять, насколько им этого позволит достаточность капитала). Не исключено, что часть сегмента может уйти на уровень микрофинансирования, которое находится за пределами надзора ЦБ (контроль осуществляет Минфин и ФСФР).

Темы выпуска

- Макростатистика октября: стагнация на горизонте
- X5 Retail Group надеется на лучшее

Макростатистика октября: стагнация на горизонте

В октябре закрепилась негативная тенденция последних месяцев

Разочаровывающая статистика октября в целом подтвердила наметившуюся в последние месяцы негативную динамику основных макроиндикаторов. Кроме показателя инвестиций, который несколько выбивается из общей картины, практически все ключевые индикаторы продемонстрировали ухудшение: выросла безработица, снизилась производственная активность, замедлились темпы роста реальных располагаемых доходов, что сопровождалось сокращением темпов роста оборота розничной торговли.

Динамика оборота розничной торговли и реальных зарплат, 2008-2012



Динамика инвестиций и строительства, 2010-2012



Источники: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Необычный всплеск инвестиций мог быть вызван статистическими причинами, тогда как в реальности инвестиции ослабевают...

В центре внимания в октябре - необычный всплеск инвестиций в основной капитал: рост на 4,9% г./г. после их падения на 1,3% г./г. месяцем ранее. "Провал" инвестиций в сентябре давал повод опасаться их дальнейшей стагнации, что сопровождалось сменой рыночных прогнозов в сторону ожиданий сокращения инвестиций (на 2% по нашим оценкам, на 0,8-1,1% согласно консенсусу Reuters, Bloomberg, Interfax). Октябрьский всплеск при этом нельзя объяснить и эффектом базы - в октябре 2011 г. наблюдалось ускорение роста инвестиций, что должно было, напротив, "занизить" инвестиционный показатель прошлого месяца.

...наши опасения подтверждаются сокращением производства и импорта инвестиционных товаров

Неожиданное улучшение инвестиционной динамики в октябре мы склонны связывать с сильными результатами строительства (+5,1% г./г. после -5,6% в сентябре), но даже с учетом сезонного закрытия проектов в конце года, октябрьские данные выглядят чрезмерно позитивно. Такое расхождение могли усилить особенности статистики: долгосрочные объекты учитываются только в 4 кв., в то время как проекты АТЭС были сданы еще до сентября. Тем не менее, сглаженная динамика по инвестициям, скорее, оставляет негативное впечатление. Позитивный эффект от активизации госрасходов в 4 кв. (особенно в ноябре-декабре), на наш взгляд, будет носить в основном статистический характер, в то время как устойчивая нисходящая динамика промпроизводства, как и данные по внешней торговле в большей степени отражают реальное положение вещей. Как внутреннее производство машин и оборудования, так и импорт техники замедлили свой рост, что может указывать на снижение инвестиционного спроса.

Ослабление потребления не соответствует динамике кредитования, которое хотя и замедлилось, продолжает расти

Кроме инвестиций, все больше опасений у нас вызывает динамика розничного товарооборота. Если учесть, что потребление остается главной движущей силой экономики, продолжающееся замедление его роста ставит под сомнение устойчивость роста ВВП в ближайшие месяцы. Темпы оборота розничной торговли в октябре упали до 3,8% г./г. против 4,4% г./г. в сентябре, а по сравнению с 1П 2012 г. (7,3% г./г.) - почти вдвое. Ухудшение динамики потребления согласуется с ослаблением роста реальных заработных плат и ростом безработицы (до 5,3% против 5,2% в сентябре), притом что на последней ухудшение экономической ситуации обычно сказывается с запозданием. Но принимая во внимание то, что мотором потребления в 2012 г. выступало в основном кредитование, сокращение темпов роста розничного товарооборота тем больше настораживает, если учесть, что кредитование, хотя и замедлилось, но по-прежнему растет.

ЦБ, скорее всего, воздержится от повышения ставок в декабре

Данные октября важны тем, что закрепляют стагнационные ожидания в отношении ключевых макро показателей на ближайшие месяцы и подтверждают наши опасения, связанные с растущими рисками сокращения не только внешнего, но и внутреннего спроса. Новая статистика, на наш взгляд, в глазах Банка России дает все основания для пересмотра в негативную сторону ожиданий замедления роста экономики. Учитывая напряженность на денежном рынке, которая едва ли ослабнет до середины декабря, мы считаем, что ЦБ не поднимет ставки на очередном заседании совета директоров в первой декаде декабря 2012 г. Тем не менее, жесткие ориентиры Центробанка по инфляции на 2013 г. (5-6%) формально создают предпосылки для новых действий ЦБ по ставкам в следующем году. Однако состояние экономики в ближайшие месяцы значительно ограничивает возможности Банка России в этом направлении.

X5 Retail Group надеется на лучшее

Финансовые результаты за 3 кв. 2012 г. оказались хуже ожиданий рынка

Вчера X5 Retail Group опубликовала достаточно слабые финансовые результаты за 3 кв. 2012 г. по МСФО. Ранее ритейлер раскрыл операционные результаты за 3 кв. 2012 г.: рост чистых розничных продаж составил лишь 10% в рублевом выражении (на уровне результата 2-го квартала). При этом X5 продолжает показывать негативную динамику сопоставимых продаж и устойчивый отток покупательского трафика, что свидетельствует о том, что агрессивная маркетинговая кампания X5 (которая началась в марте) пока не приносит желаемых результатов.

Ключевые финансовые показатели X5 Retail Group

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	3 кв. 2011	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	3 616,7	3,623,0	-0,2%	11 475,4	11 489,8	-0,1%
Валовая прибыль	825,0	838,3	-1,6%	2 682,5	2 698,1	-0,6%
Валовая рентабельность	22,8%	23,1%	-1,4%	23,4%	23,5%	-0,5%
ЕБИТДА	219,9	219,8	0,0%	774,2	785,8	-1,5%
Рентабельность по ЕБИТДА	6,1%	6,1%	0,2%	6,7%	6,8%	-1,4%
Чистая прибыль	12,1	-2,1	п.а.	147,3	168,2	-12,4%
Операционный поток	131,4	308,6	-57,4%	123,0	317,9	-61,3%
Инвестиционный поток	-195,4	-226,6	-13,8%	-570,3	-496,3	14,9%
Финансовый поток	113,4	-89,1	п.а.	270,5	31,7	+8,5x

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 037	3 610	+2%
Краткосрочный долг	1 405	913	+28%
Долгосрочный долг	2 632	2 697	-6%
Чистый долг	3 814	3 225	+2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	3,4x	3,1x	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рентабельность по ЕБИТДА опустилась до 6,1%

Вопреки ожиданиям рынка, валовая маржа компании в 3 кв. 2012 г. осталась на уровне 2 кв. 2012 г. - 22,8%. При повышении общих, коммерческих и административных расходов (их доля в продажах выросла до 21,3%) рентабельность по ЕБИТДА опустилась до 6,1% с 7% во 2 кв. 2012 г. Для сравнения Магнит демонстрирует противоположную динамику: валовая маржа компании в 3 кв. 2012 г. достигла 27% (25,9% во 2 кв. 2012 г.), рентабельность по ЕБИТДА - 10,9% против 10,1% во 2 кв. 2012 г.

По итогам 9М 2012 г. операционный денежный поток ритейлера оказался более чем на 60% меньше в сравнении год к году, главным образом, под влиянием изменений в оборотном капитале (рост запасов, платежи поставщикам). Общий долг X5 по состоянию на конец сентября составил 4 млрд долл. (доля краткосрочного долга - 35%), 100% долга номинировано в рублях. Общий долг/ЕБИТДА составил 3,6x.

X5 делает ставку на сезонно сильный 4-й

Несмотря на довольно слабые результаты за 9М, X5 надеется на сезонно сильный для продуктовых ритейлеров 4-й квартал. В ходе телефонной конференции, финансовый директор

квартал,	<p>компания подтвердил прогноз на 2012 г. по валовой марже на уровне 23-24%, а также оставил в силе прогноз рентабельности по EBITDA на уровне выше 7%. X5 планирует сохранить фокус на восстановлении лояльности потребителей, продолжая маркетинговые акции, оптимизируя ассортимент, повышая долю продаж фруктов и овощей, а также качество продуктов. Кроме того, X5 совершенствует систему мотивации персонала в магазинах и планирует увеличить количество супервайзеров в дискаунтерах Пятерочка.</p> <p>X5 подтверждает свой план по инвестициям по итогам года на уровне 30 млрд руб., ожидая, что показатель Чистый Долг/EBITDA на конец года не превысит 3,4х. Вместе с тем, компания отказалась раскрыть свои инвестиционные планы и прогнозы финансовых показателей на 2013 г., пообещав представить эту информацию в начале следующего года.</p>
... однако компании приходится работать в условиях динамично растущей конкуренции	<p>Мы сохраняем обеспокоенность в отношении динамики операционных показателей компании, с учетом агрессивных инвестиционных планов конкурентов X5 – Магнита, О'Кей, Дикси Групп, которые планируют масштабное открытие новых магазинов в Центральном регионе, на который приходится более 50% продаж X5. По нашему мнению, в 2013 г. может произойти смена лидера – X5 уступит первое место по торговому обороту Магниту. X5 предстоит пройти, вероятно, самый трудный этап в своем развитии, реализовывая стратегию роста и преодолевая внутренние операционные проблемы.</p>
X5 сохраняют премию к Магниту	<p>X5 БО-1 (YTM 9,67% @ октябрь 2015 г.) котируются на уровне 100,1% от номинала, что соответствует спреду к ОФЗ в размере 285 б.п. и премии к Магнит БО-7 на уровне 70 б.п. Учитывая отличие в рейтингах эмитентов, мы считаем, что бумаги оценены справедливо.</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
Роснефть	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

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
Мегафон	

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	МОЭСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика сентября разочаровывает

Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

Инфляция

Инфляция: на пути к 7%

Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Монетарная политика ЦБ

В октябре ЦБ оставил все ставки без изменений

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промпроизводство: надежда на улучшение?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: динамика импорта указывает на риски экономики

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ РФ повышает привлекательность длинных инструментов

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Профицит бюджета сокращается, но напряженность с ликвидностью остается

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
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

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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Леонид Берещанский		(+7 495) 721 9900 доб. 5482

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.