

## Пульс рынка

- **Не все американские банки прошли тест на устойчивость.** На рынках вчера доминировали в основном негативные настроения (американские индексы просели на 0,7%, доходности 10-летних UST снизились на 4 б.п. до YTM 2,7%), что было вызвано результатами стресс-тестов, проведенными ФРС по крупнейшим банкам, работающим на территории США. Планы на 2014 г. по управлению капиталом (в т.ч. выплата дивидендов и выкуп собственных акций) 5 банков (Citi, HSBC, Santander, Royal Bank of Scotland, Zions Bancorp) из 30 не удовлетворили регулятора, при этом BoA и Goldman Sachs для прохождения теста пришлось сократить бюджет на дивиденды и выкуп акций. Довольно жесткой критике со стороны ФРС подверглась способность Citi оценивать свои доходы и убытки при негативных сценариях. Вновь напомнило об украинском риске вчерашнее заявление Б. Обамы в Брюсселе о том, что действия РФ на Украине будут иметь последствия (намекая тем самым на возможность новых санкций). Суверенные бонды GEM продолжили ценовой рост: выпуск Russia 42 подорожал на 1,3 п.п. до 95,5% от номинала, бонд Brazil 41 прибавил 1,5 п.п.
- **Индикатор У. Баффета указывает на вероятный sell-off.** В СМИ появились мнения управляющих крупных фондов (М.Фабер) о назревшем "пузыре" на рынках акций (возникший вследствие программ QE), который может "лопнуть" в любой момент (на это, в частности, указывает отношение суммарной рыночной капитализации к глобальному ВВП, т.н. индикатор У. Баффета). Например, с 2004 г. ВВП США вырос на 42%, а индекс S&P на 62%. Мы уже указывали на гиперинфляцию американских и европейских рынков акций, рост которых в последние годы не имеет фундаментальных оснований (экономика развитых стран замедляется), но пока "музыка играет" (ФРС "печатает" миллиарды долларов ежемесячно в рамках QE) инвесторы продолжают покупать в надежде, что они не окажутся последними. Вопрос в том, какой "черный лебедь" станет катализатором распродаж.
- **ГСО вместо ОФЗ.** Завтра Минфин проведет по закрытой подписке размещение ГСО 36004 и 35013 номиналом 50 млрд руб. каждый с доходностью 7,73% к погашению 11 марта 2015 г. и 8,25% к погашению 24 февраля 2016 г. Эти уровни соответствуют кривой ОФЗ, но Минфину сейчас (когда банки испытывают дефицит рублевой ликвидности), скорее всего, не удалось бы разместить столь большой объем госбумаг на рынке ОФЗ без значительной премии. Таким образом, по итогам 1 кв. объем размещения госбумаг составит 136 млрд руб. (при плане 275 млрд руб.). Кстати говоря, 13 марта 2014 г. были погашены ОФЗ 25076 именно в таком объеме.
- **Распадская (-/B2/B+): EBITDA около нуля.** Вчера компания опубликовала слабые результаты за 2П 2013 г. по МСФО. Снижение объемов реализации угольного концентрата (-11% п./п.) и сохраняющаяся негативная рыночная конъюнктура (цены на угольный концентрат FOB Австралия снизились на 12% п./п.) привели к падению выручки на 19% п./п. На фоне более медленного снижения себестоимости и роста коммерческих расходов EBITDA во 2П приблизилась к нулю (1,2 млн долл.), рентабельность по этому показателю просела до 0,5%. Чистый убыток составил 58,4 млн долл. Операционного денежного потока (18,4 млн долл.) не хватило на финансирование капвложений (47,6 млн долл.). В результате компании пришлось использовать большую часть накопленных средств (остаток на конец года - 5,6 млн долл.) на эти цели, а также на погашение долга, что при падении EBITDA вылилось в рост долговой нагрузки в терминах Чистый долг/EBITDA выше 17х. При этом процентные платежи были сопоставимы с операционным денежным потоком. Из позитивных моментов мы отмечаем, что компании удалось рефинансировать краткосрочный долг за счет займа Евраз (100 млн долл., погашение в июле 2016 г.), в течение года ей нужно погасить лишь 5,5 млн долл. внешней задолженности. Оставшаяся часть долга - евробонд RASP 17 (398 млн долл.). В ближайшее время ожидать улучшения финансового состояния компании не приходится: по оценкам менеджмента, в 1 кв. 2014 г. цены на уголь снизились со 140 до 130 долл./т, и ожидается, что во 2 кв. 2014 г. они будут на уровне 120 долл./т. Что касается ситуации на Украине, то менеджмент заявил, что не видит серьезных рисков (на долю поставок на Украину приходится 7% выручки компании, основная их часть осуществляется на предприятия Евраз). Евробонд RASPAD 17 котируется с YTM 11,8% (с премией к Евразу 350 б.п.), отражая возможность реструктуризации. Лучшей альтернативой является VOSTOK 15 (YTM 9,2%).

## Темы выпуска

- **О`КЕЙ: Впереди большие перемены**

## О`КЕЙ: Впереди большие перемены

**Ритейлер по-прежнему не успевает открывать гипермаркеты, но приход нового CEO, Тони Майера, может кардинально изменить ситуацию в будущем**

Вчера О`КЕЙ опубликовал финансовые результаты за 2013 год по МСФО, а также провел телефонную конференцию с аналитиками. Ранее озвученные результаты продаж в 3-4 квартале продемонстрировали, что компания все же не достигла своего годового прогноза по росту выручки, установленного ранее на уровне 19-22%. По итогам 2013 года рост составил 18,9% в рублевом выражении. Также напомним, что компания не выполнила свой план по открытию магазинов - из 10 планируемых в 2013 г. гипермаркетов, ритейлер успел запустить только 8, а также 3 супермаркета. В результате прирост торговой площади по итогам года составил всего 14,3%. Однако, учитывая, что в конце января 2014 г. компанию возглавил новый генеральный директор, Тони Майер, мы полагаем, что в ней грядут большие перемены, которые приведут к повышению качества управления бизнес-процессами и ускорению темпов роста сети. В частности, ритейлер заявил, что с целью повышения информационной открытости и прозрачности, он намерен перейти к раскрытию финансовой отчетности на ежеквартальной основе. Таким образом, отчетность за 1 кв. 2014 г. мы ожидаем увидеть уже в конце апреля.

**Несмотря на замедление темпов роста выручки, компания смогла выполнить свой финансовый прогноз по рентабельности по EBITDA**

Несмотря на замедление темпа роста выручки, О`КЕЙ удалось выполнить свой план рентабельности. Валовая рентабельность составила 23,9% (+0,4 п.п г./г.), что преимущественно объясняется улучшением закупочных условий. Однако общие, коммерческие и административные издержки также заметно повысились - до 17,9% от выручки (+0,5 п.п. г./г.) - главным образом, из-за увеличения расходов на персонал (+0,4 п.п. г./г. из-за 7%-й индексации зарплат в июле 2013 года). Также продолжился рост арендных издержек из-за роста открытых магазинов на арендованных торговых площадях. Тем не менее, рентабельность по EBITDA по итогам года составила 7,9% (-0,1 п.п. г./г.). Таким образом, компания выполнила свой годовой прогноз (7,8-8%).

### Ключевые финансовые показатели

В млн долл., если не указано иное	2П 2013	2П 2012	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	74 746	63 211	18,2%	139 460	117 332	18,9%
Валовая прибыль	18 474	15 452	19,6%	33 336	27 627	20,7%
Валовая рентабельность	24,7%	24,4%		23,9%	23,5%	
EBITDA	6 793	5 722	18,7%	11 032	9 427	17,0%
Рентабельность по EBITDA	9,1%	9,1%		7,9%	8,0%	
Чистая прибыль	3 363	3 209	4,8%	4 976	4 679	6,4%
Операционный поток	7 465	8 867	-15,8%	7 909	8 938	-11,5%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-7 650	-5 992	27,7%	-10 534	-8 491	24,1%
Капвложения	-7 673	-5 977	28,4%	-10 593	-8 519	24,3%
Финансовый поток	647	97	-	1 084	1 136	-
Выручка	74 746	63 211	18,2%	139 460	117 332	18,9%

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2013	30 июн. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	16 754	16 002	4,7%
Краткосрочный долг	2 313	3 194	-27,6%
Долгосрочный долг	14 442	12 809	12,8%
Чистый долг	13 748	13 455	2,2%
Чистый долг/EBITDA	1,2	1,4	-11,0%

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Доля краткосрочного долга снизилась до 14%**

Общий долг О`КЕЙ (Fitch B+) по состоянию на конец декабря 2013 г. повысился до 16,7 млрд руб. (+22% г./г.). Доля долгосрочного долга выросла до 86% против 72% на начало года. Средневзвешенная процентная ставка по долговому портфелю ритейлера составила 8,9% (против 9,4% в 2012 г.). Отношение Чистый Долг/EBITDA улучшилось до 1,2х.

**Долговая нагрузка Чистый долг / EBITDA снизилась до 1,2х**

**В конце апреля компания планирует скорректировать свой финансовый прогноз на 2014 г.**

По итогам 2013 г. О'КЕЙ продемонстрировал снижение операционного денежного потока на 11,5% г./г., что объясняется негативным влиянием изменений в оборотном капитале (увеличение НДС к получению из-за задержек с получением прав собственности, а также рост задолженности от поставщиков по бонусным выплатам). Капвложения были связаны с приобретением земельных участков, строительством новых и модернизацией существующих магазинов, а также закупкой оборудования.

Во время телефонной конференции с аналитиками, новый генеральный директор компании, Тони Майер, заявил, что не считает достижимым ранее озвученный прежним руководством план по открытию 13 гипермаркетов (хотя видит долгосрочную цель открывать по 15-20 магазинов в год). Компания будет готова предоставить новый финансовый прогноз в конце апреля. Вместе с тем, ритейлер заявил, что по предварительным результатам продаж сети в январе-марте, компания видит, что темпы роста выручки остаются ниже текущего прогноза компании по росту годовой выручки на уровне 15-19%. При этом, О'КЕЙ не видит признаков негативных изменений в структуре потребительской корзины покупателей, и, следовательно, относит замедление темпов роста выручки на эффект влияния растущей конкуренции, а также каннибализации продаж магазинов со стороны собственных новых магазинов. Тони Майер подтвердил план компании по капвложениям на 2014 г. на уровне 20 млрд руб., из которых около 8 млрд руб. будет профинансировано за счет новых заимствований, при этом показатель Чистый долг/ЕБИТДА не должен превысить 2х.

Облигации эмитента имеют низкую ликвидность и котируются с УТР 11% @ декабрь 2015 г. что предполагает слишком низкую премию к выпускам 1-го эшелона (РСХБ) - всего 100 б.п.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

### Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

### Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

### Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

### Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

### Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

### Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

### Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

### Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

## 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

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

## 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

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

---

### 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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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.