

## Пульс рынка

---

- ▶ После недолгой паузы медвежьи настроения вновь возвращаются, несмотря на сильную макростатистику по США. Индекс уверенности потребителей в ноябре вырос до 56 (ожидалось 45), что, возможно, указывает на повышение занятости. Кроме того, по данным агентства FHFA, в сентябре рост цен на недвижимость составил 0,9% (прогноз предполагал нулевой рост). Позитивный эффект сильной статистики был нивелирован снижением S&P рейтингов крупнейших американских банков (в частности, рейтинги BoA, Citi, Goldman Sachs, MS были снижены с A до A-). Основанием для этого действия стало изменение методологии агентства в сторону более высокой значимости системного риска, который сейчас является следствием развивающегося кризиса в Европе. По данным Bloomberg, вследствие снижения рейтинга банкам придется увеличить объем обеспечения (на миллиарды долларов), который они используют при операциях с контрагентами. В результате доходность 10Y UST вновь опустилась ниже YTM 2%.
- ▶ Размещение бондов Италии привело к росту доходностей. В ходе вчерашнего аукциона из предложенного объема госбумаг в 8 млрд евро было реализовано 7,5 млрд евро, при этом книга заявок была переподписана в 1,5 раза. Довольно высокий объем реализованных бумаг обусловлен премией ко вторичному рынку, которая составила 30 б.п. по 10-летним бондам (размещенным с YTM 7,56%). Такая стоимость заимствований для обремененной долгом Италии (около 120% от ВВП) на фоне экономического спада является дополнительным фактором роста ее долговой нагрузки.
- ▶ Европа все еще без антикризисного плана. Обсуждение антикризисного плана лидерами Европы пока не увенчалось успехом. На текущий момент изучается возможность кредитования стран еврозоны за счет ЕЦБ, а МВФ будет выступать в качестве посредника (чтобы обойти ограничение в соглашении ЕС, запрещающее ЕЦБ осуществлять прямое кредитование правительств союза). Одобренный механизм увеличения потенциала EFSF посредством предоставления гарантий в объеме 20-30% от новых выпусков проблемных стран еврозоны, по нашему мнению, не является адекватным текущим реалиям. Рыночный спрос на "мусорные" бонды (под приемлемую для еврозоны доходность) сформировать, скорее всего, не удастся. Положительной новостью стало одобрение министрами финансов еврозоны транша в 8 млрд евро для Греции (положительная резолюция от МВФ ожидается в декабре).
- ▶ Банки вчера максимально задействовали инструменты государственного рефинансирования, для того, чтобы удовлетворить повышенный спрос на ликвидность. Помимо ожидаемой нами пролонгации недельного РЕПО с ЦБ (см. обзор от 29 ноября), осуществленной с приростом задолженности по нему на 85 млрд руб. до 340 млрд руб. (на сегодня) при почти неизменном объеме о/п РЕПО в 500 млрд руб., банки привлекли все 46 млрд руб., предоставленные Минфином. С учетом срока размещения (до 21 декабря), эти средства, как мы полагаем, пойдут на пролонгацию 38 млрд руб. погашаемых сегодня депозитов и возврат 8 млрд руб. (до 7 декабря), привлеченных на аналогичном аукционе неделей ранее. Мы ожидаем, что с возобновлением притока бюджетных средств на счета ЦБ, который, по нашим оценкам, составил вчера не менее 30 млрд руб., банки могут компенсировать прирост недельного РЕПО снижением о/п сделок, что удержит общий уровень задолженности по РЕПО около 800 млрд руб.

## Темы выпуска

---

- ▶ Х5: пока под давлением интеграции с Копейкой
  - ▶ ТМК: 4-й квартал должен быть лучше
-

## X5: пока под давлением интеграции с Копейкой

Нейтральные  
результаты за 3 кв.  
2011 г.

X5 (B+/B2/-), крупнейшая розничная сеть в РФ по величине выручки, представила ключевые финансовые и операционные показатели за 3 кв. и 9М 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Выручка за 3 кв. выросла на 39% г./г. до 3,6 млрд долл., но в сравнении с предыдущим кварталом произошло снижение на ~10%. Рентабельность по EBITDA сократилась на 1 п.п. до 6,1%, на фоне уменьшения прибыли EBITDA на 23% кв./кв. до 220 млн долл. Позитивным моментом в представленных результатах стало некоторое сокращение долговой нагрузки - до 3,57x в терминах Чистый долг/LTM EBITDA, несмотря на высокие капитальные расходы.

### Ключевые финансовые показатели X5

в млн долл., если не указано иное	9М 2011	9М 2010	изм.	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.
Выручка в т.ч.	11 490	7 798	+47%	3 623	4 021	-10%
мягкие дискаунтеры	5 826	4 382	+33%	1 889	2 049	-7,8%
супермаркеты	2 510	1 923	+30%	771	881	-12,5%
Копейка	1 330	-	н/а	385	454	-15,2%
Валовая прибыль	2 698	1 862	+45%	838	946	-11,4%
Валовая рентабельность	23,5%	23,9%	-0,4 п.п.	23,1%	23,5%	-0,4 п.п.
EBITDAR	1 214	854	+42%	366	432	-15,3%
Рентабельность по EBITDAR	10,5%	10,95%	-0,45 п.п.	10,1%	10,7%	-0,6 п.п.
EBITDA	786	593	+32%	220	285	-22,8%
Рентабельность по EBITDA	6,8%	7,6%	-0,8 п.п.	6,1%	7,1%	-1 п.п.
Чистая прибыль	168	183	-8%	-2,1	74	
Чистая рентабельность	1,5%	2,4%		-0,1%	1,8%	
Инвестиционный поток	-496	-252		-227	-172	
Операционный денежный поток	318	-66		309	-66	

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 578	3 685	-2,9%
Краткосрочный долг	771	508	+52%
Долгосрочный долг	2 807	3 177	-11,6%
Чистый долг	3 452	3 414	+1,1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,57x	3,70x	

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность и пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Интеграция Копейки  
оказала негативное  
давление не только на  
продажи кв./кв. ...

Снижение выручки кв./кв. произошло во всех торговых форматах. Наиболее сильное снижение продаж (-15,2% кв./кв.) наблюдалось в сети магазинов Копейка (приобретение которой было завершено в декабре 2010 г.), что связано с закрытием магазинов для проведения ребрендинга.

В целом основным фактором, повлиявшим на продажи в 3 кв. 2011 г., стало уменьшение суммы среднего чека кв./кв. на 6,8% в руб. (до 291 руб.). При этом количество покупателей осталось практически без изменения (на уровне 412 млн). В динамике г./г. отмечается снижение трафика во всех торговых форматах, что обусловлено, по мнению компании, низкой покупательской активностью на фоне общего ухудшения состояния продуктового розничного рынка РФ.

... но и на рентабельность

Ребрендинг магазинов сети Копейка, который планируется завершить до конца года, оказал некоторое давление и на валовую рентабельность (которая сократилась на 1 п.п. г./г. до 23,1%). Стоит отметить, что после реконструкции может потребоваться 6-9 месяцев, по оценкам менеджмента, для восстановления объемов продаж. X5 планирует проводить промо-акции, а также сфокусироваться на улучшении ассортимента товаров для привлечения покупателей. Также негативный эффект на рентабельность, по словам менеджмента, оказала переориентация покупателей на сегмент товаров более низкой ценовой категории (которые, как правило, менее маржинальны).

Ребрендинг Копейки высвободил средства из оборотного капитала

Операционный денежный поток за 3 кв. 2011 г. составил 405,5 млн долл., что на 77% выше показателя за 1П 2011 г. Столь заметное увеличение произошло за счет сокращения товарных запасов при закрытии магазинов сети Копейка (220 млн долл.), что нашло отражение в изменении оборотного капитала. Денежного потока от операционной деятельности за вычетом процентных платежей (62 млн долл.) оказалось достаточно для покрытия капитальных затрат, которые составили 202 млн долл. (количество магазинов увеличилось на 102). Порядка 91 млн долл. было направлено на сокращение долга.

Высокий сарех в 4 кв. может быть профинансирован из операционной деятельности

Учитывая, что в 4 кв. компания планирует открыть порядка 224 магазинов (чтобы выполнить план в 540 магазинов по итогам года), капитальные расходы заметно возрастут. По нашим оценкам, эти инвестиции смогут быть профинансированы традиционно растущим в конце года операционным потоком. Потребность в заемных средствах может увеличиться из-за необходимости финансирования оборотного капитала в связи с открытием магазинов Копейка. В ходе телеконференции инвестиционные планы на 2012 г. озвучены не были.

Краткосрочные риски рефинансирования невысоки.

Объем краткосрочного долга составляет 770 млн. долл., который компания намерена рефинансировать рублевыми обязательствами, в результате чего весь долг будет номинирован в рублях. Стоит отметить, что на отчетную дату объем невыбранных средств по кредитным линиям составлял 59,3 млрд руб. (~1,9 млрд долл.).

Мы не видим торговых идей в обращающихся выпусках эмитента X5-01 и X5-04, которые имеют низкую торговую ликвидность.

## ТМК: 4-й квартал должен быть лучше

Ожидаемо слабые результаты за 3 кв. 2011 г.

Вчера ТМК (В+/В1/-), крупнейшая российская трубная компания, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2011 г., которые оказались ожидаемо слабыми в сравнении с предыдущими кварталами года.

Совокупно отгрузки труб ТМК в 3 кв. 2011 г. сократились по сравнению со 2 кв. 2011 г. на 5,6% до 1,029 млн тонн. При этом наибольшее снижение произошло в российском сегменте: продажи труб нефтяного сортамента OCTG уменьшились на 6%, труб большого диаметра (ТБД) - на 32%. Некоторую поддержку оказал рост продаж сварных труб промышленного назначения (+26%). В американском дивизионе отгрузки увеличились на 8,6% кв./кв. во многом благодаря сохраняющемуся росту объемов бурения нефтяными компаниями на фоне стабильно высоких цен на нефть.

На фоне снижения спроса (как под влиянием сезонных факторов, так и в связи с окончанием поставок ТБД по ряду крупных проектов Газпрома), плановых ремонтов на ключевых заводах, выручка компании сократилась на 15% в сравнении со 2 кв. 2011 г. Дополнительное давление на EBITDA (-39% кв./кв.) оказало более медленное сокращение затрат на сырье (из-за высоких цен на металл), персонал и электроэнергию. Тем не менее, благодаря очень хорошим показателям за 1П 2011 г, за 9 мес. 2011 г. компания продемонстрировала увеличение выручки на 31% г./г. до 5,2 млрд долл. EBITDA достигла 827 млн долл., рентабельность по EBITDA - 16%.

## Ключевые финансовые показатели ТМК

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	1 604	1 878	-15%	1 604	1 365	+18%
Валовая прибыль	301	423	-29%	301	327	-8%
Валовая рентабельность	18,8%	22,5%	-3,7 п.п.	18,8%	23,9%	-5,1 п.п.
ЕБИТДА	202	332	-39%	202	234	-14%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,6%	17,7%	-5,1 п.п.	12,6%	17,1%	-4,5 п.п.
Чистая прибыль	21	154	-7,3x	21	35	-40%
Чистая рентабельность	1,3%	8,2%	-6,9 п.п.	1,3%	2,6%	-1,3 п.п.
				9М 2011	9М 2010	изм.
Операционный денежный поток				580	270	+2,1x
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.				-294	-216	+36%
Капвложения				-313	-229	+37%
в млн долл., если не указано иное				30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				3 769	3 872	-3%
Краткосрочный долг				446	702	-36%
Долгосрочный долг				3 323	3 170	+5%
Чистый долг				3 612	3 711	-3%
Чистый долг/ LTM ЕБИТДА *				3,2x	3,9x	п/а

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Прогноз роста отгрузок на 2011 г. снижен до 5%, но в 2012 г. спада не ожидается**

Складывающиеся неблагоприятные условия на мировых рынках выводят на первый план дальнейшие перспективы, нежели предыдущие итоги. В этой связи наиболее ценными были заявления менеджмента, относительно прогнозов деятельности ТМК в 4 кв. 2011 г. - 2012 г., сделанные в ходе телеконференции:

- Компания снизила прогноз роста объемов реализации на весь 2011 г. с ранее озвученных 7-8% до 5%. Исходя из этого, по нашим оценкам в 4 кв. 2011 г. отгрузки должны снизиться по сравнению с 3 кв. 2011 г. на 5% до 972 тыс. тонн. В частности, по информации менеджмента, в сегменте труб промышленного назначения сейчас ситуация хуже, чем в 1П 2011 г. из-за неопределенности цен на сырье. В сегменте OCTG объемы законтрактованы на уровне как минимум 3 кв. 2011 г. В ТБД ожидается стабильный уровень реализации по сравнению с предыдущим кварталом. На 2012 г. менеджмент не ожидает снижения продаж по сравнению с 2011 г.
- В 4 кв. 2011 г. ЕБИТДА должна быть выше в сравнении с уровнем 3 кв. 2011 г., как в абсолютном выражении, так и в терминах рентабельности. Однако, скорее всего, уровень 1П 2011 г. (17,6%) достигнут не будет.
- В сегменте OCTG компания договорилась о поставках на 2012 г. с ключевыми потребителями. В частности, объем отгрузок для Роснефти и Сургутнефтегаза может увеличиться на 10% г./г. С Лукойлом заключен контракт, предусматривающий поставку труб от ТМК в полном объеме потребностей компании. В рамках 5-летнего договора с ТНК-ВР ТМК обеспечит 70% ее потребностей в трубах. Также существуют перспективы расширения присутствия в СНГ и странах Ближнего Востока. Так, ТМК планирует участвовать в проектах в Ираке (Курна-1,2). Менеджмент отмечает тенденцию усложнения сортамента и увеличения добавленной стоимости продукции, что должно транслироваться в более высокий уровень рентабельности.

- В сегменте ТБД ожидается снижение отгрузок в России из-за окончания крупных проектов Газпрома. Потребление труб большого диаметра с его стороны в 2012 г. будет связано с продолжением строительства Бованенково-Ухта, Ухта-Торжок, а также запуска новых проектов. Спрос со стороны Транснефти будет обеспечиваться в основном закупками на ремонтно-эксплуатационные нужды. Дополнительный спрос ТМК ожидает со стороны стран СНГ (Узбекистан, Казахстан, Туркменистан), где к настоящему моменту заявлено 7 проектов по строительству трубопроводов общей потребностью в ТБД ~ 2 млн тонн.
- Важным моментом является достижение договоренностей трубных компаний с Газпромом о формуле цены на готовую продукцию, которая будет учитывать изменение цен на металлургическое сырье (уголь, железорудный концентрат, металлолом), а также на трубное сырье (лист). В качестве нулевого уровня зафиксированы текущие цены на сырье и готовую продукцию (т.е. фактически маржа трубной компании), в дальнейшем предполагается индексация всех заложенных в формулу цен раз в полгода. Новые правила ценообразования начнут действовать с 2012 г.

#### Долговая нагрузка снижается

При стабильном уровне долга в абсолютном выражении и росте EBITDA в этом году долговая нагрузка с начала года сократилась до 3,2х (Чистый долг/EBITDA). Операционных денежных потоков ТМК было достаточно для осуществления инвестиций (за 9М 2011 г. 313 млн долл., ключевые проекты - строительство электропечи на Тагмете и модернизация производства бесшовных труб на Синарском заводе, запуск намечен на 2013 г.), выплаты дивидендов в августе (28 млн долл.), а также погашения долга (37 млн долл.). В результате остаток денежных средств на балансе практически не изменился с начала года, составив 153 млн долл.

#### Компания продолжает оптимизировать структуру долга

Важно отметить, что в текущем году ТМК провела значительную работу по оптимизации долга, как по стоимости заемных средств, так и по срокам их погашения. На 30 сентября краткосрочный долг (446 млн долл., в т.ч. 20 млн долл. - проценты) составляет ~12% всей задолженности. Средняя процентная ставка по портфелю снизилась на 84 б.п. до 7%. Помимо имеющихся на балансе денежных средств, размер невыбранных кредитных линий на 30 сентября 2011 г. составлял 738 млн долл. В октябре 2011 г. ТМК рефинансировала задолженность перед Газпромбанком на сумму 207 млн долл. кредитом от Нордеа Банка с погашением в 2017 г. Менеджмент компании планирует и дальше оптимизировать структуру долга, однако, на наш взгляд, в текущих условиях сделать это будет достаточно сложно, как с точки зрения уровня процентных ставок, так и срочности кредитов.

#### Рублевые облигации неликвидны, спред ТМК18-Evraz18 быстро не сузится

Единственный обращающийся рублевый выпуск облигаций ТМК БО-01 (дюрация 1,78 лет) неликвиден. Спред выпуска еврооблигаций ТМК18 к Evraz18 за последнее время расширился свыше 100 б.п., что, на наш взгляд, неоправданно, принимая во внимание идентичный уровень кредитного рейтинга - В+/В1 (S&P/Moody's). Тем не менее, в текущих волатильных условиях мы не ждем быстрого сужения этого спреда.

## 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
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.