

Пульс рынка

- **Бегство от европейского риска набирает обороты.** В ожидании обращения за внешней помощью правительства Испании распродажи на рынке суверенных бондов еврозоны вчера продолжились: доходности 10-летних бондов Испании и Италии выросли на 10-15 б.п. до YTM 6,57% и YTM 7,57%, соответственно. Немецкие бонды также продемонстрировали рост доходностей, что, по-видимому, отражает как недавнее изменение прогноза по рейтингу страны на негативный, так и увеличение вероятности эффекта домино в случае, если распад еврозоны станет неуправляемым. Опубликованный вчера индекс PMI по Германии за июль свидетельствует о снижении активности как в производстве, так и в сфере услуг больше ожиданий, что также способствовало росту негативных настроений и усилило бегство в качество. Доходности UST в очередной раз обновили минимумы. Поддержку финансовым рынкам могли бы оказать действия ФРС, направленные на стимулирование роста экономики США (который пока замедляется, судя по вчерашним данным PMI). В этой связи интерес представляют данные по ВВП за 2 кв. (будут опубликованы в пятницу).
- **Ориентир по ОФЗ вновь оказался ниже рынка.** Озвученный ориентир по размещаемым сегодня 5-летним ОФЗ 25080 в диапазоне YTM 7,87-7,92% не предполагает премии к рынку, что лишает участие в аукционе спекулятивной привлекательности, учитывая негативный внешний фон и, как следствие, низкий спрос со стороны нерезидентов. Отметим, что рублевые бонды Russia 18 вместе с 5-7-летними ОФЗ просели в цене за последние два дня на 1,2 п.п. В сравнении со ставками денежного рынка ОФЗ выглядят дорого, что обуславливает низкий спрос на них со стороны локальных инвесторов в рамках среднесрочных стратегий. Учитывая сегодняшнее ослабление рубля (корзина открылась ростом на 24 копейки), мы не рекомендуем участвовать в аукционе и не ожидаем высокого спроса на нем. Кстати говоря, о закрытии окна на первичный рынок свидетельствует перенос размещения облигаций КБ РенКап, Татфондбанк и НЛМК, продлен срок приема заявок по выпуску ПСБ, 14.
- **ГМС: М&А не прошло бесследно для рейтинга.** S&P снизило кредитный рейтинг ГМС на одну ступень до В+/негативный в связи с ожидаемым ростом долговой нагрузки по итогам 2012 г. выше отметки 2,0x в терминах отношения Долг/LTM EBITDA вследствие последних сделок М&А: приобретения долей в Казанькомпрессормаш за 5,5 млрд руб. и немецком Apollo Goessnitz за 25 млн евро. Негативный прогноз отражает риски рефинансирования в связи с увеличением краткосрочной части долга в рамках проведения М&А. Также S&P считает, что эти приобретения оказывают нейтральное влияние на кредитный профиль ГМС (повышения рентабельности ждать не стоит). Мы предполагали, что долговая нагрузка возрастет в результате закрытия сделок М&А, однако итоговая сумма инвестиций (1,23x LTM EBITDA) превзошла наши ожидания. В целом мы разделяем мнение агентства. Облигации ГМС-2 (YTM 10,7% @ февраль 2015 г.) котируются со спредом к ОФЗ в 330 б.п., что соответствует категории бумаг с рейтингом В+ (в частности, с таким спредом котируются ЕвразХолдинг-2,4).
- **ЛенСпецСМУ (S&P:В) - теперь с позитивным прогнозом.** Прогноз рейтинга от S&P был повышен на позитивный в связи с улучшением операционных показателей компании на фоне общей положительной динамики петербургского рынка жилой недвижимости (низкий уровень предложения и растущий спрос). Тем не менее, агентство указывает на риски, связанные с реализацией большого объема строительных проектов в 2013 г., что может увеличить потребность в оборотном капитале. Предполагая высокую вероятность поддержки материнской Etalon Group (которая во 2П 2011 г. увеличила капитал ЛенСпецСМУ) в случае возникновения потребности в ликвидности (например, для финансирования оборотного капитала), на наш взгляд, кредитный профиль компании выглядит лучше ее рейтинга. Мы рекомендуем покупать короткие облигации ЛенСпецСМУ-1, которые предлагают YTM 10,4% @ декабрь 2012 г. и включены в список РЕПО ЦБ, с целью удержания до погашения.

Темы выпуска

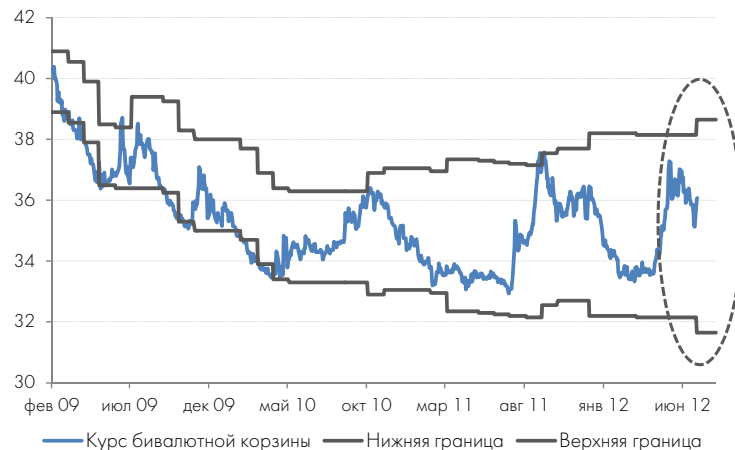
- ЦБ готовится к худшему
- Магнит: по-прежнему в лидерах

ЦБ готовится к худшему

ЦБ расширил плавающий коридор до 7 рублей (31,65-38,65 руб)

Банк России вчера симметрично расширил плавающий коридор бивалютной корзины с 6 до 7 рублей, а именно: с 32,15-38,15 руб. до 31,65-38,65 руб. Одновременно ЦБ снизил величину накопленных интервенций, приводящих к сдвигу границ операционного интервала на 5 копеек, с 500 млн долл. до 450 млн долл. Такое решение Банка России стало полной неожиданностью для участников рынка, тогда как предыдущие действия ЦБ в отношении изменения параметров коридора были в целом предсказуемы.

Динамика плавающего коридора ЦБ и курса рубля



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Переход к таргетированию инфляции

Безусловно, очередное расширение плавающего коридора соответствует среднесрочной цели регулятора по постепенному переходу к режиму модифицированного таргетирования инфляции и призвано повысить гибкость курса для увеличения эффективности воздействия на инфляцию путем управления процентными ставками.

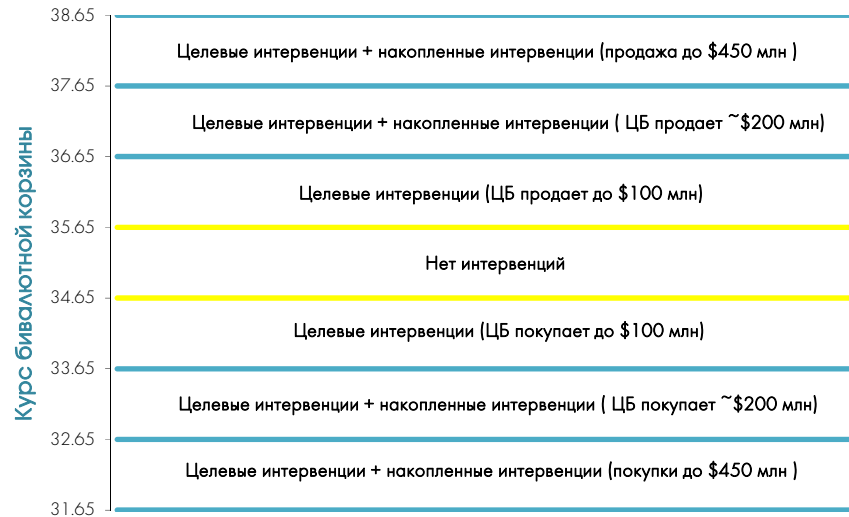
При росте девальвационных ожиданий расширение коридора поможет минимизировать траты из международных резервов на поддержку рубля

Однако, время для расширения плавающего коридора с точки зрения высокой волатильности динамики курса рубля сейчас не столь подходящее, как при прежних расширениях границ, которые производились исключительно в периоды стабильного курса рубля, что выглядело обоснованным с точки зрения минимизации негативной реакции участников рынка и ее переноса на динамику курса рубля.

Мы полагаем, что решительность ЦБ в отношении расширения границ связана с ростом девальвационных ожиданий. Ситуация в Европе осложняется, недавняя негативная коррекция нефтяных котировок может продолжиться. Усиление ослабления рубля потребует все больших и больших интервенций, чего, как мы полагаем, ЦБ настроен избежать. Благодаря тенденции к укреплению рубля, наблюдаемой в последние недели на фоне улучшения состояния капитальных потоков, стоимость корзины все больше удалялась от верхней границы плавающего коридора. Мы считаем, что незамедлительное расширение операционного коридора было обусловлено, в том числе, нахождением текущей цены корзины далеко от границ прежнего 6-рублевого коридора. Однако в краткосрочной перспективе, расширение границ будет иметь негативный эффект на курс рубля. Логичной реакцией рынка сегодня с утра стал рост стоимости бивалютной корзины на 33 копейки до 36,17 руб.

Кроме того, мы полагаем, что решение ЦБ по расширению коридора может являться заблаговременной мерой. Это поспособствует усилению анти-инфляционного эффекта, в случае, если Банк России впоследствии повысит ключевые процентные ставки.

Предполагаемый механизм интервенций ЦБ с 24 июля 2012 г.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Если ЦБ будет ужесточать монетарную политику, повышение депозитной ставки вначале мы считаем более вероятным

В качестве наиболее вероятного сценария в ближайшие месяцы мы считаем сужение процентного коридора Банком России (сейчас 1,25 п.п., разница между минимальными ставками депо и репо). Однако, как мы неоднократно отмечали, повышение ставок по ключевым инструментам предоставления ликвидности банковскому сектору со стороны ЦБ сейчас было бы довольно болезненным. Реальные макроиндикаторы пока дают противоречивые сигналы, а ситуация на денежном рынке и без того, продолжает ухудшаться.

Учитывая, что мы ожидаем дальнейшего сужения рублевой ликвидности на фоне ее стерилизации бюджетом и оттока капитала, то есть тенденцию к повышению рыночных ставок (что само по себе является ужесточением монетарной политики), повышение ставок РЕПО или, скажем, ставок по кредитам под нерыночные активы уже в августе кажется нам маловероятным. Логичнее предположить, что вначале ЦБ предпримет повышение депозитной ставки (мин. на 25 б.п.), что отвечало бы цели сужения процентного коридора и в меньшей степени сказалось бы на ликвидности. Причем, само повышение ставок, как мы считаем, более вероятно по мере приближения к концу года, когда станет возможным более точная оценка среднесрочных инфляционных рисков, которой руководствуется ЦБ при принятии решения по ставкам.

Магнит: по-прежнему в лидерах

Сильные результаты за 2 кв. и 1П 2012 г.

Магнит (S&P: BB-) опубликовал ключевые неаудированные управленческие данные о прибылях и убытках за 1П 2012 г., которые мы оцениваем позитивно. Результаты 2 кв. выглядят сильно как в сравнении с предыдущим кварталом, так и с аналогичным периодом прошлого года. Рентабельность по EBITDA достигла 10,1%, что превосходит показатель успешного предыдущего квартала (9,65%). Ранее представленный прогноз по этому показателю на 2012 г. в 7,5-8% был повышен менеджментом до 8,5-9%.

Ключевые финансовые показатели Магнита

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.
Выручка	3 451	3 325	+4%	3 451	2 907	+19%
Валовая прибыль	893	841	+6%	893	650	+37%
Валовая рентабельность	25,9%	25,3%	+0,6 п.п.	25,9%	22,4%	+3,5 п.п.
EBITDA	350	321	+9%	350	197	+78%
Рентабельность по EBITDA	10,1%	9,7%	+0,4 п.п.	10,1%	6,8%	+3,3 п.п.
Чистая прибыль	182	158	+15%	182	79	+2,3x

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла за счет новых торговых площадей и LFL продаж

В 1П 2012 г. выручка Магнита увеличилась на 32,6% г./г. в рублях, что пока опережает прогноз компании (25-30% по итогам 2012 г.). Рост был обеспечен увеличением торговых площадей, а также наращиванием сопоставимых продаж (LFL), несмотря на продолжающуюся отрицательную динамику трафика LFL (-0,9% г./г. в 1П 2012 г., в т.ч. 1,2% г./г. - во 2 кв. 2012 г.). Основной причиной снижения трафика по-прежнему является процесс его "каннибализации" со стороны новых магазинов компании.

Улучшение рентабельности преимущественно за счет улучшения закупочных условий

Несмотря на более агрессивную ценовую политику, которая была начата в апреле 2012 г. в целях сохранения конкурентного положения на рынке, компания во 2 кв. смогла существенно улучшить валовую рентабельность (до 25,9%) и рентабельность по EBITDA (10,1%). Это было обеспечено, преимущественно, улучшением закупочных условий у поставщиков и в меньшей степени - увеличением доли импорта (по нашим оценкам, ~10-15% закупок), ростом эффективности логистики (перевод части местных поставок на дистрибьюторские центры), увеличением продаж private label. Менеджмент также отмечает, что выход части гипермаркетов на "зрелый" уровень продаж также внес вклад в повышение рентабельности компании.

На наш взгляд, давление на рентабельность во 2П 2012 г. будет оказывать повышение с июля этого года тарифов ЖКХ. В то же время поддержку, возможно, окажет растущая продовольственная инфляция.

Капзатраты в 2013 г. оценены в 1,8-2 млрд долл., агрессивная экспансия продолжится

В ходе телеконференции менеджмент также представил планы по капвложениям на 2013 г. Напомним, что на 2012 г. они заложены на уровне 1,4-1,7 млрд долл. В 1П 2012 г., по информации менеджмента, было освоено до 35-40% годового инвестиционного бюджета. В 2013 г. компания оценивает инвестиции на уровне 1,8-2 млрд долл., поскольку планирует продолжить агрессивную экспансию и открыть, по предварительным данным, 600-800 магазинов у дома, 40-60 гипермаркетов, 25 магазинов формата "семейный", более 500 магазинов косметики, а также 3-4 распределительных центра.

Инвестиции будут финансироваться, в том числе, за счет нового долга

Отметим, что планируется замедление прироста новых магазинов у дома на фоне увеличения числа гипермаркетов и косметических магазинов. При этом увеличение торговой площади в 2013 г. ожидается на уровне 2012 г. Инвестиции, по словам менеджмента, будут финансироваться, в том числе, за счет привлечения нового долга. Напомним, в частности, что у компании зарегистрированы 3 выпуска биржевых облигаций общим номиналом 15 млрд руб.

Чистый долг/EBITDA на конец года оценивается на уровне 1,5-1,7x

Текущий показатель Чистый долг/EBITDA (1,18x, по словам менеджмента) находится на достаточно низком уровне и, по прогнозам компании, увеличится до 1,5x-1,7x на конец года. Комфортное значение оценивается компанией в пределах 2,0x.

Обращающиеся выпуски эмитента 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

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 Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
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

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

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 мая: позитив, надолго ли?
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: что кроется за новой формулировкой?

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад
Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

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

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

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.