

3 сентября 2013 г.

Пульс рынка

- **Рынки подросли на сильных PMI.** О спаде опасений начала военных действий в Сирии свидетельствует возвращение доходностей 10-летних UST на уровень YTM 2,83% (+5 б.п.). Похоже, этот вопрос пока отходит на второй план, хотя вчера некоторые из республиканцев высказались за начало военных действий (напомним, что Б. Обама для этого необходимо получить поддержку Конгресса). Финансовые рынки позитивно отреагировали (европейские индексы прибавили 1,5-2%) на опубликованное вчера значение PMI по обрабатывающим секторам еврозоны (51,4 в августе, против 50,3 в июле). Улучшение показателя произошло практически везде (даже в периферийных странах), исключением стала Франция (значение PMI осталось на уровне 49,7). Также данные PMI свидетельствуют об умеренном улучшении экономики Китая (после замедления в предыдущие 3 месяца), несмотря на то, что объем экспортных заказов продолжает снижаться из-за слабого спроса со стороны Европы и США. Из сегодняшних событий интерес представляют значения индексов PMI и ISM за август по США.
- **Банк Русский Стандарт (B+/Ba3/B+): кредитование перестало приносить прибыль.** БРС опубликовал финансовые результаты деятельности по МСФО за 1П 2013 г., которые мы оцениваем негативно (ухудшение качества розничных кредитов, наблюдающееся в целом по рынку, стало основной причиной убытка). Несмотря на то, что в банковской системе кредитный риск сконцентрирован в сегменте кредитных карт, именно на него пришелся наибольший прирост кредитования БРС (+34% до 145,2 млрд руб., что занимает 57% портфеля). Чистого процентного дохода, который увеличился на 19% (до 24,6 млрд руб.), лишь немного отстав от прироста кредитов (+22,4%), оказалось недостаточно для покрытия отчислений в резервы (16,5 млрд руб.) и административных расходов (13,4 млрд руб.). Поскольку такая динамика наблюдается уже второе полугодие подряд, можно сделать вывод о том, что чистая процентная маржа (по нашим оценкам, ~16,4%), за вычетом постоянных издержек, не покрывает NPL 90+ в сумме с проданными/списанными плохими кредитами. Их размер в 1П 2013 г. составил 2,5% портфеля. По РСБУ просрочка БРС на 1 августа 2013 г. составила 9,6%, что на 2,55 п.п. выше, чем было еще в начале года. По сути банк зарабатывает лишь на комиссионных доходах и операциях страхования (осуществляемых дочерними компаниями Группы БРС), которые в 1П составили 6,22 млрд руб. (+28% п./п., быстрее прироста кредитного портфеля). Однако эти доходы в 1П 2013 г. были нивелированы убытками, полученными по ценным бумагам (1,6 млрд руб., от списания облигаций польского алкогольного холдинга CEDC) и операциям с иностранной валютой (920 млн руб.). Кстати говоря, общий объем кредитов и авансов БРС, выданных материнской компании и компаниям под общим контролем или существенным влиянием, составил 5,1 млрд руб. Чистый убыток, полученный в объеме 0,7 млрд руб. частично нивелировал увеличение капитала в начале года (допэмиссия размере 1,3 млрд руб.). По нашим оценкам, достаточность капитала 1-го уровня по Базель 1 сократилась на 1,4 п.п. до 8,8% (показатель N1 по РСБУ не раскрывается), что соответствует низкому запасу капитала и, соответственно, повышенному риску по субординированным бондам эмитента, особенно выпущенным в июле этого года RSB 24 (@ 11.5%) с условием loss absorption. Рублевые облигации БРС (БО-3 с YTP 8,9% @ август 2014 г.) котируются на уровне бумаг МКБ (БО-5 с YTM 9,0% @ июнь 2014 г.), несмотря на существенную разницу в кредитных рисках (не в пользу БРС). Мы считаем, что лучшей альтернативой выпускам БРС являются бумаги КБ Восточный Экспресс, которые предлагают большую доходность (например, БО-7 с YTP 10,65% @ январь 2015 г.) при близких кредитных рисках.

Темы выпуска

- КБ Восточный Экспресс: ухудшение качества давит на капитал
- Евраз: цель - снижение долга
- Совкомфлот: продажа танкеров снизит долг
- О'КЕЙ: надежда на 4 кв.

КБ Восточный Экспресс: ухудшение качества давит на капитал

Заметное ухудшение качества кредитов, однако, просрочка все еще ниже процентной маржи

КБ Восточный Экспресс (Moody's: B1/Стабильный), 30-й по величине активов российский банк (по данным Интерфакса на 1 июля 2013 г.), опубликовал финансовые результаты за 1П 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно негативно. Рост кредитного портфеля (+10% до 207 млрд руб.) оказался скромным в сравнении с рынком (+13,7%), отстав в том числе от динамики розничного сегмента Сбербанка (+10,95%). Чистая процентная маржа в 1П 2013 г., по нашим оценкам, увеличилась на 0,7 п.п. до 16,9%. Негативным моментом отчетности стало ухудшение качества кредитов: показатель NPL 90+ увеличился с 6,7% в 2012 г. до 10%, что все еще покрывается чистой процентной маржой. Полученный чистый убыток вместе с ростом кредитного портфеля обусловил заметное снижение достаточности капитала 1-го уровня (по МСФО) - на 2,2 п.п. до 12%.

Ключевые финансовые показатели КБ Восточный Экспресс

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 дек. 2012	изм.
Активы, в т.ч.	234 189	222 854	+5%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	206 977	188 177	+10%
розничные	203 198	184 431	+10%
корпоративные	3 779	3 746	+1%
NPL 90+/Кредитный портфель	10,1%	6,7%	+3,4 п.п.
Вложения в ценные бумаги	14 893	10 946	+36%
Выпущенные долговые бумаги	9 495	11 115	-15%
Средства клиентов	179 356	167 087	+7%
Собственный капитал	25 761	27 682	-7%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,53%	14,60%	-0,07 п.п.
Чистая процентная маржа	16,9	16,2%	+0,7 п.п.
в млн руб., если не указано иное	1П 2013	2П 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	18 229	15 052	+21%
Чистый комиссионный доход	-35	111	н/а
Чистая прибыль	-363	2 826	н/а

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Прирост обеспечил потребительский сегмент

В 1П 2013 г. прирост розничного кредитования, на котором специализируется банк (доля в портфеле - 98%), составил 10,2% (до 203,2 млрд руб.), при этом наибольший темп продемонстрировали потребительские кредиты (+23%), которые занимают наибольшую долю в рознице (59%). В то же время в сегменте кредитных карт произошел заметный спад (-12,4%), а прирост кредитов МСБ составил скромные 8%.

Наибольший риск реализовался в сегменте кредитных карт

Показатель NPL 90+ по розничным кредитам в абсолютном выражении вырос на 65% до 20,4 млрд руб., при этом в 1П плохие кредиты были проданы как минимум на сумму 4,6 млрд руб. NPL 90+ в сумме с проданными кредитами составил 12,26% портфеля. По сегментам основная концентрация кредитного риска приходится на карты, NPL 90+ по ним вырос с 10,6% до 18%. В сумме со списаниями этот показатель достиг бы ~23%, что все еще ниже процентной ставки по кредитным картам (32%-40% годовых). Рост просрочки в потребкредитовании (основном сегменте), где средняя ставка составляет 23-47% годовых, оказался умеренным (с 6,1% в 2012 г. до 8,5%), продажи плохих кредитов - 1,56%. О наличии признаков дальнейшего ухудшения качества кредитов свидетельствует рост показателя NPL 30-90 дней на 57% до 8,1 млрд руб. (4% розничного сегмента).

Резервы не покрывают NPL 90+

Резерв под обесценение кредитов не покрывает в полном объеме NPL 90+ ни в одном сегменте необеспеченного розничного кредитования (в потребительском кредитовании - на 90%, в кредитных картах - на 87%). Досоздание резервов до полного покрытия NPL 90+ потребовало бы 2 млрд руб., что сократило бы достаточность капитала 1-го уровня на 1 п.п. до 11%.

Комфортная ликвидная позиция	Притока клиентских средств (+12,3 млрд руб., в том числе от государственных и общественных организаций на сумму 1,9 млрд руб.) оказалось достаточно для финансирования кредитования (+11 млрд руб.). Привлечение субординированного долга (+4,8 млрд руб.) позволило сократить задолженность по МБК (на 2,8 млрд руб.). Избыточная денежная позиция в начале года сократилась на 4,8 млрд руб., в то же время портфель ценных бумаг был увеличен на 3,9 млрд руб. до 15 млрд руб., от его переоценки был получен убыток в размере всего 191 млн руб.
Резервы съели всю прибыль	Чистый процентный доход увеличился на 21% п./п. до 18,2 млрд руб., темпами, опережающими кредитование, однако, высокие отчисления в резервы (+90% п./п. до 11,8 млрд руб.) вместе с административными расходами (+15% п./п. до 6,8 млрд руб.) привели к убытку 363 млн руб. (против прибыли 3 млрд руб. во 2П 2012 г.).
Облигации интересны для реализации краткосрочных стратегий	Облигации эмитента предлагают одну из наибольших доходностей среди выпусков розничных банков за пределами 1-го эшелона, в частности, БО-10 котируются с УТР 9,9% @ декабрь 2014 г. (=ОФЗ + 395 б.п.). Мы считаем эти бумаги недооцененными в сравнении с выпусками ОТП Банка (в частности, БО-3 с УТР 9,3% @ октябрь 2014 г.), который имеет более слабое автономное кредитное качество (в частности, у него выше просрочка и превышает уровень чистой процентной маржи.). Мы считаем, что бумаги КБ Восточный Экспресс являются лучшей альтернативой и выпускам БРС, предлагая большую доходность при близких кредитных рисках (например, БО-7 с УТР 10,65% @ январь 2015 г.).

Евраз: цель - снижение долга

В конце прошлой недели Евраз (B+/Ba3/BB-) опубликовал финансовые результаты за 1П 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Динамика показателей в целом соответствует тенденциям в отрасли. По рентабельности Евраз (12,8%) несколько отстал от Северстали (13,5%), немного опередив НЛМК (12,6%). При этом он по-прежнему остается "лидером" по уровню долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA - 3,8х против 2,2х и 2,15х, соответственно), в т.ч. из-за консолидации в 1П 2013 г. долга Распадской (555 млн долл.).

Положительным моментом по-прежнему остается то, что риски рефинансирования для компании незначительны - накопленные денежные средства (~1,5 млрд долл.) полностью покрывают краткосрочный долг. За счет размещения евробонда Evraz 20 @ 6,5% был рефинансирован кредит сроком погашения в 2015 г. (950 млн долл.), содержащий ковенанту по долговой нагрузке. Также были получены одобрения по двусторонним кредитам (260 млн долл.) о переносе периода проверки выполнения ковенант. Все имеющиеся maintenance ковенанты, т.е. те, нарушение которых признается случаем дефолта (минимальны уровень - 3,5х Чистый долг/EBITDA), будут тестироваться по данным отчетности за 1П 2014 г.

В ходе телеконференции менеджмент озвучил, что компания намерена снизить уровень чистого долга до 5,5 млрд долл. за счет увеличения свободного денежного потока (снижения инвестиций, работы с оборотным капиталом), а также продажи ряда активов (в частности, до конца года планируется закрыть сделку по продаже южноафриканского предприятия EVRAZ Highveld за 320 млн долл.). Кроме того, в качестве опции рассматривается увеличение акционерного капитала, но пока конкретных планов по этому поводу нет.

Ключевые финансовые показатели Евраз

в млн долл., если не указано иное	1П 2013	1П 2012	изм.	2П 2012	изм.
Выручка	7 362	7 619	-3,4%	7 107	+3,6%
Валовая прибыль	1 485	1 599	-7,1%	1 330	+10,9%
Валовая рентабельность	20,2%	21,0%	-0,8 п.п.	18,7%	+1,5 п.п.
EBITDA	939	1 184	-20,7%	828	+13,4%
Рентабельность по EBITDA	12,8%	15,5%	-2,7 п.п.	11,7%	+1,1 п.п.
Чистый убыток	-122	-46	+2,6x	-289	-58%
Операционный поток	628	1 089	-42%	1 054	-40%
Инвестиционный поток, в т.ч.	238	-470	n/a	-1 074	n/a
Капвложения	-492	-565	-12,9%	-696	-29,3%
Финансовый поток	-670	359	n/a	-401	-67%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 дек. 2012	изм.		
Совокупный долг*, в т.ч.	8 215	8 169	+0,6%		
Краткосрочный долг	1 455	1 785	-18,5%		
Долгосрочный долг	6 760	6 384	+5,9%		
Чистый долг**	6 732	6 184	+9,9%		
Чистый долг/EBITDA LTM***	3,8x	3,1x			

*кредиты, займы, обязательства по финансовому лизингу

**Рассчитан с учетом денежных средств и их эквивалентов, краткосрочных депозитов, а также долга и денежных средств группы активов, удерживаемых для продажи

***EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Слабая ценовая
конъюнктура и
изменение структуры
продаж привело к
снижению выручки ...

В 1П 2013 г. основной причиной снижения выручки г./г. был ценовой фактор при относительно стабильных объемах продаж стали в натуральном выражении в целом по группе. В частности, средние цены реализации стальной продукции Евраз в РФ снизились на 8% г./г., в Северной Америке - на 14% г./г. С начала года цены на железную руду упали в среднем на 20% (CFR Китай), на коксующийся уголь - на внутреннем рынке на 12%, на внешнем - на 15% (FOB Австралия). Также негативно на выручке отразилось временное изменение структуры продаж стали в пользу полуфабрикатов (их продажи выросли на 13% г./г., тогда как в целом реализация повысилась на 0,5%) из-за модернизации рельсобалочного стана на ЗСМК (вновь запущен в январе 2013 г., на полную мощность он выйдет во 2 кв. 2014 г.).

Некоторую поддержку результатам оказало увеличение внешних продаж железной руды (на 6% г./г., при этом уровень самообеспеченности этим видом сырья составляет 97%), а также угля благодаря консолидации Распадской (на 350% г./г., уровень самообеспеченности - 163%). В результате внешняя выручка сырьевого сегмента увеличилась на 77% до 605 млн долл.).

Осторожные прогнозы
на 2013 г.

Менеджмент компании воздерживается от каких-либо оптимистичных прогнозов в отношении рыночной конъюнктуры, ожидая сохранения сложившегося уровня цен, по крайней мере, до конца года. В качестве позитивного момента компания отмечает, что спрос на сортовой прокат в РФ достиг предкризисного уровня благодаря реализации инфраструктурных проектов и активному строительству жилья.

Рентабельность по EBITDA стального сегмента в 1П 2013 г. практически не изменилась г./г. (10,1%): снижение цен на сталь и изменение структуры продаж были компенсированы сокращением затрат на сырье. В то же время рентабельность сырьевого сегмента из-за падения цен на железную руду и коксующийся уголь снизилась, по нашим оценкам, с 30,3% до 21,8%.

В 1П 2013 г. операционный денежный поток заметно снизился. Помимо сокращения прибыли, на это повлиял рост инвестиций в оборотный капитал (преимущественно, снижение кредиторской задолженности при росте дебиторской задолженности, что компания связывает с определенной сезонностью). Отрицательный свободный денежный поток составил 87 млн долл.

Евраз завершил ряд ключевых инвестпроектов и дополнительно сократил инвестиционный бюджет 2013 г.

Сокращение капвложений в 1П 2013 г. (как г./г., так и п./п.) связано с тем, что Евраз завершил ряд ключевых инвестиционных проектов (запущены рельсобалочный цех на ЗСМК, система пылеугольного топлива (PCI) на НТМК, шахта Ерунаковская-VIII). Компания дополнительно снизила свой прогноз по инвестициям на весь 2013 г. до 0,9-1 млрд долл. (с учетом Распадской). Напомним, в апреле 2013 г. план по капвложениям был на уровне 1,1 млрд долл. (без учета возможных инвестиций Распадской - порядка 150 млн долл.). Основными проектами остаются освоение Межегейского угольного месторождения, строительство прокатного стана Восточный в Казахстане и установка системы PCI на ЗСМК. По оценкам менеджмента, в случае резкого ухудшения рыночных условий у компании есть возможность сократить капвложения, в т.ч. и за счет инвестиций на поддержание мощностей (за 1П 2013 г. их доля превысила 50% капвложений).

NORDLI 18 - лучшая альтернатива Евразу

На рынке евробондов бумаги Евраза предлагают наибольшую доходность среди металлургов, котируясь с премией к кривой Северстали в размере 227 б.п., что мы считаем справедливым с учетом разницы в кредитных рисках. Лучшей альтернативой, на наш взгляд, является выпуск NORDLI 18, который торгуется с премией к Евразу 72 б.п. По нашему мнению, кредитное качество Nordgold лучше Евраза, как следствие, вместо премии должен быть дисконт. Рублевые выпуски Евраза (Евраз-5,7 с УТР 9,5-9,7% @ июль 2016 г.) выглядят интереснее бумаг ММК, предлагая заметную премию к ним: так, недавно размещенные ММК-19 котируются с УТР 8,5% @ июль 2016 г.

Совкомфлот: продажа танкеров снизит долг

Нейтральные результаты за 2 кв. 2013 г.

Совкомфлот (BB+/Ba2/BV) опубликовал нейтральную отчетность по МСФО за 2 кв. 2013 г. Сезонное восстановление выручки в тайм-чартерном эквиваленте (ТЧЭ) и стабильная рентабельность были компенсированы небольшим ростом долговой нагрузки до 4,3х Чистый долг/LTM EBITDA.

Рынок морских перевозок нефти и нефтепродуктов по-прежнему находится под давлением избытка провозных мощностей, однако компания впервые отмечает некоторые сигналы того, что фрахтовые ставки достигли дна и восстановление может начаться уже 2014 г. Совкомфлот отмечает, в частности, оживление в сегменте танкеров-продуктовозов. Напомним также, что преобладание у компании долгосрочных контрактов в портфеле, а также диверсификация бизнеса за счет шельфовых проектов и перевозок СПГ как в России, так и за рубежом, обуславливают стабильность выручки и сохранение прибыльности, несмотря на затяжную неблагоприятную конъюнктуру отрасли.

Ключевые финансовые показатели Совкомфлот

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	315,2	313,2	1%	358,9	-12%
Тайм-чартерный эквивалент	218,5	201,8	8%	243,0	-10%
EBITDA	101,6	95,3	7%	113,9	-11%
Рентабельность по EBITDA	46,5%	47,2%	-0,7 п.п.	46,9%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	-16,4	2,0	-	5,5	-
Операционный поток	146,4	91,6	60%	146,4	0%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-122,0	-102,8	19%	-79,9	53%
Капвложения	-145,2	-78,9	84%	-78,7	85%
Финансовый поток	4,6	-78,2	-	-61,2	-
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	2 971,8	2 925,2	2%		
Краткосрочный долг	317,0	276,0	15%		
Долгосрочный долг	2 654,8	2 649,2	0%		
Чистый долг	2 754,0	2 688,0	2%		
Чистый долг/EBITDA LTM*	4,3x	4,1x			

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонный рост и расширение флота поддержали выручку и маржу

ТЧЭ-выручка выросла на 8% кв./кв. в основном благодаря сезонному росту нефтепродуктового сегмента (+10%), восстановлению ставок и росту флота, а также более чем двукратному росту прочей выручки. Остальные сегменты бизнеса (нефтяной, газовый и оффшорный) также продемонстрировали положительную динамику ТЧЭ-выручки.

Несмотря на увеличение общих и административных расходов Совкомфлота на 29% кв./кв., более умеренный рост эксплуатационных расходов (+2% кв./кв.), EBITDA во 2 кв. 2013 г. выросла пропорционально выручке в тайм-чартере и составила 102 млн долл., или 46,5% от ТЧЭ-выручки.

Компании нужно потратить на новые суда еще 887 млн долл. до октября 2014 г.

В дополнение к 2 судам (балкер класса Rapamax и нефтепродуктовоз класса Aframax), полученным в конце января, флот компании увеличился еще на 2 судна (нефтепродуктовоз класса Aframax и многофункциональное ледокольное судно снабжения добывающих платформ для проекта Сахалин-1) в течение 2 кв. 2013 г. до 159 собственных и зафрахтованных судов, а суммарный дедвейт - до 12,0 млн тонн. В судостроительной программе компании 8 судов общим дедвейтом свыше 1 млн тонн. Общие затраты на приобретение составят 1 265 млн долл., из которых на конец 2 кв. 2013 г. компания профинансировала 378 млн долл. Таким образом, на новые суда нужно потратить еще 887 млн долл. до октября 2014 г.

Заказы на новый флот размещены в основном под конкретные проекты, поэтому сразу будут задействованы, что является важным отличием от большинства других танкерных компаний, которые «запасались впрок» новыми танкерами на пиках фрахтовых цен в 2008 г.

Рост капзатрат был сопоставим с операционным потоком

Операционный денежный поток сезонно вырос на 60% кв./кв. до 146 млн долл., однако, в сравнении со 2 кв. 2012 г. остался без изменений, в отличие от капзатрат, которые увеличились почти в 2 раза как в квартальном, так и в годовом сопоставлении - до 145 млн долл., что эквивалентно всему операционному денежному потоку.

Компания может выручить 240-280 млн. долл. от продажи танкеров

Во 2 кв. 2013 г. компания приняла решение продать 9 нефтепродуктовозов, четыре из которых были реализованы в течение лета (сумма продажи не раскрывается), а остальные планируется продать до конца года. Исходя из текущей стоимости на рынке (данные Platou), продажа такого флота может принести 240-280 млн долл.

Учитывая амбициозную программу капитальных расходов (более 700 млн долл. в 2014 г., по нашим оценкам), мы не ожидаем заметного снижения долговой нагрузки на горизонте 2-х лет, если только не произойдет существенного восстановления в отрасли. Тем не менее, ликвидная позиция Совкомфлота на этом горизонте не вызывает опасений. С учетом генерируемого операционного денежного потока, запаса денежных средств на балансе (218 млн долл. на конец 2 кв. 2013 г.), а также наличия доступа к банковскому кредитованию (компания по-прежнему остается квазисуверенным заемщиком и имеет суда для залога), Совкомфлот будет в состоянии финансировать инвестиционную программу и погашать/рефинансировать долг.

После отчетной даты Совкомфлот подписал соглашение о привлечении 75 млн долл. под поставку двух СПГ-танкеров. Напомним, что в конце 2012 г. компания привлекла синдицированный кредит в размере 700 млн долл., с помощью которого была рефинансирована существенная часть долга, в результате чего пик платежей, приходившийся на 2014 г., был сглажен. В ближайшие 12 месяцев компании необходимо погасить 319 млн долл., что вполне комфортно с учетом накопленных денежных средств и средств от продажи нефтепродуктовозов.

Выпуск Sovcomflot 17 неинтересен

Евробонды SCFRU 17 торгуются почти на кривой доходностей выпусков Северстали, что, по нашему мнению, свидетельствует о переоцененности бумаг Совкомфлота. Мы считаем, что SCFRU 17 должны котироваться с небольшой премией к Северстали (за разницу в долговой нагрузке).

О`КЕЙ: надежда на 4 кв.

Замедление темпов роста выручки и растущие операционные издержки оказывают давление на маржу

В минувший четверг розничная сеть О`КЕЙ (Fitch: B+) опубликовал свои финансовые результаты за 1П 2013 г. по МСФО, а также провел телеконференцию с аналитиками. Ранее компания раскрыла операционные результаты за 1-2 квартал, которые, на наш взгляд, оказались относительно слабыми: рост чистой розничной выручки (без учета арендных доходов и выручки от услуг по рекламе) за 1П составил 19,3% г./г., в то время как ранее компания прогнозировала рост выручки по итогам 2013 г. на 21-25%.

По итогам 1П 2013 г. О`КЕЙ продемонстрировал рост консолидированной выручки на 19,6% г./г. из-за меньшего, чем планировалось, числа открытий гипермаркетов (прирост торговых площадей составил всего 18,8% г./г., в то время как ранее заявленная долгосрочная цель по ежегодному приросту площадей в 30% остается недостижимой). Валовая рентабельность О`КЕЙ в 1П 2013 г. составила 23% (+0,5 п.п. г./г.), что преимущественно объясняется улучшением закупочных условий от поставщиков. Однако общие, коммерческие и административные издержки компании также заметно повысились - до 18,3% от выручки (+0,7 п.п. г./г.). Это связано, главным образом, с повышением расходов на персонал (+0,5 п.п. г./г. из-за (1) индексации зарплат, произошедшей еще в июле 2012 года, (2) изменения в системе мотивации управленческих кадров в магазинах, (3) перевода некоторых статей затрат в категорию затрат на персонал). Кроме того, произошло увеличение затрат на рекламу на фоне усиления конкуренции, в том числе со стороны сетей Лента и Ашан. Также продолжается рост арендных издержек из-за растущего количества арендованных торговых площадей: за 2П 2012 г. - 1П 2013 г. компания открыла 9 гипермаркетов (из которых 6 на арендованных площадях) и 1 супермаркет (на арендованных площадях).

В результате рентабельность по EBITDA снизилась до 6,6% (-0,2 п.п. год к году), в то время как годовой прогноз компании составляет 7,8-8%. При этом для достижения целевых уровней ритейлеру остается надеяться на сезонно более сильное 2П, особенно, 4 кв. Мы сохраняем беспокойство в отношении низких темпов открытий новых гипермаркетов сети по сравнению с динамикой конкурентов, что может оказать давление на показатели рентабельности компании в среднесрочной перспективе.

Ключевые финансовые показатели О`КЕЙ

в млн руб., если не указано иное	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	64 714	54 122	+20%
Валовая прибыль	14 862	12 175	+22%
Валовая рентабельность	23,0%	22,5%	+0,5 п.п.
EBITDA	4 240	3 705	+14%
Рентабельность по EBITDA	6,6%	6,8%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль	1 614	1 470	+10%
Операционный поток	444	71	+523%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-2 884	-2 499	+15%
Капвложения	-2 920	-2 542	+15%
Финансовый поток	436	1 039	-58%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 декабря 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	16 002	13 690	+17%
Краткосрочный долг	3 194	3 826	-16%
Долгосрочный долг	12 809	9 864	+30%
Чистый долг	13 455	9 154	+47%
Чистый долг/EBITDA	1,4x	1,0x	

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 1П 2013 г операционный денежный поток заметно вырос, что объясняется, главным образом, изменениями в оборотном капитале (увеличение сроков отсрочки платежей поставщикам). Инвестиции повысились на 15% (приобретение земельных участков, строительство новых и модернизацию существующих магазинов, а также закупка оборудования).

Доля краткосрочного долга снизилась до 20%

Общий долг О`КЕЙ по состоянию на конец июня 2013 г. вырос до 16 млрд руб. (+17% г./г.), компания рефинансировала свой долговой портфель за счет размещения рублевых облигаций. В результате, доля долгосрочного долга выросла до 80% против 72% на начало года. Эффективная процентная ставка по портфелю составила 9,5% (против 9,2% на конец 2012 г.). Отношение Чистый Долг/EBITDA повысилось до 1,4х.

Компания снизила прогноз роста выручки по итогам 2013 года до 19-22% с 21-25% ранее, но подтвердила прогноз рентабельности по EBITDA на уровне 7,8-8%.

Во время телеконференции с аналитиками, руководство компании скорректировало прогноз по выручке на 2013 г., снизив его до 19-22% по сравнению с 21-25% ранее. Отметим, что менеджмент О`Кей уже не раз демонстрировал излишний оптимизм в отношении темпов роста сети. Среди причин корректировки текущего прогноза: (1) смещение сроков запуска новых гипермаркетов ближе к концу года, (2) проблемы с получением лицензии на продажу алкоголя для новых гипермаркетов (продажи алкогольной продукции занимают до 10% от оборота гипермаркета), (3) закрытие одного из гипермаркетов сети в Санкт-Петербурге на несколько месяцев из-за произошедшего в конце июля пожара. Также компания подтвердила свой прогноз роста сопоставимых продаж на уровне 7-8% и сохранила план по объему инвестиций на этот год на уровне 14 млрд руб. Из этих средств будет профинансировано открытие 10 гипермаркетов (на уровне темпов открытий в 2012 г.), из которых 6 магазинов будут в собственности, а 4 в аренде. При этом, О`КЕЙ сообщил, что работы по проекту запуска дискаунтеров (открытие около 100 дискаунтеров в Москве к 2016 году) идут по плану, и в настоящее время компания занимается приобретением торговых площадей, а также строительством распределительного центра, который должен быть запущен в 1П 2014 г.

Более медленный темп роста сети, с одной стороны, может означать относительно стабильный уровень долговой нагрузки, однако, с другой стороны, - содержит в себе риск отложенной потребности в инвестициях, а также риск ухудшения конкурентного положения на рынке в среднесрочной перспективе на фоне агрессивного роста других ритейлеров.

Облигации эмитента котируются с YTP 9,2% @ декабрь 2015 г. на одном уровне с бумагами Лента-3 (YTP 9,1% @ март 2016 г.), что мы считаем справедливым уровнем с точки зрения сочетания риск/доходность. В текущих условиях рынка потенциала для ценового роста бумаг, по нашему мнению, нет.

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	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?
Промышленность «обнулила счет»

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

Рубль обновил минимум

Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную
область реальных доходностей

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока
капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной
коррекции рубля пока нет

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко,
даже Резервного фонда

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на
270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент
сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по
Базель 3

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

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
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
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 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.