

АНАЛИЗ ЭМИТЕНТОВ

Продуктовый ретейл

Время шопинга

Евгений Хилинский
 +7 (495) 983 18 00 (доб. 5 16 43)
 Evgeniy.Khilinskiy@gazprombank.ru

Сергей Васин
 +7 (495) 983 18 00 (доб. 5 45 08)
 Sergey.Vasin@gazprombank.ru

Облигации продуктовых ретейлеров остаются привлекательным инструментом с приемлемым кредитным риском (от В+ до ВВ+) и премией к кривой ОФЗ в 80-200 б.п.

При этом оборот и EBITDA крупных публичных ретейлеров продолжают расти опережающими рынок темпами, что является залогом устойчивости кредитного качества.

Рынок начинает восстанавливаться после исторического падения

В январе–мае 2016 г. розничная торговля показала признаки восстановления после серьезного спада в 2015 г., когда она установила антирекорд, снизившись в сопоставимых ценах на 10% г/г.

Оптимизация расходов приводит население в крупные торговые сети

Крупные ретейлеры растут лучше рынка, поскольку отличаются от мелких игроков конкурентоспособностью за счет эффективности и масштаба, позволяющей получать лучшие условия от поставщиков. Несмотря на снижение доходов, расходы на продукты питания относительно устойчивы.

Облигации сектора предлагают привлекательные доходности.

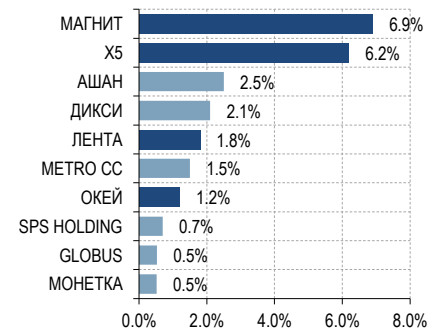
С учетом кредитных метрик и состояния сектора доходность компаний находится на привлекательном уровне — 10,0-11,3% (на 18 июля). Внутри сектора доходность бумаг в целом отражает кредитную премию различных эмитентов: самую высокую доходность предлагают бумаги О'КЕЙ, самую низкую — облигации Магнита.

Законодательные правки имеют ограниченный негативный эффект

Снижение максимальной комиссии ретейлеров от поставщиков с 10% до 5% имеет ограниченное негативное влияние на сектор. Крупные ретейлеры смогут адаптироваться к новым условиям, так как вместо комиссий будут рассчитывать на скидки. При этом в период адаптации (до 6 месяцев) мы ожидаем, что давление на их валовую рентабельность будет в пределах 1-2 п.п.

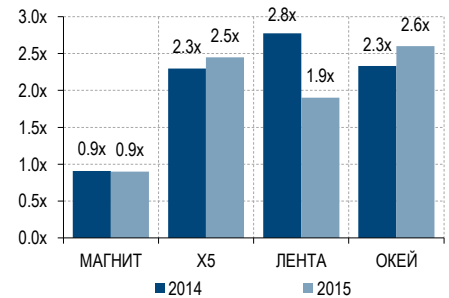
	S&P	MOODY'S	FITCH
Магнит	BB+		
X5 Retail	BB-	Ba3	BB
Лента	BB-	Ba3	
О'КЕЙ			B+

Доли рынка ТОП-10 игроков российского продуктового ретейла, 2015 г.



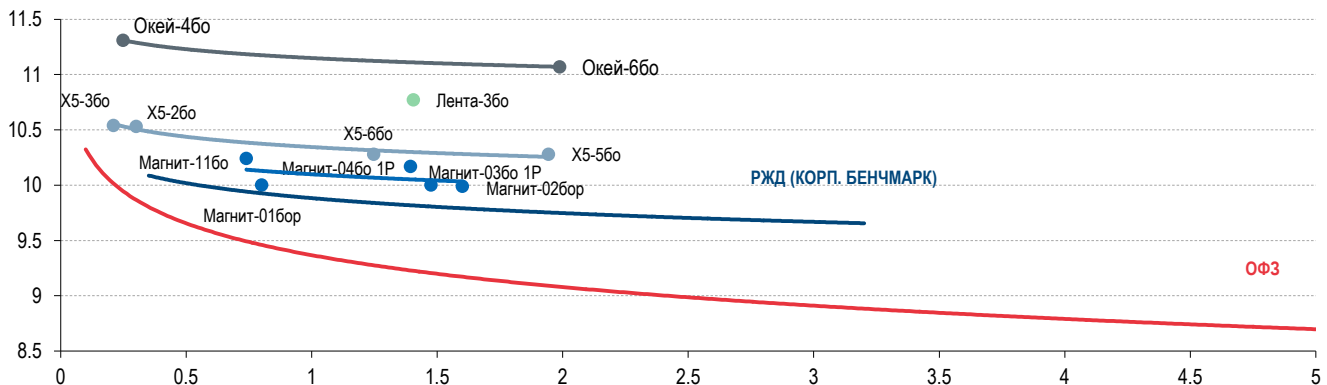
Источник: Infoline

Соотношение чистой долга/EBITDA публичных российских ретейлеров



Источник: Данные компаний

Карта доходности облигаций ретейла*



* по состоянию на 18.07.16

Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка



СОДЕРЖАНИЕ

Инвестиционное заключение	3
Анализ инструментов.....	6
Магнит (BB+/-/-).....	8
Кредитный профиль Магнита	8
Долговые инструменты.....	9
X5 Retail Group (BB-/Ba3/BB).....	11
Кредитный профиль X5	11
Долговые инструменты.....	12
Лента (BB-/Ba3/-)	14
Кредитный профиль Ленты.....	15
Долговые инструменты.....	15
О'КЕЙ (-/-/В+)	17
Кредитный профиль О'КЕЙ.....	17
Долговые инструменты.....	18
Розничный рынок и Публичные ретейлеры: состояние и перспективы.....	20
Законодательные инициативы имеют ограниченный негативный эффект.....	21
Рост выручки крупных игроков продолжается.....	21
... при этом рентабельность испытывает умеренное давление.....	23
Инвестиционные стратегии — вложения в рост по мере финансовых возможностей	24

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мы полагаем, что вложения в облигации крупных компаний розничной торговли (ритейлеров) России несут умеренно низкий кредитный риск. На рынке представлены долговые бумаги четырех из десяти крупнейших компаний России: **Магнита**, **X5 Retail Group (X5)**, **Ленты** и **О'КЕЙ**. Дальнейшее описание состояния рынка построено на анализе именно этих компаний.

Сравнительный анализ эмитентов сектора

2015	МЕДИАНА	МАГНИТ	X5	ЛЕНТА	О'КЕЙ
Торговая площадь, тыс. кв. м	2 108	4 414	3 333	882	593
Выручка, млн руб.	530 791	950 613	808 818	252 763	162 510
ЕБИТДАР маржа	12%	14%	11%	12%	9%
Чистый долг/ЕБИТДА, скорр.*	3,1x	3,1x	3,6x	2,7x	3,1x
Чистый долг/ЕБИТДА, отч	2,2x	0,9x	2,4x	1,9x	2,6x
ЕБИТ/Проценты, скорр.**	2,2x	6,9x	2,0x	2,4x	1,3x
СДП/Выручка, %	-3%	-3%	-2%	-6%	-3%
Доля краткосрочного долга	32%	43%	30%	14%	34%

Лучше медианы

Хуже медианы

Равно медиане

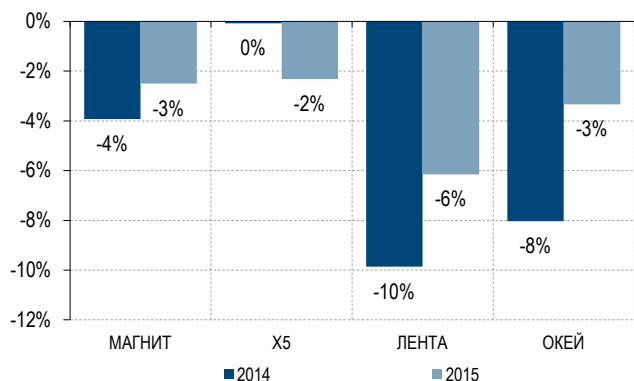
* Доля увеличивается на дисконтированную сумму ожидаемых арендных платежей. ЕБИТДА не уменьшается на расходы по аренде

** Проценты включают капитализированные проценты

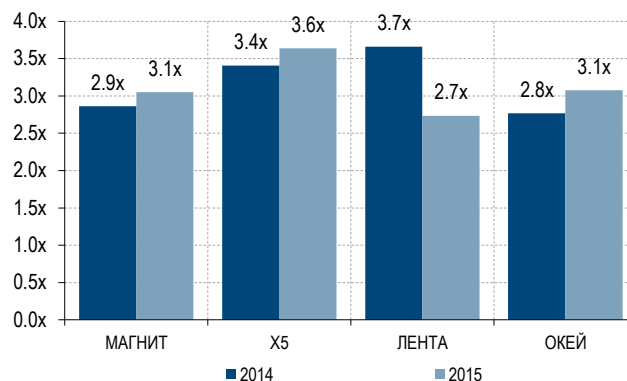
Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Общими для отрасли характеристиками являются умеренно высокий уровень долга и устойчиво отрицательный свободный денежный поток (СДП). Так, в 2014-2015 гг. отношение СДП к выручке составляло от +1% до -10%, а в 2015 г. оно в основном улучшилось (исключая X5). За тот же период долговая нагрузка в терминах «чистый долг/ЕБИТДА» находилась в диапазоне 2,0-2,8x (исключение — Магнит с 0,9x в обоих периодах), и ее увеличение в 2015 г. было незначительным. Один из ритейлеров — Лента — даже продемонстрировал существенное снижение показателя — до 1,9x в 2015 г. с 2,8x в 2014 г.

Если взглянуть на сравнительный анализ долговой нагрузки, скорректированной на обязательства по аренде (добавляя в долг дисконтированную стоимость будущих арендных платежей и увеличивая текущую ЕБИТДА на аренду), положение будет выглядеть немного иначе. Долговая нагрузка всех компаний заметно вырастет и будет находиться в диапазоне 2,7x-3,6x. При этом наименьшей она будет у Ленты (2,7x), а наибольшей — у X5 (3,6x). О'КЕЙ и Магнит будут в середине группы с нагрузкой в 3,1x.

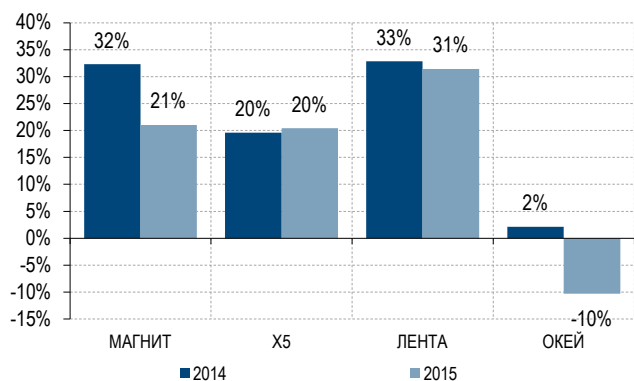
СДП/Выручка, %


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

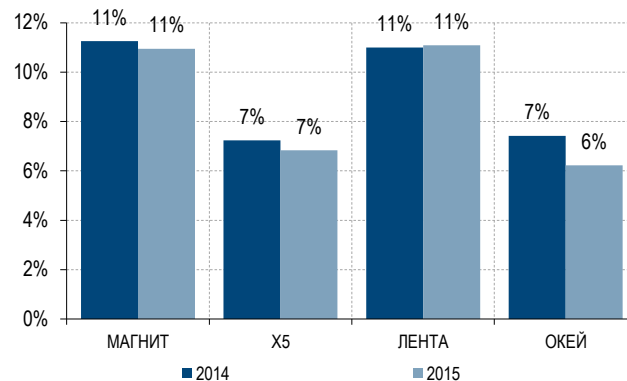
Скорр. чистый долг / EBITDA


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Причина, по которой значительный отрицательный денежный поток не приводит к увеличению нагрузки, — быстрый рост выручки и EBITDA за счет активного расширения сети. Так, EBITDA трех из четырех компаний, исключая О'КЕЙ, выросла за год на 20-30%, при этом их рентабельность практически не изменилась.

Годовая динамика EBITDA в 2015 и 2014 гг., %


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Рентабельность по EBITDA в 2014-2015 гг., %


Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

Мы считаем, что из-за ряда характерных черт отрасли существенное ухудшение кредитного качества крупнейших ретейлеров маловероятно:

- ▶ Расходы на продукты питания являются первостепенными для населения — на их долю приходится более трети расходов домохозяйств.
- ▶ Крупные федеральные сети отличаются от небольших региональных игроков темпами роста и операционной рентабельностью благодаря эффективной логистике, экономии на масштабе и лучшим условиям от поставщиков и дистрибуторов.
- ▶ Публичные ретейлеры (исключение — О'КЕЙ) растут быстрее рынка. За последние пять лет доля пяти крупнейших сетей увеличилась с 13% до 19,5%. Этот тренд сохранится и в будущем. Для сравнения: доля пяти крупнейших сетей в Германии составляет 69%, в США — 45%, в Бразилии — 32%.
- ▶ Сектор несет минимальные валютные риски, так как выручка, большая часть расходов и практически все обязательства компаний номинированы в рублях.

По нашим прогнозам, начиная с 2017 г. отрицательный СДП начнет сокращаться и к 2019 г. из крупных игроков лишь у Ленты он останется таковым (из-за дальнейших вложений в развитие ненасыщенного формата гипермаркетов в России).

По мере насыщения рынка, параллельно с сокращением капитальных затрат, темпы прироста EBITDA будут падать, но долговая нагрузка при этом будет снижаться из-за отсутствия острой необходимости в заемных средствах на развитие. К концу 2018 г. мы ожидаем, что чистая долговая нагрузка в секторе составит 1,0-2,2х.

Сравнительный анализ эмитентов сектора показывает, что наименьший кредитный риск присущ облигациям Магнита, наибольший (но умеренный) — О'КЕЙ.

Магнит имеет самую низкую долговую нагрузку (0,9х), крупнейший масштаб и положительный СДП (до дивидендов).

Далее следует риск Х5. Компания является второй по размерам. При этом ее долговая нагрузка ощутимо выше (2,4х), а СДП — отрицательный. Однако в отличие от следующего по уровню риска эмитента, Ленты, Х5 в меньшей степени подвержен высоким финансовым и операционным рискам развития капиталоемкого формата «гипермаркет».

Лента преуспела в снижении долговой нагрузки (до 1,9х в 2015 г. с 2,8х в 2014 г.), однако вынуждена вкладываться в развитие гипермаркетов, а ее СДП в 2016-2017 гг. будет составлять -21-24 млрд руб.

Риск О'КЕЙ в этой группе сравнительно выше, поскольку а) бизнес компании наименее масштабный; б) долговая нагрузка выше, чем у аналогов; в) компания сохраняет отрицательный СДП и г) просчеты в прошлом вынуждают компанию развивать новый формат, что несет операционные и финансовые риски.

АНАЛИЗ ИНСТРУМЕНТОВ

В настоящее время в обращении находится 21 выпуск рублевых облигаций ретейлеров на сумму 123 млрд руб. Почти половину этого рынка — 60 млрд руб. — занимают бумаги Магнита, остальная часть распределена примерно поровну между остальными эмитентами.

При этом относительно «ликвидными» бумагами, т.е. такими, которые могут быть доступны в достаточном количестве на биржевом рынке и по которым за последнее время совершались крупные сделки, могут быть признаны облигации на 85 млрд руб.

Ликвидные и ограниченно ликвидные выпуски российских ретейлеров

НАЗВАНИЕ ВЫПУСКА	ЦЕНА	ДОХОДНОСТЬ К ПОГАШЕНИЮ/ОФЕРТЕ	КУПОН	ДЮРАЦИЯ	«ПУТ» / «КОЛЛ»	СРОК ПОГАШЕНИЯ	ISIN
ДО 1,5 ЛЕТ							
X5-26о	99.77	10.54	9.1	0.2	-	23 сен 16	RU000A0JU682
X5-36о	99.60	10.53	8.85	0.3	-	26 окт 16	RU000A0JU8X9
X5-56о	101.63	10.28	10.9	2.0	13 сен 18	9 мар 23	RU000A0JW9G0
X5-66о	100.53	10.28	10.5	1.3	2 ноя 17	27 апр 23	RU000A0JWG05
Лента-36о	102.63	10.77	12.4	1.4	1 фев 18	24 июл 25	RU000A0JVP05
Магнит-01бор	101.07	10.00	11.2	0.8	-	10 май 17	RU000A0JVXM8
Магнит-02бор	102.08	10.00	11.2	1.5	-	26 фев 18	RU000A0JW662
Магнит-036о 1P	101.29	9.99	10.6	1.6	-	10 апр 18	RU000A0JWCF4
Магнит-116о	101.17	10.24	11.7	0.8	18 апр 17	13 окт 20	RU000A0JVUZ6
Магнит-046о 1P	100.10	10.17	10	1.4		28 дек 17	RU000A0JWML1
Окей-46о	99.50	10.21	8.9	0.3	11 окт 16	9 окт 18	RU000A0JU7J0
Окей-66о	101.75	10.96	11.7	2.0	9 окт 18	6 апр 21	RU000A0JWCCK4

Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

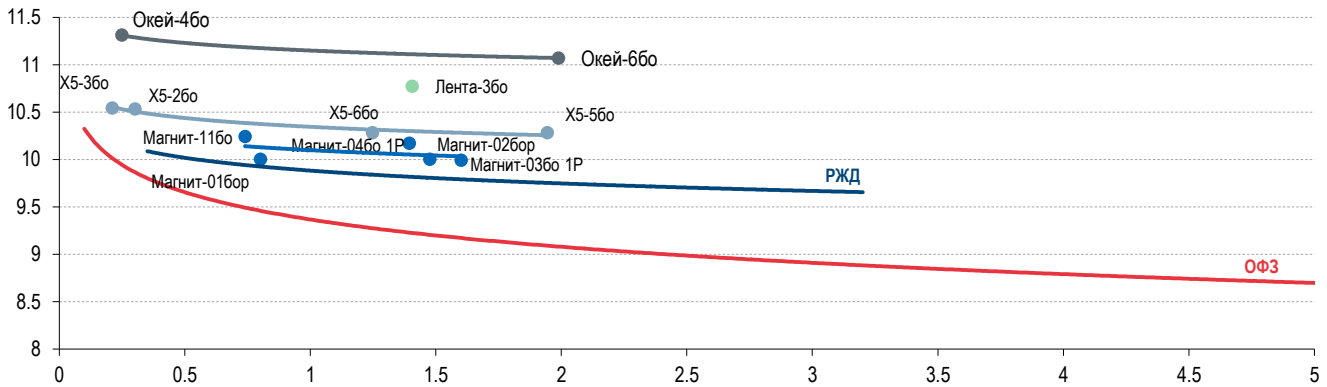
Здесь и далее доходности – индикативный *mid*, по состоянию на 18.07.16

Доходность ликвидных облигаций варьируется (по состоянию на 18 июля) от ~10,0% до ~11,3%.

При этом компания с наименьшим риском — Магнит — справедливо занимает нижнюю (10,0-10,2%) часть этого диапазона. Доходность прочих бумаг также отражает кредитную премию даже в условиях сузившихся спредов — так, по верхней границе диапазона торгуются облигации О'КЕЙ (11.2-11.4%). При этом стоит отметить, что объем рыночных биржевых операций в бумагах Магнита и X5 заметно выше, что говорит о более «справедливом» ценообразовании.



Карта доходности облигаций ретейла*

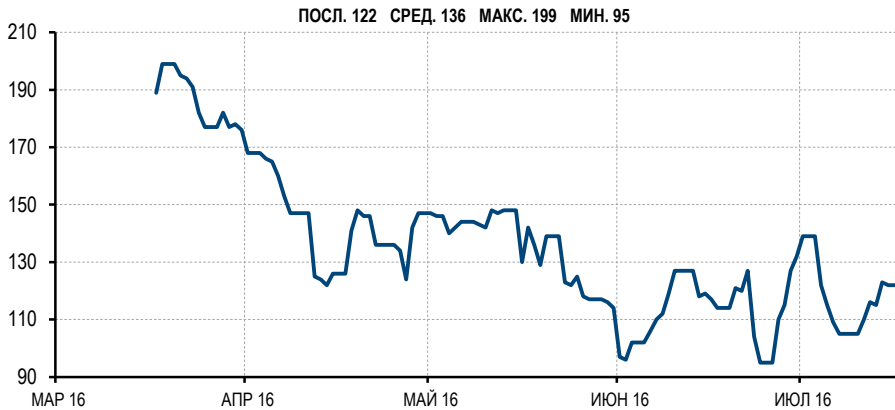


Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка
* по состоянию на 18.07.16

Динамика облигаций ретейла в целом соответствовала общекорпоративной. С начала года спред к ОФЗ существенно сжался, а к корпоративным бумагам других секторов — в основном оставался неизменным и в марте-июне варьировался в коридоре 40-50 б.п.

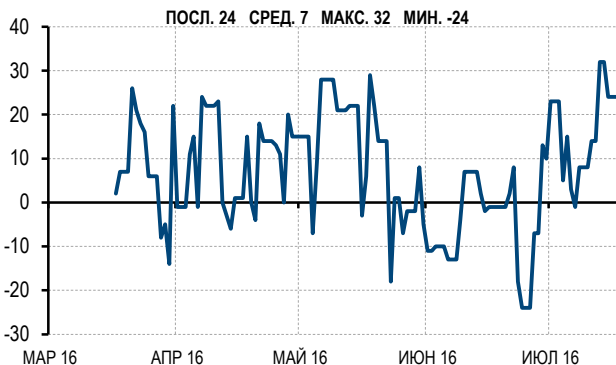
В настоящий момент доходности облигаций ретейлеров – одни из наиболее привлекательных среди качественных ликвидных рублевых корпоративных бумаг.

Х5-560-ОФЗ-26216



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Х5-560-Вымпелком-360



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Х5-560-РЖД-23



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

МАГНИТ (BB+/-/-)

Крупнейший ретейлер по обороту и количеству торговых площадей в стране с долей рынка 7%. Основным форматом торговли, на который приходится 74% его выручки, является «магазин у дома» — смесь классического европейского «convenience store» и мягкого дискаунтера. Этот формат очень удачно вписался в потребности региональных продуктовых рынков и стал залогом успеха компании.

Годовая выручка компании в 2015 г. составила 950,6 млрд руб. (+25% г/г). EBITDA за тот же период выросла на 21% г/г до 104,0 млрд руб., а ее рентабельность составила 10,9% против 11,3% годом ранее.

По состоянию на май 2016 г. у компании 12 787 магазинов, включая 9 870 магазинов у дома, 227 гипермаркетов, 167 супермаркетов (Магнит Семейный), а также 2 121 магазина дрoгери (косметика). Общая торговая площадь достигла 4,6 млн кв. м.

Ключевые кредитные метрики Магнита, млн руб.

	2014	2015	Г/Г
Выручка	763 527	950 613	24,5%
Рентабельность по EBITDA	11,3%	10,9%	-0,3 п.п.
Чистый долг/EBITDA	0,9x	0,9x	1,6%
Скорр. чистый долг/EBITDA*	2,9x	3,1x	6,6%
Скорр. EBIT/Проценты, х**	10,4x	6,9x	-33,2
СДП/Выручка	-3,9%	-2,5%	1,4 п.п.
% краткосрочного долга	54%	43%	-11 п.п.

* Долг увеличивается на дисконтированную сумму ожидаемых арендных платежей. EBITDA не уменьшается на расходы по аренде.

** Проценты включают капитализированные проценты

Источник: данные компании

МАГНИТ (BB+/-/-)	УТВ	ДЮРАЦИЯ
Магнит-01бор	10,00	0,8
Магнит-02бор	10,00	1,5
Магнит- 3бо 1P	9,99	1,6
Магнит-10бо	-	0,0
Магнит-11бо	10,24	0,7
Магнит-04бо 1P	10,17	1,4
Магнит-2	-	1,7
Магнит-3	-	1,7

По «ликвидным» бумагам указана индикативная доходность *mid*, дюрация по всем бумагам – индикативная

Кредитный профиль Магнита

Положительный СДП до выплаты дивидендов

Магнит — единственная среди публичных российских аналогов компания, которая с 2014 г. генерирует устойчивый положительный СДП до выплаты дивидендов. В 2015 г. он составил 17,6 млрд руб. против 4,3 млрд руб. в 2014 году. Мы ожидаем, что компания продолжит удерживать СДП в области положительных значений, при этом выплачивать регулярные дивиденды в размере 50-60% от своей чистой прибыли (41,3 млрд руб. выплачено в 2015 г.). Мы ожидаем, что Магнит сохранит эту традицию, а в 2019 г. выйдет на положительный СДП и после выплаты дивидендов.

Долговая нагрузка самая низкая в секторе, ожидается ее умеренный рост

Компания отличается самой низкой долговой нагрузкой и наивысшим кредитным рейтингом в секторе — «BB+» от S&P.

По итогам 2015 г. коэффициент «чистый долг/EBITDA» Магнита составил 0,9x. Менеджмент консервативно относится к долговой нагрузке, стараясь поддерживать ее в районе 1,0x EBITDA. Однако на фоне замедления темпов роста и сокращения рентабельности EBITDA в связи с падением доходов населения и усилением конкуренции, мы ожидаем, что компания будет наращивать долговую нагрузку максимум до 1,2x в 2016-2017 гг. Средства от новых облигационных размещений планируется использовать по большей части для рефинансирования текущей задолженности.

Заметим, что, корректируя уровень долговой нагрузки на арендные платежи, показатель чистой долговой нагрузки в 2015 г., по нашим расчетам, составил 3,1x — значительно выше отчетного показателя. Скорректированная долговая нагрузка при

этом остается умеренной и соответствует среднему значению по группе аналогов (3,6x — X5, 3,1x — O'KEЙ и 2,7x — у Ленты).

Ликвидность: погашения значительны, но рынок способствует рефинансированию

Весь долг компании номинирован в рублях, однако на 43% является краткосрочным и требует рефинансирования. Таким образом, текущая задолженность составляет 66 млрд руб., в то время как на начало года денежные средства компании составляли 8,3 млрд руб. Для рефинансирования текущей задолженности Магнит использует банковские кредиты и биржевые облигации.

В 2016 г. Магнит осуществил три выпуска биржевых облигаций по 10 млрд руб., сроком на 2 и 1,5 года. При этом размещение самого короткого выпуска с погашением в декабре 2017 г. состоялось в июле этого года. Мы ожидаем сокращения доли краткосрочного долга Магнита до 34% к концу 2016 г.

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

- ▶ Крупнейший игрок в секторе.
- ▶ Высокая операционная рентабельность и положительный СДП до выплаты дивидендов.
- ▶ Развитие компании осуществляется без увеличения финансового рычага.
- ▶ Самая низкая долговая нагрузка в публичном секторе (соотношение «чистый долг/ЕБИТДА» за последние 12 месяцев 0,9х).

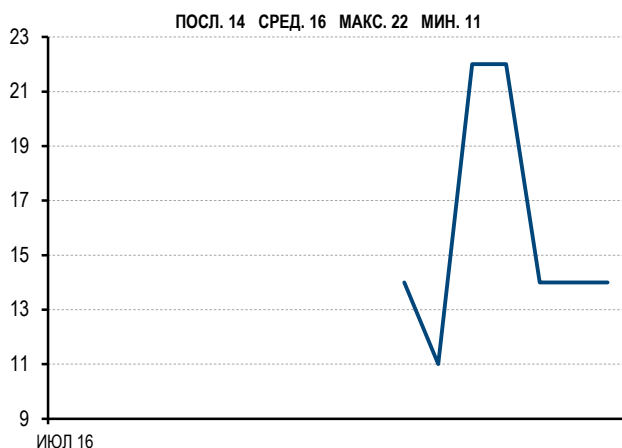
СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- ▶ Компания проходит период активного замедления темпов роста на фоне экономического спада и по мере насыщения рынка форматом «магазины у дома» в России.
- ▶ На краткосрочный долг в конце 2015 г. приходится 43% долговых обязательств.

Долговые инструменты

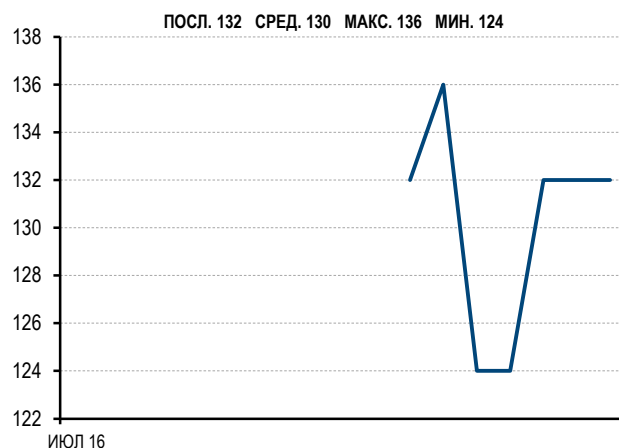
Магнит — крупнейший эмитент в секторе. У компании 6 облигационных выпусков на сумму 60 млрд руб. Все они погашаются в 2017-2020 гг., при этом 3 выпуска на 30 млрд руб. были выпущены в 2016 г. с погашением в 2018 г. Облигации компании достаточно ликвидны и предлагают самую низкую доходность в сравниваемой группе.

X5 60-06 - Магнит 1P04



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Магнит 1P04 -РЖД-17



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Ключевые финансовые показатели по МСФО и кредитные метрики Магнита, млн руб.

	2014	2015	Г/Г	2016П	Г/Г	2017П	Г/Г
Выручка	763 527	950 613	24,5%	1 106 102	16,4%	1 305 744	18,0%
ЕБИТДА	85 910	103 973	21,0%	105 301	1,3%	124 307	18,0%
Рентабельность по ЕБИТДА	11,3%	10,9%	-0,3 п.п.	9,5%	-1,4 п.п.	9,5%	0,0 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДАР	13,9%	14,1%	0,2 п.п.	12,8%	-1,3 п.п.	12,8%	0,0 п.п.
Операционный денежный поток	60 711	72 781	19,9%	70 675	-2,9%	84 226	19,2%
Капитальные расходы	55 728	54 275	-2,6%	68 718	26,6%	70 874	3,1%
Свободный денежный поток*	-30 006	-23 784	-20,7%	-30 242	27,2%	-18 592	-38,5%
ПОКАЗАТЕЛИ БАЛАНСА							
Активы	344 761	404 193	17,2%	476 870	18,0%	563 334	18,1%
Капитал	143 652	165 141	15,0%	188 484	14,1%	216 956	15,1%
Общий долг	95 667	104 228	8,9%	139 066	33,4%	172 465	24,0%
Чистый долг	77 975	95 837	22,9%	126 311	31,8%	144 921	14,7%
Краткосрочный долг, %	54%	43%	-10,6 п.п.	34%	-8,8 п.п.	37%	3,0 п.п.
Денежные средства на балансе	17 692	8 391	-52,6%	12 755	52,0%	27 544	115,9%
КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ							
Долг/Капитал, х	0,7х	0,6х	-5,2%	0,7х	16,9%	0,8х	7,7%
ЕБИТ/Проценты, х	10,4х	6,9х	-33,2%	6,1х	-11,7%	5,7х	-6,6%
Чистый долг/ЕБИТДА х	0,9х	0,9х	1,6%	1,2х	30,1%	1,2х	-2,8%
Долг/СДП*	нег.	нег.		нег.		нег.	
СКОРР. КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ							
Скорр. чистый долг/ЕБИТДА	2,9х	3,1х	6,6%	3,4х	10,0%	3,3х	-1,3%
ЕБИТ/ Скорр. проценты, х	10,4х	6,9х	-33,2%	6,1х	-11,7%	5,7х	-6,6%

* Свободный Денежный Поток (СДП) рассчитан после выплаты дивидендов

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

X5 RETAIL GROUP (BB-/BA3/BB)

X5 Retail Group (X5) является мультиформатным ретейлером (магазины у дома — «Пятерочка», супермаркеты — «Перекресток», гипермаркеты — «Карусель») и занимает второе место по выручке после Магнита с долей рынка в 6,2%. Как и Магнит, основную ставку X5 делает на формат «магазин у дома», на который приходится порядка 74% выручки компании.

Годовая выручка компании в 2015 г. составила 808,8 млрд руб. (+28% г/г). EBITDA за тот же период выросла на 20% г/г до 55,2 млрд руб., а ее рентабельность составила 6,8% против 7,2% годом ранее.

По состоянию на март 2016 г. у компании 7 397 магазинов, включая 6 820 магазинов у дома (Пятерочка и Экспресс), 486 супермаркетов (Перекресток) и 91 гипермаркет (Карусель). Общая торговая площадь достигла 3,5 млн кв. м.

Ключевые кредитные метрики X5, млн руб.

	2014	2015	Г/Г
Выручка	633 873	808 818	27,6%
Рентабельность по EBITDA	7,2%	6,8	-0,4 п.п.
Чистый долг/EBITDA	2,3x	2,4x	6,6%
Скорр. чистый долг/EBITDA	3,4x	3,6x	6,8%
Скорр. EBIT/Проценты, х	2,3	2,0x	1,7%
СДП/Выручка	- ,1%	-2,3%	-2,2 п.п.
% краткосрочного долга	12%	30%	17,5 п.п.

Источник: данные компании

Ретейлер возвращается к активному росту

X5 Retail Group была образована в 2006 г. путем слияния крупных продуктовых сетей «Перекресток» и «Пятерочка» и оставалась лидером российской продуктовой розницы по обороту до 2013 г. во многом благодаря активности по слияниям и поглощениям. Компания постоянно покупает крупные и мелкие региональные сети.

Однако покупка крупной сети «Копейка» в конце 2010 г. привела к резкому падению темпов роста выручки компании. X5 столкнулась с проблемами позиционирования разных форматов сети, сложностями логистики и качеством номенклатуры. В результате в 2012 г. X5 уступила динамично развивающемуся Магниту лидерство по объему EBITDA, а в 2013 г. — и по торговому обороту.

Компания обновила стратегию развития и в 2015 г. завершила основную программу модернизации и ребрендинга своих сетей. Успех программы был замечен уже в результатах 2015 г., когда компания показала лучший среди конкурентов рост сопоставимых продаж (13,7% против 9,1% у Ленты и 7,2% у Магнита).

Мы ожидаем продолжения активного роста оборота X5 темпами, опережающими Магнит. Тем не менее, по нашим прогнозам, Магнит все равно останется лидером рынка на всем инвестиционном горизонте. При этом развитие X5 планируется осуществлять при снижении финансового рычага.

Кредитный профиль X5

СДП останется отрицательным недолго

X5, как и большинство анализируемых ретейлеров, генерировала отрицательный СДП в 2014-2015 гг. (-0,5 млрд руб. и -18,8 млрд руб. соответственно) на фоне активных инвестиций в модернизацию торговой сети. В отличие от Магнита, X5 пока не платит дивидендов, однако мы не исключаем, что компания может начать выплачивать порядка 50% своей чистой прибыли в виде дивидендов с 2018 г.

X5 RETAIL GROUP (BB-/BA3/BB)	YTW	ДЮРАЦИЯ
X5-26о	10,54	0,2
X5-36о	10,53	0,3
X5-46о	-	2,5
X5-56о	10,28	1,9
X5-66о	10,28	1,2

*По «ликвидным» бумагам указана индикативная доходность *yield*, дюрация по всем бумагам — индикативная*

Именно с этого года мы прогнозируем выход Х5 на устойчивый положительный СДП, который позволит выплачивать дивиденды без наращивания долговой нагрузки.

Долговая нагрузка

У компании есть кредитные рейтинги «BB-» от S&P и Fitch, а также «Ba3» от Moody's, при этом в апреле 2016 г. S&P пересмотрело свой прогноз по рейтингу со «стабильного» до «позитивного».

Долговая нагрузка — умеренная: Чистый долг/ЕБИТДА на 1К16 (последняя дата отчетности) составил 2,5х против 2,4х годом ранее. Компания сохраняет значительный запас по ковенанту к чистому долгу, который установлен на уровне 4,0х ЕБИТДА, и достаточный по коэффициенту покрытия (3,3х, выше ковенанта в 2,75х).

Мы прогнозируем снижение долговой нагрузки Х5 ниже 2,0х ЕБИТДА (2,5х в 1К16) после 2017 г. на фоне сокращения капитальных расходов относительно выручки.

Заметим, что, корректируя уровень долговой нагрузки на арендные платежи, показатель чистой долговой нагрузки в 2015 г., по нашим расчетам, составил 3,6х — значительно выше отчетного и среднего по группе аналогов значения (3,1х — у Магнита и О'КЕЙ, 2,7х — у Ленты).

Сильная ликвидная позиция

Весь долг компании номинирован в рублях и на 69% — долгосрочный. Короткий долг составил 45 млрд руб., при этом на конец 1К16 у компании есть 157,6 млрд руб. неиспользованных краткосрочных и долгосрочных кредитных линий при общем долге в 149,0 млрд руб.

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

- ▶ После периода замедления и падения сопоставимых продаж 2012-2013 гг. компания активно ускоряет рост с 2014 г. благодаря изменению ценовой политики и ребрендингу сети.
- ▶ Текущий уровень долговой нагрузки 2,5х по показателю «чистый долг/ЕБИТДА» (1К16) существенно ниже ковенанта в 4,0х.

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

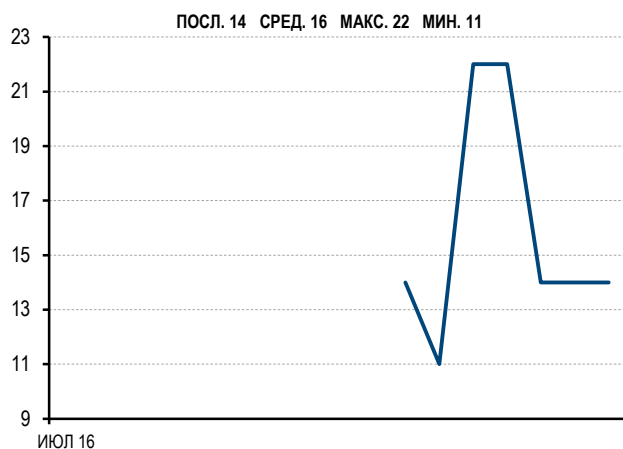
- ▶ Замедление темпов роста на фоне насыщения форматом «магазины у дома» в России.
- ▶ Высокий уровень долговой нагрузки, скорректированной на обязательства по аренде.

Долговые инструменты

Х5 — активный игрок на рынке облигаций и второй по объему размещения эмитент в секторе. У компании есть 5 облигационных выпусков на сумму 28 млрд руб. При этом большая их часть (18 млрд руб.) погашается в конце 2016 г. и с большой долей вероятности будет замещена новыми выпусками.

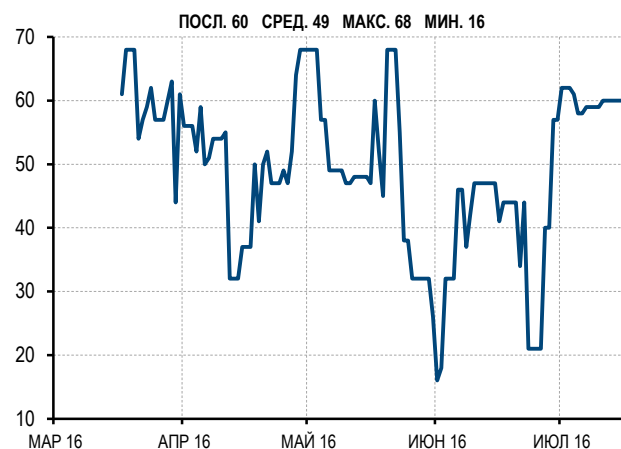
Доходность условной (т.к. ликвидность отдельных выпусков невысока) кривой Х5 на 25-30 б.п. выше кривой Магнита, что представляется справедливым: на скорректированной основе долговая нагрузка лидеров рынка отличается не так сильно, но у Х5 отрицательный денежный поток и меньший масштаб.

X5 бо-06 - Магнит 1P04



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

X5 05-бо – РЖД 23



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Ключевые финансовые показатели по МСФО и кредитные метрики X5 retail group, млн руб.

	2014	2015	Г/Г	2016П	Г/Г	2017П	Г/Г
Выручка	633 873	808 818	27,6%	945 403	16,9%	1 142 971	20,9%
ЕБИТДА	45 860	55 233	20,4%	65 285	18,2%	80 757	23,7%
Рентабельность по ЕБИТДА	7,2%	6,8%	-0,4 п.п.	6,9%	0,1 п.п.	7,1%	0,2 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДАР	11,7%	11,3%	-0,4 п.п.	11,6%	0,3 п.п.	11,7%	0,1 п.п.
Операционный денежный поток	28 567	35 487	24,2%	33 518	-5,5%	57 912	72,8%
Капитальные расходы	28 260	51 605	82,6%	46 886	-9,1%	52 727	12,5%
Свободный денежный поток*	-524	-18 803	3488,4%	-15 835	-15,8%	2 548	-116,1%
ПОКАЗАТЕЛИ БАЛАНСА							
Активы	350 920	402 115	14,6%	443 044	10,2%	493 393	11,4%
Капитал	90 558	104 718	15,6%	122 539	17,0%	152 542	24,5%
Общий долг	130 986	144 215	10,1%	162 176	12,5%	166 953	2,9%
Чистый долг	105 363	135 257	28,4%	154 117	13,9%	158 289	2,7%
Краткосрочный долг, %	12%	30%	17,5 п.п.	28%	-1,4 п.п.	31%	3,2 п.п.
Денежные средства на балансе	25 623	8 958	-65,0%	8 059	-10,0%	8 664	7,5%
КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ							
Долг/Капитал	1,4x	1,4x	-4,8%	1,3x	-3,9%	1,1x	-17,3%
ЕБИТ/Проценты, x	2,3x	2,1x	-11,2%	2,3x	8,7%	3,5x	55,8%
Чистый долг/ЕБИТДА	2,3x	2,4x	6,6%	2,4x	-3,6%	2,0x	-17,0%
Долг/СДП*	нег.	нег.		нег.		65,5x	
СКОРР. КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ							
Скорр. чистый долг/ЕБИТДА	3,4x	3,6x	6,8%	3,5x	-4,7%	3,2x	-7,2%
ЕБИТ/Скорр. проценты, x	2,3x	2,0x	-11,7%	2,2x	8,6%	3,5x	55,0%

* Свободный Денежный Поток (СДП) рассчитан после выплаты дивидендов

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

ЛЕНТА (ВВ-/ВАЗ/-)

Лента — самый быстрорастущий игрок из ТОП-10 российского ретейла с 2013 г. Основа бизнес-модели компании — формат «гипермаркет» (96% оборота). Низкий уровень проникновения данного формата, относительно слабая конкуренция в сегменте и качественная ценовая стратегия позволяют компании быть лидером по росту выручки среди публичных конкурентов.

Годовая выручка компании в 2015 г. составила 252,8 млрд руб. (+30% г/г). EBITDA за тот же период выросла на 30% г/г до 28,0 млрд руб., а ее рентабельность составила 11%.

По состоянию на март 2016 г. у компании 180 магазинов, включая 142 гипермаркета и 38 супермаркетов. Общая торговая площадь достигла 896,1 тыс. кв. м.

Ключевые кредитные метрики Ленты, млн руб.

	2014	2015	Г/Г
Выручка	193 988	252 763	30,3%
Рентабельность по EBITDA	11,0%	11,1%	0,1 п.п.
Чисты долг/EBITDA	2,8x	1, x	-31,3
Скорр. чистый долг/EBITDA	3,7x	2,7x	-25,3%
Скорр. EBIT/Проценты, x	2,6x	2,4x	-7,2%
СДП/Выручка	-9,9%	-6,2%	3,7 п.п.
% краткосрочного долга	18%	14%	-3,6 п.п.

Источник: данные компании

Быстрорастущий игрок в самом перспективном сегменте рынка

В 2015 г. Лента стала крупнейшей сетью гипермаркетов в России по количеству торговых площадей, обойдя французский Auchan, а по торговому обороту заняла 5-е место среди всех продуктовых ретейлеров в России, сместив немецкого ретейлера Metro Cash and Carry.

Проникновение гипермаркетов в России, в отличие от формата «магазин у дома», находится на низком уровне. При этом Лента — единственный активно развивающийся игрок в своем сегменте. Крупные иностранные ретейлеры урезали инвестиционные программы на фоне кризиса, а мелкие региональные — не могут себе позволить активную экспансию.

Ближайший конкурент Ленты — О'КЕЙ — фактически заморозил развитие сегмента «гипермаркеты» и практически полностью сфокусировался на развитии нового сегмента — жесткого дискаунтера. При этом О'КЕЙ действует в условиях высокой долговой нагрузки, что также отражается на скорости развития сети в новом сегменте.

По нашим прогнозам, к 2017 г. компания сможет стать четвертым по размеру оборота игроком в рейтинге российских ретейлеров, опередив Дикси (в основном «магазины у дома»).

Особенности бизнес-модели и стратегии развития позволяют Ленте иметь существенно более высокую рентабельность по EBITDA (11,1% против 6,8% у X5, например) и показывать лучшие темпы роста выручки (30% г/г против 28% г/г в 2015). Однако прогнозируемое увеличение долговой нагрузки и ожидаемое сохранение отрицательного СДП нивелирует преимущества Ленты с точки зрения кредитного качества.

ЛЕНТА (ВВ-/ВАЗ/-)	YTW	ДЮРАЦИЯ
Лента-1	-	1,9
Лента-2	-	2,6
Лента-3	-	1,9
Лента-3бо	10,77	1,4
Лента-6бо	-	2,3

По «ликвидным» бумагам указана индикативная доходность mid, дюрация по всем бумагам — индикативная

Кредитный профиль Ленты

СДП стабильно отрицательный на период активного роста

Лента генерирует устойчиво отрицательный СДП с 2012 г., активно инвестируя в развитие торговых площадей. В 2015 г. СДП составил -15,5 млрд руб., а в 2016 г. мы прогнозируем -21,2 млрд руб.

Мы ожидаем, что компания не будет снижать инвестиционную активность в связи с кризисом, используя слабость конкурентов для собственного развития. В результате, по нашим расчетам, компания не сможет выйти на положительный СДП ранее 2021 г.

Лента не платит дивидендов, и мы не ожидаем начала дивидендных выплат в пределах инвестиционного горизонта.

Долговая нагрузка будет расти, оставаясь умеренной

Долговая нагрузка — умеренная: чистый долг/ЕБИТДА на конец 2015 г. (последняя дата отчетности) составил 1,9х против 2,8х годом ранее. Весь долг компании номинирован в рублях и на 83% — долгосрочный.

В будущем мы ожидаем умеренного роста долговой нагрузки ретейлера на фоне агрессивных планов по открытию новых магазинов. Тем не менее мы не прогнозируем рост долга выше 2,5х ЕБИТДА, что можно считать приемлемым уровнем.

Заметим, что, корректируя уровень долговой нагрузки на арендные платежи, показатель чистой долговой нагрузки в 2015 г., по нашим расчетам, составил 2,7х — выше отчетного показателя, но ниже среднего по группе аналогов (3,1х — у Магнита и О'КЕЙ, 3,6х — у X5).

Достаточная ликвидная позиция

На конец 1К16 краткосрочный долг составил 17 млрд руб., при этом объем денежных средств на начало года достигал 22,5 млрд руб., кроме того, у компании есть 45,3 млрд руб. неиспользованных краткосрочных и долгосрочных кредитных линий.

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

- ▶ Высокая операционная рентабельность и опережающие темпы роста выручки в ТОП-10.
- ▶ Рентабельность по ЕБИТДА — одна из самых высоких в секторе благодаря фокусу на один формат и эффективному контролю над издержками. Мы ожидаем, что Лента удержит этот уровень и в будущем.
- ▶ Умеренная долговая нагрузка (1,9х Чистый долг/ЕБИТДА). Доказанная способность быстро снижать долговую нагрузку.

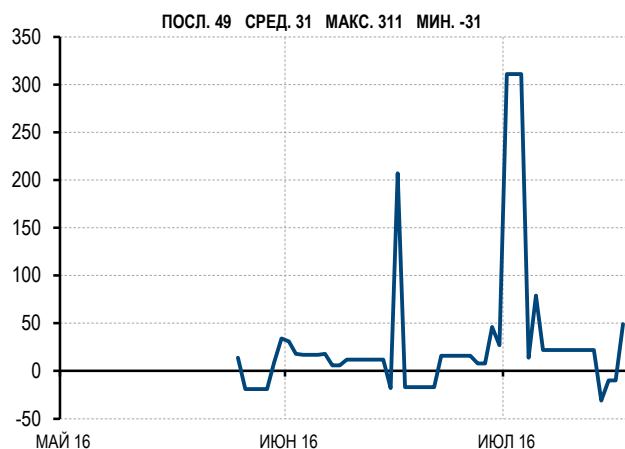
СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- ▶ «Моноформатная» бизнес-модель не позволяет диверсифицировать риски снижения потребительского трафика в случае изменения покупательских предпочтений или быстрого насыщения формата «гипермаркеты» в России.
- ▶ Строительство собственных гипермаркетов — более капиталоемкий и долгосрочный процесс по сравнению с другими торговыми форматами. Существуют риски больших потерь в случае некорректного выбора локации по сравнению с форматами, ориентированными на аренду торговых мест.

Долговые инструменты

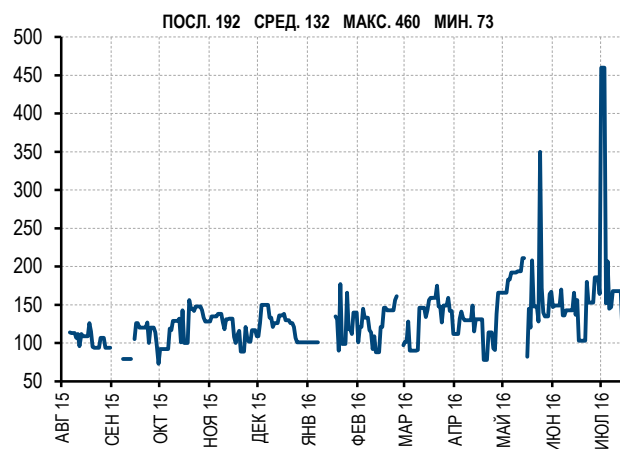
С апреля 2016 г. Лентой размещено 4 облигационных выпуска на сумму 17 млрд руб. Все они погашаются в 2020-2025 гг., при этом 2 выпуска на 7 млрд руб. прошли в марте 2016 г. пут-опцион, а еще один — на 3 млрд руб. — был выкуплен компанией также в марте. При этом условно ликвидным можно считать лишь выпуск Лента 03-БО, который торгуется с премией ~50 б.п. к кривой X5. Полагаем, что премия справедлива, учитывая более высокие операционные риски внедрения нового формата и ожидаемый в обозримом будущем отрицательный денежный поток.

Лента 03-бо – X5 бо-06



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Лента 03-бо – РЖД 17



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Ключевые финансовые показатели по МСФО и кредитные метрики Ленты, млн руб.

	2014	2015	Г/Г	2016П	Г/Г	2017П	Г/Г
Выручка	193 988	252 763	30,3%	314 137	24,3%	392 494	24,9%
ЕБИТДА	21 318	28 018	31,4%	32 356	15,5%	40 034	23,7%
Рентабельность по ЕБИТДА	11,0%	11,1%	0,1 п.п.	10,3%	-0,8 п.п.	10,2%	-0,1 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДАР	11,6%	12,0%	0,5 п.п.	11,2%	-0,8 п.п.	11,0%	-0,2 п.п.
Операционный денежный поток	15 979	15 924	-0,3%	25 499	60,1%	23 157	-9,2%
Капитальные расходы	35 110	31 300	-10,9%	46 729	49,3%	47 346	1,3%
Свободный денежный поток*	-19 136	-15 554	-18,7%	-21 229	36,5%	-24 189	13,9%
ПОКАЗАТЕЛИ БАЛАНСА							
Активы	141 245	178 392	26,3%	214 728	20,4%	260 578	21,4%
Капитал	16 730	47 130	181,7%	60 466	28,3%	79 034	30,7%
Общий долг	71 215	75 922	6,6%	93 866	23,6%	112 707	20,1%
Чистый долг	59 180	53 466	-9,7%	74 802	39,9%	99 102	32,5%
Краткосрочный долг, %	18%	14%	-3,6 п.п.	12%	-1,7 п.п.	13%	0,6 п.п.
Денежные средства на балансе	12 036	22 456	86,6%	19 063	-15,1%	13 604	-28,6%
КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ							
Долг/Капитал	4,3x	1,6x	-62,2%	1,6x	-3,6%	1,4x	-8,1%
ЕБИТ/Проценты, X	2,6x	2,4x	-7,2%	2,8x	16,9%	2,8x	-0,9%
Чистый долг/ЕБИТДА	2,8x	1,9x	-31,3%	2,3x	21,1%	2,5x	7,1%
Долг/СДП*	нег.	нег.		нег.		нег.	
СКОРР. КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ							
Скорр. чистый долг/ЕБИТДА	3,7x	2,7x	-25,3%	3,1x	15,0%	3,3x	5,0%
ЕБИТ/Скорр. проценты, x	2,6x	2,4x	-7,2%	2,8x	16,9%	2,8x	-0,9%

* Свободный Денежный Поток (СДП) рассчитан после выплаты дивидендов

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

О'КЕЙ (-/-/В+)

Группа «О'КЕЙ» занимает 7-е место в России по выручке и специализируется на развитии формата «гипермаркет» (порядка 92% выручки). Компания делает ставку на развитие нового для страны формата «жесткого дискаунтера», рассчитывая на успех у потребителей в период кризиса.

Годовая выручка компании в 2015 г. составила 162,5 млрд руб. (+7% г/г). EBITDA за тот же период сократилась на 10% г/г до 10,1 млрд руб., а ее рентабельность составила 6,2% против 7,4% годом ранее.

По состоянию на март 2016 г. у компании 148 магазинов, включая 70 гипермаркетов, 37 супермаркетов и 41 дискаунтер (ДА!). Общая торговая площадь — 558,9 тыс. кв. м.

Ключевые кредитные метрики О'КЕЙ, млн руб.

	2014	2015	Г/Г
Выручка	151 983	162 510	6,9%
Рентабельность по EBITDA	7,4%	6,2%	-1,2 п.п.
Чистый долг/EBITDA	2,3x	2,6x	9,4%
Скорр. чистый долг/EBITDA	2,8x	3,1x	11,1%
Скорр. EBIT/Проценты, х	3,7x	1,3x	-64,0%
СДП/Выручка	-8,0%	-3,3%	4,7 п.п.
% краткосрочного долга	39%	34%	-5,0 п.п.

Источник: данные компании

На фоне нарастания экономического кризиса в 2014-2015 гг. компания столкнулась с оттоком покупателей и падением операционной рентабельности. К концу 2015 г. ситуация немного улучшилась, а обновленная стратегия начала приносить плоды с начала этого года, однако пик давления на рентабельность придется на 2016 г.

Запуск нового формата — ответ на вызовы рынка

До 2014 г. бизнес-модель О'КЕЙ была схожа с моделью Ленты. Однако исторические просчеты с локацией магазинов и неудачная ценовая политика прошлого года привели к росту долговой нагрузки и не позволяют О'КЕЙ наращивать торговые площади наравне с конкурентом.

Сейчас О'КЕЙ активно реформируется и делает ставку на развитие нового для себя и почти не представленного в России формата — «жесткого дискаунтера», который, по задумке менеджмента и акционеров, должен лучше отвечать текущей экономической ситуации.

Обновленная стратегия предполагает минимизацию новых торговых площадей для гипермаркетов и фокус на развитии дискаунтера «ДА!» (запущен в 2П15). К 2017 г. на его долю должно прийти порядка 12% торговых площадей, а к 2020 г. ~22%.

Кредитный профиль О'КЕЙ

Отрицательный СДП, но ситуация улучшается

Компания генерирует отрицательный СДП, однако ситуация улучшается из-за снижения инвестиционной активности. В 2014 г. СДП компании составил -9,3 млрд руб., а в 2015 г. -2,3 млрд руб. При этом капитальные расходы сократились с 16,3 млрд руб. до 8,6 млрд за тот же период.

О'КЕЙ платит дивиденды (1,6 млрд руб. в 2015 г.), однако мы ожидаем сокращения выплат до 671 млн руб. в 2016 г. и до 437 млн руб. в 2017 г.

О'КЕЙ (-/-/В+)	УТМ	ДЮРАЦИЯ
О'КЕЙ-2	-	1,3
О'КЕЙ-460	10,21	0,2
О'КЕЙ-560	-	3,1
О'КЕЙ-660	10,96	2,0

По «ликвидным» бумагам указана индикативная доходность mid, дюрация по всем бумагам — индикативная

По нашим оценкам, несмотря на снижение инвестиционной программы, СДП О'КЕЙ не выйдет в область положительных значений раньше 2019 г.

Задолженность высокая, но пик долговой нагрузки должен быть пройден в 2016 г.

Долговая нагрузка у компании выше средней — соотношение «чистый долг/ЕВITDA» в конце 2015 г. составило 2,6х. Менеджмент компании предпочитает удерживать чистую долговую нагрузку в пределах 3,0х ЕВITDA и оптимизирует инвестиционную программу, концентрируясь лишь на открытии нового и менее капиталоемкого формата «жесткого дискаунтера».

Заметим, что, корректируя уровень долговой нагрузки на арендные платежи, показатель чистой долговой нагрузки в 2015 г., по нашим расчетам, составил 2,7х — выше отчетного показателя, но ниже среднего по группе аналогов (3,1х — у Магнита и О'КЕЙ, 3,6х — у Х5).

Пик долговой нагрузки, по нашим оценкам, придется на конец 2016 г., когда соотношение «чистый долг/ЕВITDA» достигнет 2,8х против 2,6х в 2015 г. Для рефинансирования текущей задолженности планируется использовать новые облигационные размещения.

Ликвидность поддерживается за счет рефинансирования

По состоянию на январь 2016 г. О'КЕЙ предстояло погасить 12 млрд руб. в течение ближайших 12 месяцев. Денежные средства компании составили 9,8 млрд руб. В структуре короткого долга 5 млрд руб. приходится на пут-опционы по облигациям (октябрь 2016 г.), при этом, по утверждениям компании, у нее есть достаточное количество открытых кредитных линий для финансирования выкупа. Более того, в апреле был успешно размещен новый выпуск облигаций на 3 млрд руб.

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ

- ▶ О'КЕЙ сократил инвестиционную программу, усилил кредитные метрики. При этом ретейлер продолжает наращивать торговые площади за счет нового и менее капиталоемкого формата — «жесткого дискаунтера».

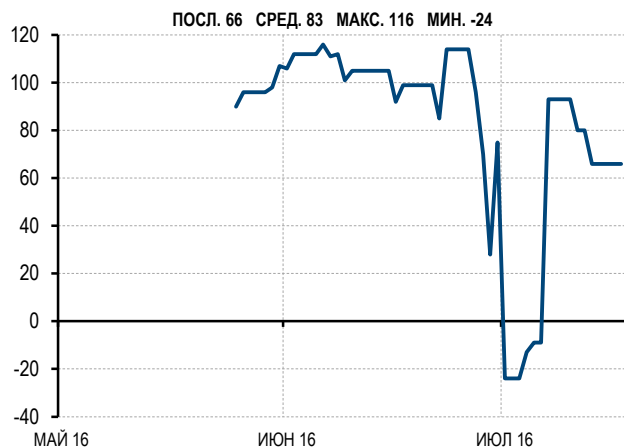
СЛАБЫЕ СТОРОНЫ

- ▶ Компания сильнее других анализируемых игроков рынка пострадала от экономического спада в результате некорректного ценового позиционирования и негибкой продуктовой политики в 2015 г.
- ▶ У О'КЕЙ самая высокая долговая нагрузка в секторе — 2,6х, самый низкий кредитный рейтинг — «В+» (Fitch).
- ▶ Компания продолжает платить дивиденды в размере 25-30% от чистой прибыли.
- ▶ Риск реализации новой стратегии: О'КЕЙ делает ставку на новый для себя и рынка формат жесткого дискаунтера — существуют высокие риски неудачных открытий и списаний.
- ▶ Развитие нового формата окажет давление на операционную рентабельность ретейлера в ближайшие несколько лет.

Долговые инструменты

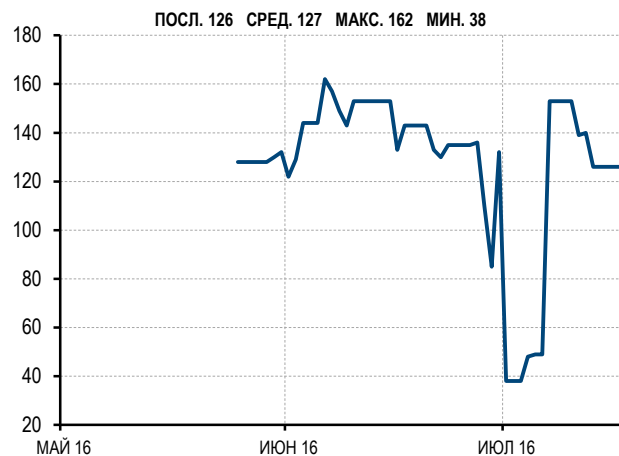
На рынке облигаций у О'КЕЙ торгуется 4 выпуска на сумму 18 млрд руб. с погашением в 2017-2020 гг., при этом 1 выпуск на сумму 5 млрд руб. имеет пут-опцион в конце 2016 г. Кредитная премия облигаций составляет ~50 б.п. к Ленте и ~100 б.п. к Х5 и представляется нам справедливой с учетом более высокой долговой нагрузки, сохраняющегося отрицательным СДП и рисков реализации новой стратегии.

О'КЕЙ 60-06 – X5 60-05



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

О'КЕЙ 60-06 – РЖД 23



Источник: ММВБ, расчеты Газпромбанка

Ключевые финансовые показатели по МСФО и кредитные метрики О'КЕЙ, млн руб.

	2014	2015	Г/Г	2016П	Г/Г	2017П	Г/Г
Выручка	151 983	162 510	6,9%	175 560	8,0%	192 901	9,9%
ЕБИТДА	11 270	10 109	-10,3%	10 125	0,2%	13 054	28,9%
Рентабельность по ЕБИТДА	7,4%	6,2%	-1,2 п.п.	5,8%	-0,5 п.п.	6,8%	1,0 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДАР	10,0%	9,1%	-0,8 п.п.	8,8%	-0,4 п.п.	9,9%	1,1 п.п.
Операционный денежный поток	7 024	4 837	-31,1%	6 577	36,0%	7 737	17,6%
Капитальные расходы	16 300	8 621	-47,1%	8 899	3,2%	8 892	-0,1%
Свободный денежный поток*	-12 205	-5 428	-55,5%	-2 948	-45,7%	-1 548	-47,5%
ПОКАЗАТЕЛИ БАЛАНСА							
Активы	86 579	90 079	4,0%	93 943	4,3%	98 999	5,4%
Капитал	24 197	24 491	1,2%	25 815	5,4%	29 058	12,6%
Общий долг	32 081	35 558	10,8%	36 708	3,2%	37 987	3,5%
Чистый долг	26 270	25 790	-1,8%	28 675	11,2%	30 031	4,7%
Краткосрочный долг, %	39%	34%	-5,0 п.п.	44%	9,9 п.п.	55%	11,1 п.п.
Денежные средства на балансе	5 810	9 768	68,1%	8 032	-17,8%	7 957	-0,9%
КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ							
Долг/Капитал	1,3x	1,5x	9,5%	1,4x	-2,1%	1,3x	-8,1%
ЕБИТ/Проценты, X	5,5x	1,8x	-68,0%	1,4x	-22,0%	1,9x	37,1%
Чистый долг/ЕБИТДА	2,3x	2,6x	9,4%	2,8x	11,0%	2,3x	-18,8%
Долг/СДП*	нег.	нег.		нег.		нег.	
СКОРР. КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ							
Скорр. чистый долг/ЕБИТДА	2,8x	3,1x	11,1%	3,3x	8,7%	2,9x	-12,6%
ЕБИТ/ Скорр. проценты, x	3,7x	1,3x	-64,0%	1,1x	-18,0%	1,5x	37,1%

* Свободный Денежный Поток (СДП) рассчитан после выплаты дивидендов

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

РОЗНИЧНЫЙ РЫНОК И ПУБЛИЧНЫЕ РЕТЕЙЛЕРЫ: СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ

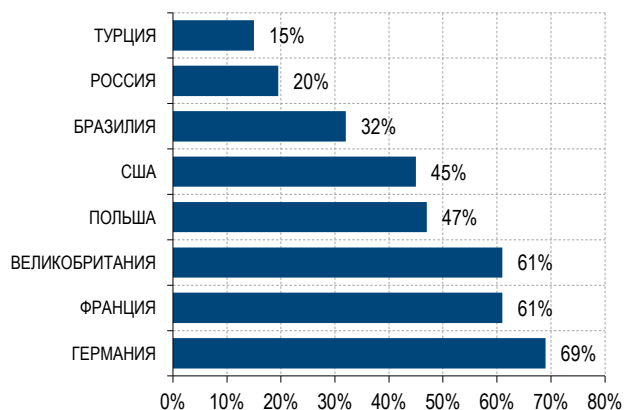
Российский продовольственный розничный рынок занимает 4-е место в Европе (220 млрд долл.) по обороту и входит в ТОП-10 мировых рынков по результатам 2015 г.

В 2015 г. доля современного формата торговли в России составляла порядка 66% по сравнению с 43% в 2006 г. Тем не менее этот уровень значительно отстает от показателей европейских рынков, где на современный формат приходится от 74% до 91% розничной торговли. Мы ожидаем его дальнейшего проникновения в России до 77% к 2020 г.

Доля 5 крупнейших ретейлеров в России составляет 20% — против 40-70% в европейских странах и 32% в Бразилии. В условиях падающей экономики и прогнозируемого медленного восстановления мы ожидаем, что именно крупнейшие ретейлеры смогут усилить свои позиции на рынке. К 2020 г. мы прогнозируем рост доли 5 крупнейших ретейлеров в России до 31%.

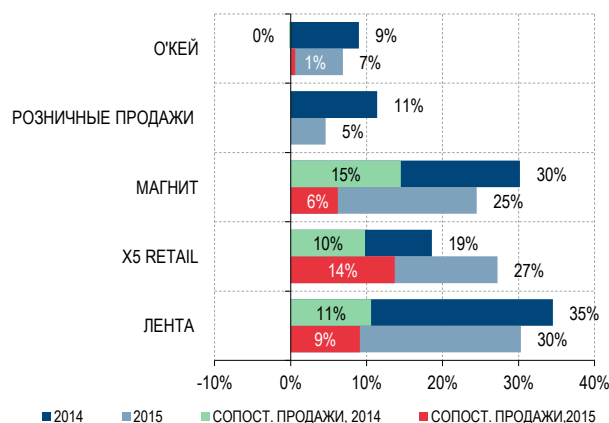
Российские ретейлеры, привлекающие публичный долг (**Магнит, Х5, Лента, О'КЕЙ**), входят в десятку крупнейших игроков продуктового розничного рынка страны и являются ключевыми консолидаторами и драйверами его роста.

Доля ТОП-5 продуктовых ретейлеров в России и мире, 2015 г.



Источник: Infoline, Росстат, прогноз Газпромбанка

Динамика выручки публичных ретейлеров против оборота продуктового рынка, 2015 и 2014 гг.

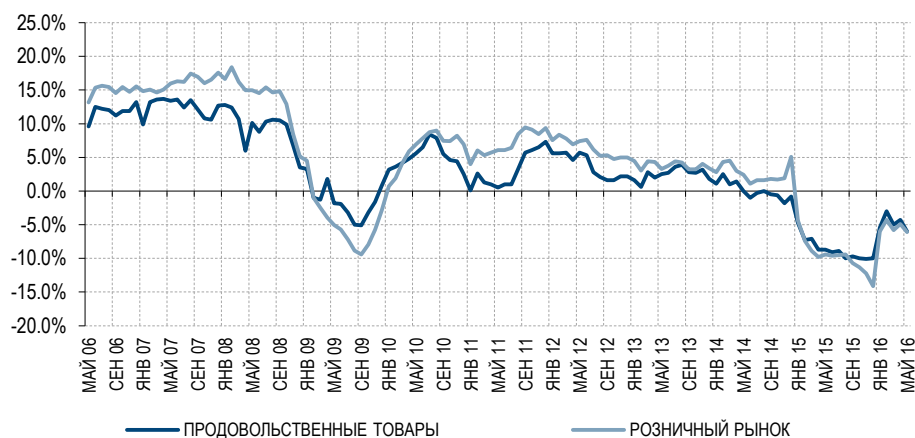


Источник: данные компаний, Росстат, Planet retail, Euromonitor

Несмотря на замедление темпов роста на фоне падающей экономики в 2015 г., большинству крупных игроков удалось показать опережающую динамику, а более агрессивные компании (Х5 и Лента) продемонстрировали также рост сопоставимых продаж на уровне лучше рынка (в магазинах, открытых более 12 месяцев назад) по итогам 2015 г.

В 2015 г. оборот розничной торговли установил антирекорд, упав в сопоставимых ценах на 10% г/г, ниже исторического годового минимума 6,2%, наблюдавшегося в 1995 г. Однако в январе – мае 2016 г. уже показал признаки восстановления. Происходит замедление темпов падения аналогичное тому, что наблюдались в 2009-2010 гг. (см. диаграмму ниже).

Динамика розничного оборота в реальном выражении



Источник: Данные компаний, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Законодательные инициативы имеют ограниченный негативный эффект

В июле 2016 г. вступили в силу поправки в Закон о торговле: сокращена максимальная комиссия ретейлера от поставщиков с 10% до 5%; в комиссию включен сбор за логистику, а ретейлерам запрещено брать дополнительные комиссии. Более того сокращены сроки расчетов сетей с поставщиками. Поправки могут вступить в силу уже с 20 июля после одобрения Совета Федерации и президента.

Полагаем, что крупные публичные ретейлеры в меньшей степени пострадают от нововведений, так как вместо комиссий будут требовать дополнительных скидков от поставщиков. Тем не менее мы не исключаем давления на их валовую и операционную рентабельность в пределах 1-2 п.п. в результате нововведения на период адаптации к новым правилам игры на горизонте до 6 месяцев.

Заметим, что новые нормы могут ослабить позиции мелких ретейлеров и ускорить процесс консолидации в отрасли вокруг крупнейших и эффективных игроков.

Рост выручки крупных игроков продолжается...

Результаты 1К16 смешанные

По результатам 1К16 большинство публичных ретейлеров продолжили демонстрировать замедление темпов роста выручки, в основном в связи с активным снижением динамики сопоставимых продаж (см. таблицу ниже).

Так, Магнит и Лента продемонстрировали падение размера сопоставимой корзины (среднего чека) на 1% и 4% г/г соответственно. Однако падение сопоставимого трафика покупателей в 1К16 наблюдалось только у Ленты. X5, напротив, продемонстрировала умеренное снижение темпов роста выручки и сопоставимых продаж, то есть, по нашим оценкам, лучше всего позиционирована на рынке в 2016 г.

О'КЕЙ стал исключением на фоне сбавляющих темпы роста ретейлеров, показав ускорение по всем параметрам, кроме торговых площадей. Однако и в этом случае прогресс во многом обоснован эффектом базы — крайне слабыми результатами 1К15 из-за просчетов в прежней стратегии.

Динамика выручки, сопоставимых продаж и торговых площадей публичных ретейлеров в 1К16 против 1К15

	МАГНИТ		Х5		ЛЕНТА		О'КЕЙ	
	1К15	1К16	1К15	1К16	1К15	1К16	1К15	1К16
Выручка	33,4%	16,7%	26,7%	26,8%	37,7%	22,1%	7,4%	14,4%
Сопоставимые продажи	14,5%	0,4%	17,1%	7,8%	15,0%	5,6%	1,1%	8,6%
Сопоставимый трафик	0,5%	1,5%	2,9%	2,0%	7,8%	-4,8%	-1,9%	4,9%
Сопоставимая корзина	14,0%	-1,0%	13,7%	5,8%	6,7%	-4,2%	3,0%	3,5%
Торговая площадь	21,6%	21,2%	20,1%	31,0%	40,1%	23,2%	13,5%	6,1%

Источник: данные компаний

Не все компании публикуют данные по EBITDA поквартально, однако раскрытые за 1К16 показатели Магнита и Х5 демонстрируют общий тренд на снижение рентабельности. При этом Х5 удалось избежать серьезных потерь в 1К16 — рентабельность за год упала с 7,2% до 7,1% благодаря успешной работе с поставщиками и административными издержками. О'КЕЙ может продемонстрировать динамику, схожую с Х5.

Магнит, напротив, снизил рентабельность EBITDA на 1,6 п.п. г/г в 1К16 до 7,8%, что главным образом обусловлено падением валовой рентабельности.

Исходя из данных по выручке, мы предполагаем, что Лента также столкнулась со снижением рентабельности EBITDA.

Замедление выручки временно для большинства крупных игроков

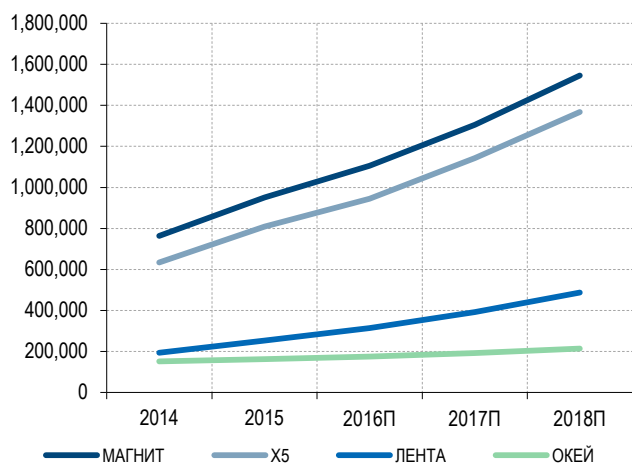
Общее замедление рынка продуктовой розницы крупные представители сектора используют для активной экспансии за счет ухода менее эффективных игроков. Главным драйвером роста для крупных игроков остается спрос на современный формат торговли вместо традиционного (советского), а также продолжающаяся консолидация сильно фрагментированного рынка российской розницы.

Несмотря на замедление в 2016 г., мы прогнозируем достаточно бурный рост выручки **Магнита** со среднегодовыми темпами роста (СГТР) 18% в 2015-2018 гг., что позволит крупнейшему ретейлеру страны удержать лидерство с общей выручкой на уровне 1,5 трлн руб.

После успешного ребрендинга форматов, закончившегося в 2015 г., **Х5** опережает основных конкурентов по темпам роста сопоставимых продаж. В сочетании с органическим ростом новых площадей мы прогнозируем СГТР выручки Х5 на уровне 19% к 2018 г. до 1,4 трлн руб.

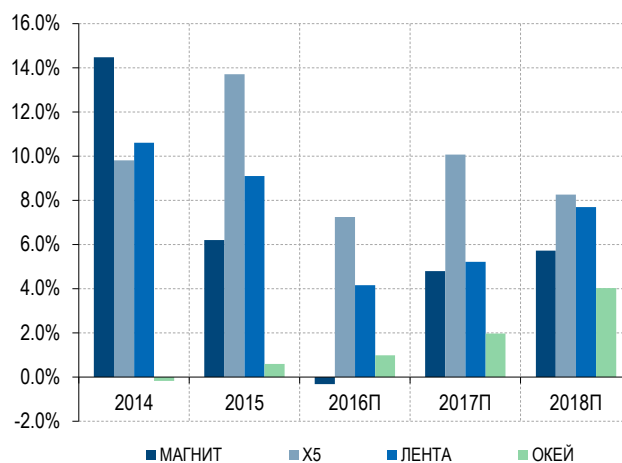
Несмотря на прогнозируемое замедление темпов роста на фоне слабой экономики и планов по снижению долговой нагрузки, мы полагаем, что **Лента** останется самым быстрорастущим из 10 крупнейших продуктовых ретейлеров страны и покажет СГТР выручки в 2015-2018 гг. на уровне 24% до 486 млрд руб. и окончательно закрепит за собой 4-е место в стране по торговому обороту.

Динамика выручки публичных ретейлеров, млн руб.



Источник: Данные компаний, расчеты Газпромбанка

Динамика сопоставимых продаж, % г/г



Источник: Данные компаний, расчеты Газпромбанка

Обновленная стратегия **ОКЕЙ** привела к улучшению ситуации в 1К16, однако этот процесс только набирает обороты. Мы прогнозируем СГТР выручки **ОКЕЙ** в ближайшие 3 года на уровне 10% до 2015 млрд руб., во многом благодаря запуску нового формата.

... при этом рентабельность испытывает умеренное давление

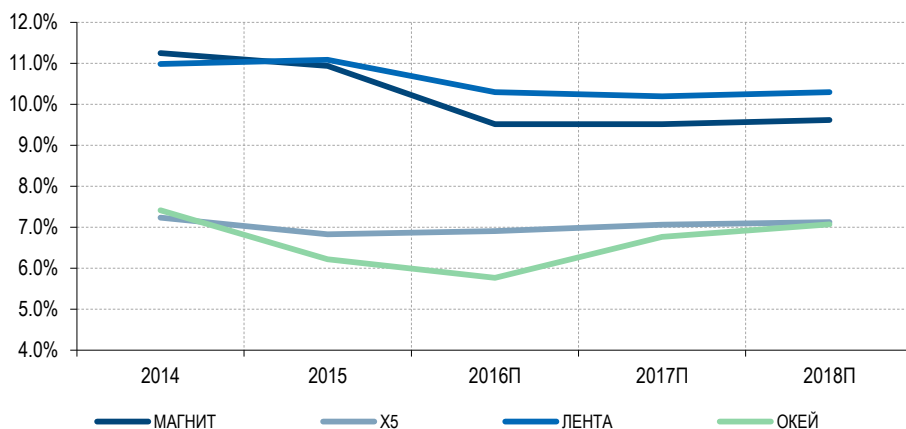
Спад в экономике и падение потребительского спроса заставляют ретейлеров бороться за потребительский трафик и активно инвестировать в цену, что оказывает давление на валовую рентабельность и рентабельность по EBITDA.

Мы ожидаем, что 2016 г. будет достаточно сложным для ретейлеров на фоне ужесточения конкуренции, что, наряду со слабой макроэкономической ситуацией, станет фактором снижения рентабельности EBITDA большинства игроков (см. диаграмму внизу). Исключением может стать X5, мы ожидаем сохранения уровня рентабельности в пределах 7% в 2016 г. — компания должна одержать победу в борьбе за трафик после модернизации сети.

Для нивелирования давления на операционную рентабельность все ретейлеры стараются оптимизировать свои отношения с поставщиками. На среднесрочном горизонте (3-4 года) из четверки анализируемых ретейлеров только Лента способна улучшить свои условия по работе с поставщиками, так как является самой быстрорастущей сетью и претендует на 4-е место в секторе в ближайшие два года.

В дальнейшем мы ожидаем, что ретейлеры будут удерживать рентабельность по EBITDA на уровне, близком к 2016 г., исключение — ОКЕЙ, где мы ожидаем восстановления рентабельности к уровню 2014 г. на фоне оптимизации бизнес-процессов.

Динамика рентабельности по EBITDA



Источник: Данные компаний, расчеты Газпромбанка

Инвестиционные стратегии — вложения в рост по мере финансовых возможностей

Основной стратегией экспансии крупных российских ретейлеров на данном этапе остается органический рост за счет открытия новых магазинов. Покупки маленьких региональных игроков также случаются, однако имеют, скорее, несистемный характер.

Магнит и X5 делают ставку на развитие своих «магазинов у дома» и «супермаркетов», где капитальные вложения идут лишь на оборудование, а не на покупку помещений и земельных участков, как это часто происходит в сегменте гипермаркетов (**Лента, О'КЕЙ**).

Мы прогнозируем, что **Магнит** и **X5** смогут развиваться, удерживая капитальные затраты на уровне 5-6% от годовой выручки, а в более долгосрочной перспективе — около 4%.

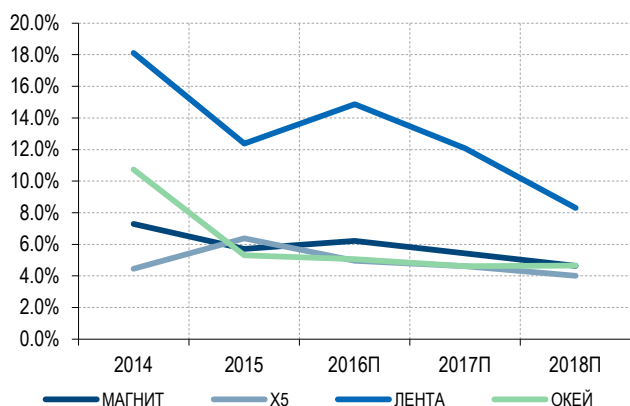
Более капиталоемкая модель **Ленты**, ориентированная в основном на строительство гипермаркетов, заставляет компанию направлять на инвестиции порядка 16-18% от годовой выручки до 2015 г., когда капвложения сократились до 12% от выручки, благодаря оптимизации экспансии компании. В дальнейшем мы ожидаем снижения этого относительного показателя до 8% к 2017 г.

Бизнес-модель **О'КЕЙ** схожа с моделью Ленты по капиталоемкости, однако относительно высокая долговая нагрузка не позволяет **О'КЕЙ** наращивать торговые площади наравне с конкурентами.

Долговая нагрузка умеренна для большинства игроков

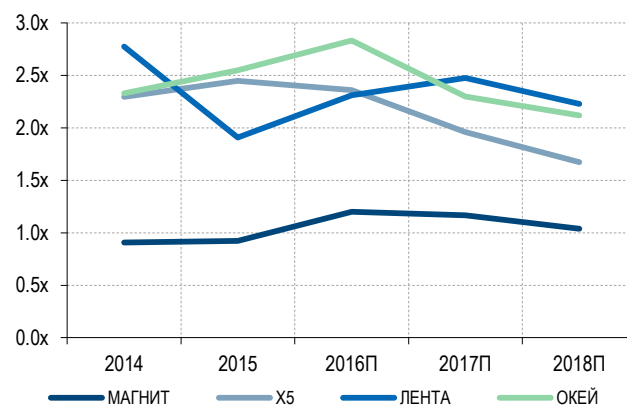
Ретейлеры продолжают привлекать долговое финансирование на развитие, при этом только **X5** планирует снижать отношение чистого долга к EBITDA, отдавая предпочтение росту эффективности, а не оборотов и торговых площадей.

Динамика капитальных затрат ретейлеров в % от выручки



Источник: Данные компаний, расчеты Газпромбанка

Динамика соотношения «чистый долг/EBITDA» ретейлеров



Источник: Данные компаний, расчеты Газпромбанка

СДП останется отрицательным до 2019 г. у большинства ретейлеров

Активные инвестиции в новые площади не позволяют представленным в этом отчете ретейлерам генерировать положительный свободный денежный поток.

Последние два года исключением был **Магнит**, который на фоне снижения темпов роста торговых площадей начал получать положительный СДП. При этом Магнит активно платит дивиденды, после чего денежный поток становится отрицательным — как и у остальных ретейлеров.

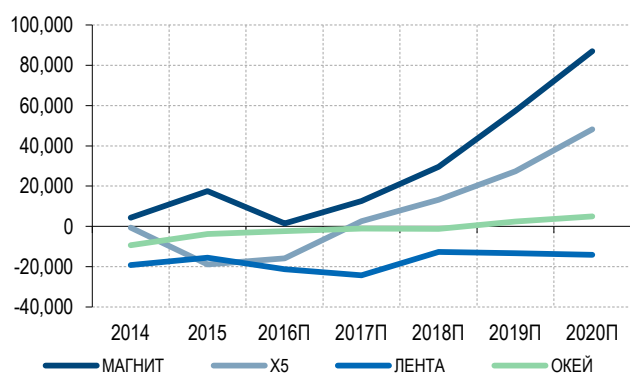
Мы ожидаем, что **Магнит** и впредь будет наращивать свободный денежный поток, превращаясь из компании бурного роста в дивидендную историю для своих акционеров. При этом СДП после выплат дивидендов станет положительным, по нашим расчетам, только в 2019 г. (см. диаграмму ниже).

Согласно нашим прогнозам, **X5** сможет начать генерировать положительный СДП не ранее 2017 г. При этом в 2018-2020 гг. он будет направляться на снижение долговой нагрузки. Мы не исключаем появления дивидендных выплат после 2018 г., однако пока не моделируем их.

С учетом агрессивных планов развития, мы не прогнозируем появление положительного СДП **Ленты** на инвестиционном горизонте (до 2020 г.).

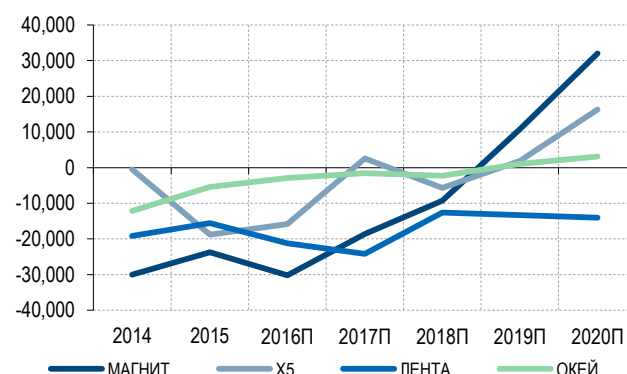
О'КЕЙ, как и **Магнит**, платит дивиденды своим акционерам, однако их размер не оказывает существенного влияния на объем свободных денежных средств.

Динамика свободного денежного потока, млрд руб.



Источник: Данные компаний, расчеты Газпромбанка

Динамика свободного денежного потока после выплаты дивидендов, млрд руб.



Источник: Данные компаний, расчеты Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00**ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА**

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 41 82

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2016. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.
