

Специальный комментарий к размещению облигаций О'КЕЙ 1-й и 2-й серий

Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com

Дебютные выпуски О'КЕЙ 1-й и 2-й серий – интересное предложение

О'КЕЙ (-/-/В+) планирует 13 ноября разместить 2 выпуска классических облигаций 1-й и 2-й серий на 2 и 3 млрд рублей соответственно.

Срок обращения выпусков составит 5 лет, оферта через 3 года, купоны выплачиваются дважды в год.

Книга заявок на покупку бумаг выпуска будет открыта с 6 по 8 ноября.

Ставка 1-го купона находится в диапазоне 10-10,35% годовых, доходность – 10,25-10,62% годовых. Выпуски обеспечены поручительством со стороны Group S.A. (-/-/В+) и поручительством Доринда.

Выпуски удовлетворяют условиям для включения в Ломбардный список.

Участие в размещении новых выпусков О'КЕЙ привлекательно начиная от середины маркетизируемого диапазона и выше – от 10,4-10,45% годовых.

Ключевые моменты:

- О'КЕЙ – розничная сеть России с общей торговой площадью около 385 тыс. м² в Северо-Западном, Южном, Центральном, Уральском и Сибирском регионах страны;
- Единственным владельцем сети является люксембургская компания O'Key Group (ранее Dorinda Holding S.A.), бенефициарами которой выступают Дмитрий Коржев, Дмитрий Троицкий, Борис Волчек, Хиллар Тедег;
- Выручка компании за 1П12 года составила 54,1 млрд рублей, что на 26,5% уровня 1П11 года;
- Чистая прибыль по итогам 1П12 года составила около 1,5 млрд рублей, что более чем на треть выше значения за аналогичный период прошлого года;
- Долговая нагрузка компании по итогам 1П12 года показала увеличение Финансовый долг/ЕБИТДА до 1,66х (с 1,61х на начало 2012 года), Чистый долг/ЕБИТДА до 1,48х (с 1,22х на начало 2012 года).

Параметры выпуска

Выпуск	О'КЕЙ-1
Объем размещения, млн рублей	2
Срок обращения	5 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	через 3 года
Доходность к оферте (по информации организаторов), % годовых	10,25-10,62
Доходность к оферте (по оценке UFS IC), % годовых	от 10,45

Параметры выпуска

Выпуск	О'КЕЙ-2
Объем размещения, млн рублей	3
Срок обращения	5 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	через 3 года
Доходность к оферте (по информации организаторов), % годовых	10,25-10,62
Доходность к оферте (по оценке UFS IC), % годовых	от 10,45

Финансовые результаты, млн рублей

	2 011	1П 2012
Выручка	93 134	54 122
ЕБИТДА	7 510	3 705
Финансовый долг	12 071	14 019
Чистый долг	9 129	12 458

Основные коэффициенты

	2 011	1П 2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,44	0,65
Чистый долг/ЕБИТДА	1,22	1,48
Рентабельность по ЕБИТДА, %	8,1%	6,8%

Кредитный рейтинг

Moody's	S&P	Fitch
-	-	B+



Кредитный профиль

По состоянию на конец 1П12 года объем финансового долга О'КЕЙ составлял 14 млрд рублей, что в 1,8 раза уровня 1П11 года и на 16% выше показателя на начало года.

Уровень чистого долга на конец 1П12 года составил около 12,5 млрд рублей. Таким образом, чистый долг превышает значение за аналогичный период прошлого года в 1,7 раза и более чем на треть выше показателя на конец минувшего года.

Структура долга компании продолжает демонстрировать ухудшение. Доля краткосрочных обязательств компаний увеличилась по итогам 1П12 года до 65% (9,1 млрд рублей), тогда как на начало года она составляла 44% (5,3 млрд рублей), а по состоянию на 1П11 года – 15% (около 1,2 млрд рублей).

Показатели долговой нагрузки продолжают демонстрировать увеличение, хотя по-прежнему далеки от критических уровней. Так, значение Финансовый долг/ЕБИТДА по итогам 1П12 – 1,66х, начало 2012 года – 1,61х. Соотношение Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 1П12 года вырос до 1,48х по сравнению с соотношением 1,22х на начало текущего года.

Стоит отметить, что показатели покрытия долга О'КЕЙ значительно ниже, чем у Х5 или Дикси, но при этом все же превышают значения Магнита (см. табл. на стр. 3).

На текущий год CAPEX О'КЕЙ оценивается в объеме 15 млрд рублей. За первую половину текущего года компания инвестировала свыше 2,5 млрд рублей.

О'КЕЙ имеет отрицательный свободный денежный поток, что, впрочем, наблюдается у большинства ритейлеров. По итогам 1П12 года значение свободного денежного потока у ГК составляло -2,5 млрд рублей.

Финансовые результаты

Выручка О'КЕЙ за первые 6 месяцев текущего года составила 54,1 млрд рублей, что на 26% выше уровня за аналогичный период прошлого года.

При этом продажи сопоставимых магазинов (like-for-like) показали рост 7,9% г/г.

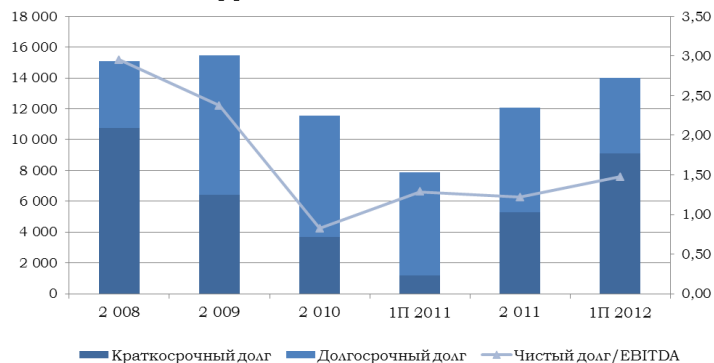
Операционная прибыль показала рост на 42% по сравнению с показателем за 1П11 года.

ЕБИТДА по состоянию на 1П12 года составила 3,7 млрд рублей, что на треть выше 1П11 года.

Рост чистой прибыли составил 36% до 1,5 млрд рублей (1П11 года 1,1 млрд рублей).

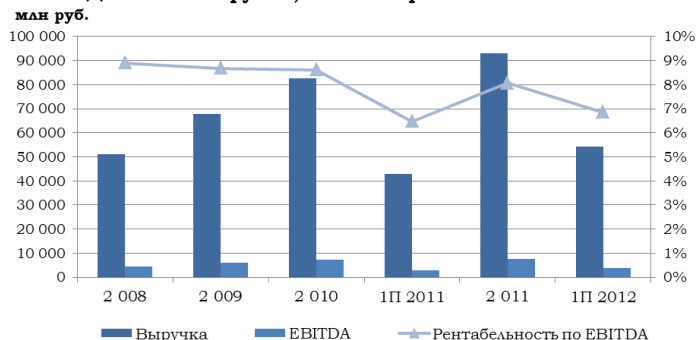
Положительных результатов по итогам 1П12 года удалось достичь благодаря как открытию новых магазинов, так и росту продаж в магазинах like-for-like на 7,9%. Рост среднего чека соответствовал уровню инфляции и составил 3,8%.

Динамика и структура долга (млн руб.) и динамика коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS IC

Динамика выручки, ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



Показатель рентабельности по ЕБИТДА О'КЕЙ по итогам первых 6 месяцев текущего года составляет 6,8%. Для сравнения у Х5 данный показатель находился на уровне 7,1%, у Магнита – 9,9% (см. табл. на стр. 3).

Долговые обязательства компании

О'КЕЙ (-/-/В+) планирует 13 ноября разместить дебютные выпуски классических облигаций 1-й и 2-й серий на 2 и 3 млрд рублей соответственно.

Срок обращения выпусков составит 5 лет, оферта через 3 года, купоны выплачиваются дважды в год. Выпуски обеспечены поручительством со стороны Group S.A. (-/-/В+) и поручительством Доринда.

Книга заявок на покупку бумаг выпуска будет открыта с 6 по 8 ноября.

Ставка 1-го купона находится в диапазоне 10-10,35% годовых, доходность – 10,25-10,62% годовых.

Бумаги удовлетворяют условиям для включения в Ломбардный список.

ИКС5 Финанс (В2/В+/-) торгуется в настоящее время со спредом к кривой ОФЗ на уровне 260-265 б.п. Премия по новым выпускам О'КЕЙ к кривой ОФЗ составляет 330-370 б.п., а к кривой ИКС5 Финанс 60-100 б.п. Отметим, что по итогам 1П12 года соотношение Чистый долг/ЕБИТДА у ИКС5 Финанс находилось на уровне выше 3х, а у О'КЕЙ – 1,7х. При этом масштабы бизнеса О'КЕЙ в 6,5 раз меньше, чем у ИКС5 Финанс. Таким образом, несмотря на одинаковые кредитные рейтинги, данный размер премии оправдан значительно меньшими масштабами бизнеса О'КЕЙ. Участие в размещении новых выпусков О'КЕЙ привлекательно начиная от середины маркетируемого диапазона и выше – от 10,4-10,45% годовых. Данный уровень по доходности предполагает премию к кривой ОФЗ порядка 80 б.п., к кривой Х5 – 3,5 п.п.

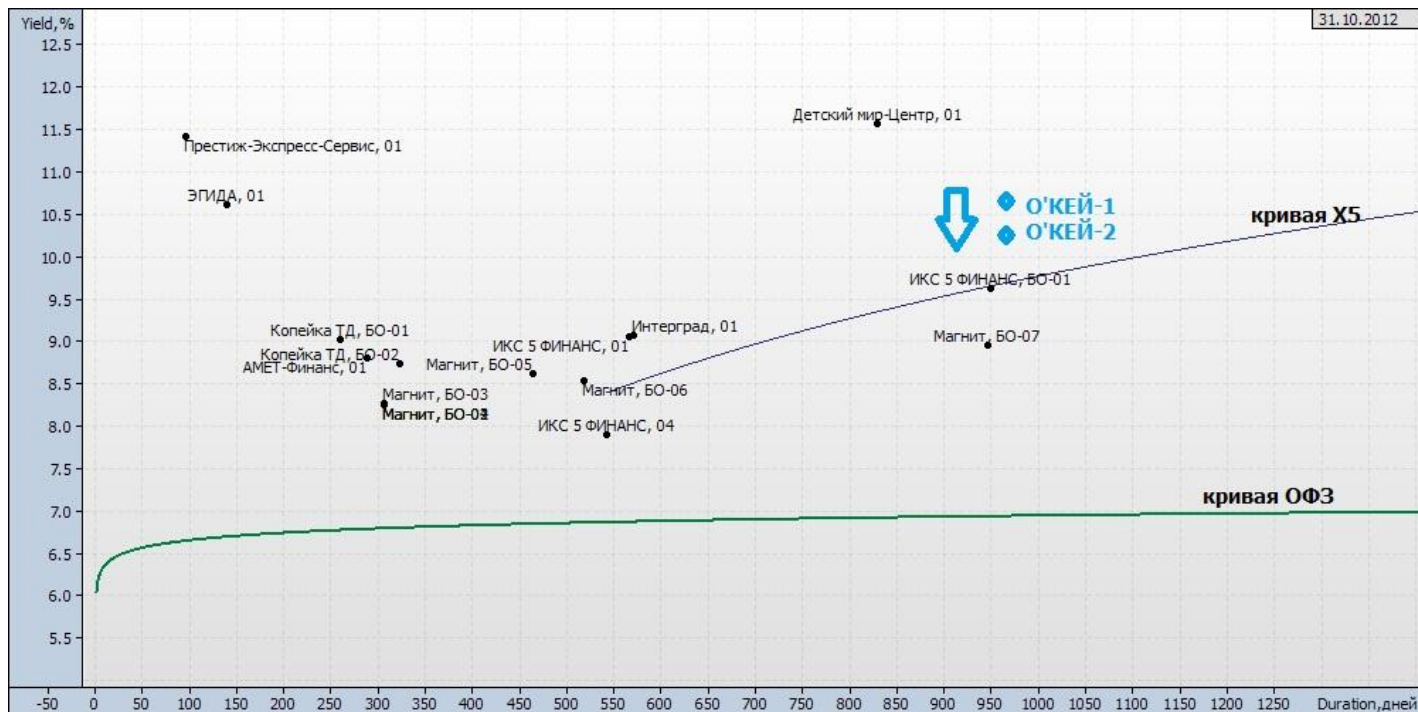
Сравнительная таблица с компаниями-аналогами

Показатели (\$ млн)	О'КЕЙ (-/-/В+)	Х5 Retail Group (-/В+/-)	Магнит (-/ВВ-/-)	Дикси (-/-/-)
Выручка	1 649	7 859	6 776	2 158
Операционная прибыль	83	338	499	68
ЕБИТДА	113	554	671	119
Процентные расходы	15	161	62	33
Чистая прибыль	45	135	340	15
ЧДП от операционной деятельности	2	-8	403	41
Капитальные затраты	77	321	676	140
Свободный денежный поток	-75	-329	-272	-100
Активы	1 323	8 556	5 488	1 975
Финансовый долг	427	3 691	1 497	726
Денежные средства	48	166	128	53
Чистый долг	380	3 525	1 368	673
Финансовый долг/активы	0,32	0,43	0,27	0,37
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,65	0,32	0,93	0,08
Финансовый долг/ЕБИТДА	1,89	3,30	1,12	3,05
Чистый долг/ЕБИТДА	1,68	3,15	1,02	2,83
ЕБИТДА/проценты	7,37	3,43	10,90	3,59
Рентабельность по ЕБИТДА	6,8%	7,1%	9,90%	5,51%

Источник: данные компаний за 1П12 года по МСФО, расчеты UFS IC



Рублевые облигации торговой отрасли и О'КЕЙ (31.10.12)



Приложение
Данные О'КЕЙ по МСФО

Показатели, млн рублей	2 009	2 010	1П 2011	2 011	1П 2012
Выручка	67 875	82 667	42 798	93 134	54 122
Операционная прибыль	3 618,3	5 395,9	1 916,2	5 388,5	2 722,2
ЕБИТДА	5 896	7 127	2 771	7 510	3 705
Процентные расходы	1 684	1 354	365	777	503
Чистая прибыль	714	2 684	1 081	3 240	1 470
ЧДП от операционной деятельности	2 872	5 111	-35	6 401	71
Капитальные затраты	3 222	3 240	1 969	8 624	2 528
Свободный денежный поток	-349	1 871	-2 004	-2 223	-2 457
Активы	33 946	36 927	33 145	43 732	43 417
Финансовый долг	15 466	11 572	7 862	12 071	14 019
Краткосрочный долг	6 440	3 702	1 181	5 303	9 104
Долгосрочный долг	9 026	7 869	6 681	6 768	4 915
Денежные средства	1 462	5 707	736	2 942	1 561
Чистый долг	14 004	5 864	7 126	9 129	12 458

	2 009	2 010	1П 2011	2 011	1П 2012
Коэффициенты					
Финансовый долг/активы	0,46	0,31	0,24	0,28	0,32
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,42	0,32	0,15	0,44	0,65
Финансовый долг/ЕБИТДА	2,62	1,62	1,42	1,61	1,66
Чистый долг/ЕБИТДА	2,38	0,82	1,29	1,22	1,48
ЕБИТДА/проценты	3,50	5,26	7,58	9,66	7,37
Рентабельность по ЕБИТДА	8,7%	8,6%	6,5%	8,1%	6,8%

Источник: данные компании, расчеты UFS IC

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:
research@ufs-federation.com в свободной форме



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

