

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор первичного рынка

### Облигационные выпуски О'Кей 01 и 02

Сегодня продуктовый ритейлер «О'Кей» (Fitch: В+/Стабильный) открывает книгу заявок и предлагает вниманию инвесторов 2 дебютных выпуска классических облигаций на 2 млрд. руб. (серия 01) и 3 млрд. руб. (серия 02). Ориентир по ставке купона составляет 10.00–10.35% годовых, что соответствует доходности к 3-летней оферте на уровне 10.25–10.62% годовых. Закрывание книги запланировано на 8 ноября, техническое размещение облигаций на Московской бирже – на 13 ноября. Средства от размещения могут быть направлены на расширение торговой сети и рефинансирование краткосрочного долга.

- Группа «О'Кей» – крупный игрок на рынке продуктового ритейла в С.-Петербурге, входит в топ-10 компаний в целом по России (2011 г.) с долей 1% (такая же доля у Дикси, Ленты и 7-го Континента), тогда как лидерами рынка являются Х5 (5%), Ашан, Магнит (по 3%) и Metro С&С (2%). Группа специализирующийся на развитии формата «гипермаркет» (46 гипермаркетов занимали 89% торговых площадей на конец 1П12), в 2011 г. она заняла 2-е место в стране по объему выручки от гипермаркетов. Помимо гипермаркетов торговая сеть включает также 31 супермаркет (11% площадей), однако развитие этого формата не является приоритетным для Группы. На конец 1П12 гипермаркеты Группы располагались в 20 крупнейших российских городах (супермаркеты – в 7-ми), большая часть – в С.-Петербурге (17 гипермаркетов и 18 супермаркетов), который обеспечивает 54-55% общей торговой выручки. Соотношение собственных и арендованных площадей у Группы составляет 50/50, при этом супермаркеты развиваются преимущественно на арендуемых площадках, а доля собственных площадей в залоге составляет около 60%.
- Группа демонстрирует неплохую динамику операционных и финансовых показателей: по темпам роста торговой выручки в 1П12 (+26.3% г/г) «О'Кей» уступила Магниту (+32.6% г/г) и значительно опередила Х5 (+7.2% г/г), тогда как по темпам LFL-продаж (+7.9% г/г) обогнала обоих (Магнит – рост на 3.5% г/г, Х5 – снижение на 2.5% г/г). В 1П12 рентабельность по ЕБИТДА Группы выросла до 6.9% (+0.4 пп г/г), что близко к уровню рентабельности Х5 (7.1%). По нашим оценкам, объем капвложений в расширение торговой сети во 2П12 может составить около 9.6 млрд. руб. (запланировано открытие 8-ми новых гипермаркетов), а общий CAPEX в 2012 г. составит 12.5 млрд. руб. (1.5x ЕБИТДА LTM).
- Привлеченные в ходе размещения средства позволят профинансировать более половины запланированных до конца года капвложений Группы и, даже если будут целиком направлены на инвестиции, долговая нагрузка на конец года вряд ли превысит верхний предел, зафиксированный менеджментом на уровне 2x Чист. Долг/ЕБИТДА LTM (на конец 1П12 показатель составлял 1.5x), а в действительности будет ниже, поскольку традиционно более сильный во 2П12 операционный денежный поток Группы будет направлен на рефинансирование короткого долга, доля которого выросла до 65% на конец 1П12.

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

#### Основные параметры выпусков

|                              |  |
|------------------------------|--|
| <b>Эмитент</b>               | ООО «О'КЕЙ»  |
| <b>Обеспечение</b>           | Оферта от OKEY Group S.A. (Fitch: В+) Поручительство ЗАО «Доринда» |
| <b>Рейтинг эмиссии</b>       | Fitch: В+ (EXP)/Стабильный   |
| <b>Ломбардный список ЦБ</b>  | Соответствует требованиям к включению                              |
| <b>Объем размещения</b>      | Серия 01 - 2 000 млн. руб.<br>Серия 02 - 3 000 млн. руб.           |
| <b>Срок обращения</b>        | 5 лет  |
| <b>Купонный период</b>       | 182 дня  |
| <b>Оферта</b>                | Через 3 года @ 100%  |
| <b>Ориентир по купону</b>    | 10.00-10.35% годовых   |
| <b>Ориентир по УТР</b>       | 10.25-10.62% годовых   |
| <b>Дюрация</b>               | 2.66 года  |
| <b>Способ размещения</b>     | Букбилдинг   |
| <b>Открытие книги</b>        | 06 ноября 2012 г.  |
| <b>Закрывание книги</b>      | 08 ноября 2012 г.  |
| <b>Размещение на ФБ ММББ</b> | 13 ноября 2012 г.  |
| <b>Организаторы</b>          | ВТБ Капитал, Сбербанк КИБ  |
| <b>Агент по размещению</b>   | ВТБ Капитал  |

#### Ключевые финансовые показатели О'Key Group S.A. по МСФО за 1П12

| млн. руб.                          | 1П12    | 1П11    | %      |
|------------------------------------|---------|---------|--------|
| Выручка                            | 54 122  | 42 798  | 21.8%  |
| ЕБИТДА                             | 3 705   | 2 771   | 33.7%  |
| Операционная прибыль               | 2 722   | 1 916   | 42.1%  |
| Чистая прибыль                     | 1 470   | 1 081   | 36.0%  |
| Рентабельность по ЕБИТДА           | 6.9%    | 6.5%    | 0.4 пп |
| Операционная рентабельность        | 5.0%    | 4.5%    | 0.5 пп |
| Чистая рентабельность              | 2.7%    | 2.5%    | 0.2 пп |
| Операц. ден.поток до изм. ОК       | 3 776   | 2 829   | 33.5%  |
| Чист. инвест. в оборотн. кап. (ОК) | 2 048   | 1 773   | 15.5%  |
| Чистый операцион. ден. поток       | 71      | (35)    | -      |
| Чистое увеличение ден. средств     | (1 389) | (4 968) | -72.0% |

| млн. руб.                 | 1П12   | 2011   | %       |
|---------------------------|--------|--------|---------|
| Активы                    | 43 417 | 43 732 | -0.7%   |
| в т.ч. денежные средства  | 1 561  | 2 942  | -46.9%  |
| Долг                      | 14 019 | 12 071 | 16.1%   |
| доля краткосрочного долга | 64.9%  | 43.9%  | 21.0 пп |
| Чистый долг               | 12 458 | 9 129  | 36.5%   |
| Капитал                   | 14 881 | 14 304 | 4.0%    |
| CAPEX                     | 2 542  | 8 739  | -       |
| CAPEX/ЕБИТДА              | 0.7x   | 1.2x   | -       |
| Долг/ЕБИТДА LTM           | 1.7x   | 1.6x   | -       |
| Ч. Долг/ЕБИТДА LTM        | 1.5x   | 1.2x   | -       |
| ЕБИТДА/Процентные платежи | 6.5x   | 8.3x   | -       |
| Долг/Капитал              | 0.9x   | 0.8x   | -       |

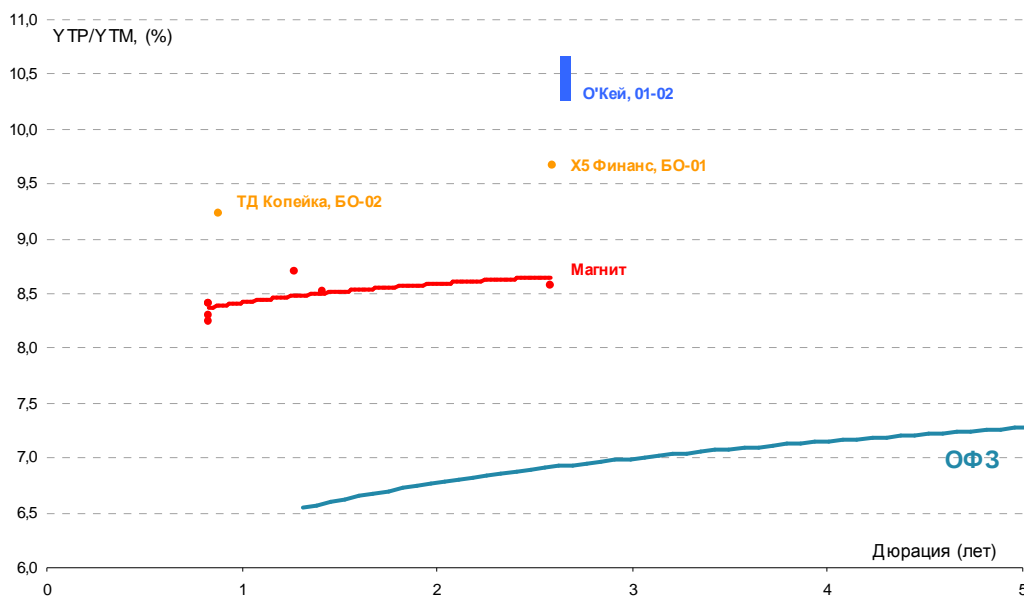
Источник: Организаторы, отчетность компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

- Юридическая структура займов, на наш взгляд, достаточно комфортна для инвесторов: эмитентом выступает ООО «О'КЕЙ» (оператор торговой сети), поручителем – ЗАО «Доринда» (балансодержатель собственной недвижимости и прав аренды). Кроме того, облигации обеспечены офертой со стороны холдинговой компании – O'KEY Group SA (консолидирует выручку). В совокупности, задействованные в структуре займа компании представляют 99% консолидированных активов и выручки Группы. Отметим, что бенефициарами Группы являются 3 физических лица (Д. Троицкий, Д. Коржев и Б. Волчек), которые совокупности контролируют около 85% акций. Остальные акции Группы находятся в свободном обращении на Лондонской бирже.

### Взгляд на выпуск

Макетируемый ориентир доходности размещаемого выпуска предполагает спрэд 330-370 бп к кривой ОФЗ. В то же время, близкие по дюрации и достаточно ликвидные выпуски X5 Финанс БО-01 и Магнит БО-07 торгуется со спрэдом к ОФЗ в 275 и 166 бп соответственно, при этом Магнит обладает более высоким кредитным рейтингом (BB-/B2-), а X5 находится в той же рейтинговой категории (B+/B2-). Исходя из того, что кредитный профиль «О'Кей» можно охарактеризовать как достаточно устойчивый (проблема рефинансирования краткосрочного долга вполне решается в текущих условиях), а по кредитным метрикам и операционным показателям Группа выглядит заметно лучше X5, мы считаем, что минимальная премия в 55 бп является вполне достаточной компенсацией за большие масштабы бизнеса, мультиформатность и более сильного акционера X5 и рекомендуем участвовать в размещении ближе к нижней границе маркетизируемого диапазона.

### Сегмент продуктового ритейла на рынка рублевого долга (ликвидные выпуски)



## Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
WEB: <http://www.zenit.ru>

**Начальник Департамента**  
**Зам.начальника Департамента**

Кирилл Копелович  
Константин Поспелов

[kopelovich@zenit.ru](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)

### Управление продаж

Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова  
Максим Симагин  
Александр Валканов  
Юлия Паршина

[j.shabanova@zenit.ru](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

### Аналитическое управление

Макроэкономика  
Макроэкономика/кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Количественный анализ  
Акции

Акции  
Облигации

Владимир Евстифеев  
Кирилл Сычев  
Евгений Чердаков  
Дмитрий Чепрагин  
Евгения Лобачева

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

### Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин  
Андрей Пашкевич  
Фарида Ахметова  
Марина Никишова  
Вера Панова  
Алексей Басов  
Екатерина Гашигуллина

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)

[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[a.pashkevich@zenit.ru](mailto:a.pashkevich@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto:a.basov@zenit.ru)  
[e.gashigullina@zenit.ru](mailto:e.gashigullina@zenit.ru)

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2012 Банк ЗЕНИТ.