

## Внешний рынок

Неделя началась без важных событий на международных площадках

Действия ЦБ вновь охладили спрос на российские валютные займы

## Внутренний рынок

ЦБ помогает рублями и повышает стоимость валюты

Внутренний рынок снизился по итогам дня на решении ЦБ

## Новости эмитентов

X5: Протестирует спрос на займы небанковского сектора

## Без комментариев

Fitch подтвердило рейтинги **Норвегии** на уровне "AAA"; подтвердило рейтинг **Грузии** на уровне "BB-", изменило прогноз на "стабильный"

Moody's повысило рейтинг **X5** до "B1", прогноз - "стабильный"

Уралкалий подписал соглашение о получении кредита на 530 млн долл. с опциональным повышением до 800 млн долл.

FESCO увеличило максимальный объем обратного выкупа евробондов до 130 млн долл.

## Календарь событий

| Время | Страна   | Событие                                | Период |
|-------|----------|--|--------|
| 12:00 | ЕС       | Индикатор экономических настроений ZEW | Апрель |
| 12:00 | Германия | ZEW Survey Current Situation           | Апрель |

## Рыночные показатели

### Долговые рынки

|                 | Значение | Изменение, б.п. |        |        |
|-----------------|----------|-----------------|--------|--------|
|                 |          | Пред.           | Неделя | Месяц  |
| Спред Россия 30 | 173,00   | -1              | 2      |        |
| Россия, 2042    | 98,87    | -56             | -193   | 1 190  |
| UST 10          | 1,89     | -0              | -4     | -7     |
| UST 30          | 2,56     | -1              | -1     | 4      |
| Германия 10     | 0,07     | -0              | -8     | 109    |
| Италия 10       | 1,48     | 1               | 20     | -1 117 |
| Испания 10      | 1,46     | 1               | 21     | -202   |

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Товарные рынки

|                    | Значение  | Изменение, % |        |        |
|--------------------|-----------|--------------|--------|--------|
|                    |           | Пред.        | Неделя | Месяц  |
| Золото, долл./унц  | 1 195,88  | -0,70        | -0,25  | 1,12   |
| Brent, долл./барр. | 61,18     | -0,05        | 7,90   | 15,02  |
| Серебро, долл./унц | 15,97     | -1,85        | -1,91  | -4,65  |
| Urals, долл./барр. | -         | -            | -      | -      |
| Алюминий, долл./т  | 1 829,25  | -0,27        | 3,06   | 2,09   |
| Медь, долл./т      | 5 985,75  | -1,37        | -0,26  | -1,44  |
| Никель, долл./т    | 12 751,00 | 1,94         | 3,19   | -10,27 |

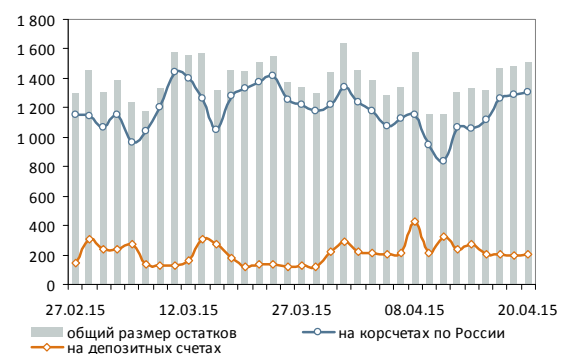
Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Валютный рынок

|                    | Значение | Изменение, % |        |        |
|--------------------|----------|--------------|--------|--------|
|                    |          | Пред.        | Неделя | Месяц  |
| EUR/USD            | 1,07     | -0,28        | 1,58   | -0,90  |
| USD/JPY            | 119,38   | 0,36         | -0,71  | -0,48  |
| RUR/USD, ЦБ        | 53,24    | 1,13         | 1,58   | -10,26 |
| RUR/EUR, ЦБ        | 57,24    | 0,87         | 3,19   | -11,06 |
| Бивалютная корзина | 55,05    | 1,06         | 2,35   | -10,60 |

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

## Динамика рублевых остатков



Источник: Банк России; оценка: Велес Капитал

## Денежный рынок

|                      | Значение | Пред. | Неделя | Месяц |
|----------------------|----------|-------|--------|-------|
| MOSPRIME O/N, %      | 14,93    | 14,83 | 14,50  | 14,95 |
| MOSPRIME 1 неделя, % | 14,87    | 14,72 | 14,50  | 15,00 |
| MOSPRIME 2 недели, % | 14,80    | 14,71 | 14,52  | 15,07 |
| LIBOR O/N, %         | -        | -     | -      | 0,12  |
| LIBOR 1 месяц, %     | -        | -     | -      | 0,17  |
| LIBOR 3 месяца, %    | -        | -     | -      | 0,27  |

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



## Внешний рынок

Неделя началась без важных событий на международных площадках. Единственной заметной новостью было решение правительства Греции обязать госкомпании перевести свои денежные накопления на счет в ЦБ. По данным западных СМИ, этот шаг может быть связан с необходимостью погашать кредит перед МВФ в условиях нехватки денежной ликвидности. Объем переведенных средств может составить около 2 млрд евро, и этой суммы хватит на покрытие социальных расходов до конца месяца и выплату очередного транша МВФ в начале мая. При этом в пятницу лидеры ЕС вновь вернуться к вопросу предоставления помощи Афинам, однако поскольку необходимый план реформ пока не был согласован, шансы на достижение соглашения с кредиторами невелики.

Несмотря на эти новости, западные площадки начали неделю уверенным ростом после падения в конце прошлой недели. Европейские площадки прибавили более 1%. Euro Stoxx 50 поднялся на 1,2%, DAX – на 1,74%. Американские индексы прибавили около 1%. Dow Jones вырос на 1,17%, S&P – на 0,92%. Treasuries просели в цене. Доходность UST5 выросла на 1 б.п. до 1,32%, UST10 – на 2 б.п. до 1,89%, USt30 – на 4 б.п. до 2,56%.

Сегодня единственным заметным событием будет публикация данных по экономическим настроениям от института ZEW.

**Действия ЦБ вновь охладили спрос на российские валютные займы.** В понедельник ЦБ России принял очередное решение по повышению стоимости валютной ликвидности, что отправило котировки российских евробондов в красную зону. В среднем за день займы потеряли по 50-100 б.п. Выпуски РСХБ подешевели на 50-100 б.п., Вымпелкома – на 70-90 б.п., Сбербанк – на 60-150 б.п. Россия-43 опустился на 40 б.п. до 101,75% от номинала, Россия-23 – на 60 б.п. до 101% от номинала.

Сегодня рынок останется под давлением действий ЦБ по снижению спекулятивной активности на рынке, поэтому ожидаем продолжения продаж. Нефть пока не демонстрирует уверенного тренда на рост, а подъем выше 60 долл. за баррель Brent уже заложен в цены.

Иван Манаенко, Анна Соболева  
bonds@veles-capital.com

## Внутренний рынок

ЦБ помогает рублями и повышает стоимость валюты. В понедельник банки проводили платежи по НДС, в связи с чем Банк России решил подстраховать рынок дополнительным аукционом РЕПО в рамках операции «тонкой настройки». Аукцион пользовался повышенным

|        | Д-ть, % г. | Цена, % | Изм. д-ти, б.п. | Изм. цены, б.п. |
|--------|------------|---------|-----------------|-----------------|
| UST 3m | 0,01       | 0,01    | -0,51           | 0,50            |
| UST 5  | 1,32       | 100,27  | 1,14            | -5,47           |
| UST 10 | 1,89       | 100,98  | 2,43            | -21,88          |
| UST 30 | 2,56       | 98,70   | 4,30            | -89,06          |

Источник: данные бирж; оценка: Veles Capital



### Интерактивные карты

Корпоративный ломбард

Банковский ломбард



спросом: при лимите 230 млрд руб. банки подали заявки на 371,2 млрд руб. Превысив лимит на аукционе, спрос вылился на межбанковский рынок, в результате чего индикативная межбанковская ставка MosPrime o/n выросла на 10 б.п. — до 14,93% годовых. Отметим также, что вчера увеличилась и задолженность банков по кредитам под залог нерыночного обеспечения (+54,7 млрд руб.). Одновременно кредитные организации сократили свои долги перед ЦБ по наиболее дорогим инструментам — по РЕПО с фиксированной ставкой (-56,1 млрд руб.) и валютным свопам (-43,9 млрд руб.).

На валютном рынке позиции доллара и евро заметно укрепило очередное повышение стоимости валютной ликвидности от ЦБ. При этом дополнительный аукцион ЦБ по предоставлению рублевой ликвидности частично ослабил спрос на рубли и лишил его поддержки.

Сегодня утром в первый час торгов доллар торговался вблизи уровня 53,90 руб. Отметим, что если Банк России сегодня не сократит лимит по недельному рублевому РЕПО (банкам предстоит вернуть свыше 2 трлн руб.), а в среду позволит рефинансировать средства, привлеченные в рамках операции «тонкой настройки» в понедельник, то дефицит рублевой ликвидности не будет ощущаться, и уже в ближайшее время доллар сможет закрепиться выше 54 руб.

**Внутренний рынок снизился по итогам дня на решении ЦБ.** Понедельник ознаменовался очередным решением ЦБ по ужесточению условий предоставления валютной ликвидности, что вновь подтолкнуло курс рубля вниз. На этом фоне долговые инструменты начали неделю снижением, несмотря на подъем котировок нефти. Рублевые займы потеряли около 50 б.п., доходность ОФЗ выросла на 5-20 б.п. В корпоративном сегменте продажи прошли по займам ВТБ БО-30, МОЭСК БО-1, Евраз-4.

Во вторник снижение рынка может продолжиться на фоне действий ЦБ по снижению спекулятивной активности на рынке.

Иван Манаенко, Анна Соболева, Юрий Кравченко  
bonds@veles-capital.com

## Новости эмитентов/X5

Федеральный ритейлер О'Кей (-/-/В+) решил протестировать долговой рынок, предложив 5-ти летний заем на 5 млрд руб. с офертой через год. В текущем году заемщики из нефинансового сектора пока не решались выйти на рынок, поэтому размещение О'Кей станет своего рода тестом на готовность инвесторов покупать новые корпоративные займы. Ориентир купона по новому выпуску лежит в диапазоне 15,5-16% годовых, что соответствует доходности к оферте в 16,1-16,64% годовых.

Компания пока не раскрывала результатов деятельности в

Ликвидные рублевые выпуски  
Investment Grade  
High Yield

Индекс корп. облигаций ММВБ



Премия к вторичному рынку и нехватка свежих займов делают участие в размещении привлекательным внутри озвученного диапазона



текущем году, а в отчетности за 2014 г. декабрьское падение рубля не успело отразиться в полной мере, поэтому о текущем финансовом состоянии компании сложно судить объективно. Согласно аудированной отчетности за 2014 г. выручка за прошлый год выросла на 9%, что было обусловлено открытием новых магазинов. При этом снижение LFL трафика на 4,2% было компенсировано ростом среднего чека на те же 4,2%. Несмотря на это компании удалось сохранить рентабельность на прежнем уровне. По EBITDA рентабельность по итогам года составила 7,4% против 7,9% в 2013 г.; рентабельность по чистой прибыли даже немного выросла – с 3; до 3,4%. Долговая нагрузка за год возросла, но осталась комфортной. Показатель Долг/EBITDA вырос с 1,6 до 2,76; доля краткосрочного долга выросла с 14% до 39%.

Результаты за 1-й квартал, скорее всего, окажутся существенно слабее результатов 2014 г., ведь именно на 1-й квартал пришлось основное падение среднего курса рубля и последовавшее снижение доходов населения. При этом по итогам года ситуация может исправиться благодаря стабилизации валютного курса и снижению инфляционных ожиданий. Сдержать отток трафика должен запуск нового для О'Кей формата дискаунтеров, однако это, скорее всего, негативно скажется на рентабельности по сравнению с 2014 г. Также негативный эффект окажет высокая доля валютных ставок аренды торговых помещений. Почти 50% торговых помещений О'Кей арендует и из них чуть менее 45% приходится на долларовые ставки. Однако в выручке расходы на аренду составляют лишь 2,5% (по данным отчетности за 2014 г.), поэтому эффект от роста ставок в рублевом выражении будет не слишком сильным.

В сравнении с конкурентами О'Кей по итогам года продемонстрировал нейтральные результаты. По финансовым показателям компания близка к X5 (B1/BB-/BB), хотя уступает почти в 4 раза по размеру бизнеса. Долговая нагрузка у обеих сетей в 2014 г. составила 2,7, у Ленты (B1/B+/-) – 3,7, Магнита (-/BB+/-) – 1,15. Рентабельность по EBITDA – 7,65 у О'Кей и X5, 11,3% у Магнита и 10% у Ленты. Стоит также отметить, что доля краткосрочной задолженности, например, у Магнита составила 53,5%, тогда как у О'Кей – 38,7%.

О'Кей предлагает неплохую премию к рынку за участие в размещении его выпуска, поэтому учитывая еще и долгое отсутствие свежих небанковских займов, мы считаем участие интересным. Два выпуска компании, обращающиеся на рынке, торгуются вблизи доходности в 15% годовых, тогда как новый заем по нижней границе предлагает 16,1% годовых. Для сравнения, доходности облигаций X5 находится на уровне 14-14,3% годовых, Магнита – 13-13,7% годовых. Кроме того, доходность выше 16% годовых в настоящий момент предлагает уже не столь много займов,



поэтому участие в размещении О'Кей интересно еще и с точки зрения получения высокой доходности в нефинансовом секторе.

Иван Манаенко, Анна Соболева,  
[bonds@veles-capital.com](mailto:bonds@veles-capital.com)



## Основные финансовые показатели О'Кей

| МСФО, млн руб.                          | 2012            | Изм., %        | 2013            | Изм., %        | 2014            |
|---|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| <b>Внеоборотные активы</b>              | <b>36 891</b>   | <b>23%</b>     | <b>45 454</b>   | <b>33%</b>     | <b>60 424</b>   |
| Основные средства                       | 27 413          | 31%            | 35 779          | 32%            | 47 187          |
| Долгосрочные финансовые вложения        | 632             | -15%           | 540             | 2%             | 549             |
| Прочие внеоборотные активы              | 8 847           | 3%             | 9 135           | 33%            | 12 149          |
| <b>Оборотные активы</b>                 | <b>16 523</b>   | <b>6%</b>      | <b>17 589</b>   | <b>49%</b>     | <b>26 154</b>   |
| Запасы                                  | 9 212           | 11%            | 10 258          | 25%            | 12 859          |
| Дебиторская задолженность               | 98              | 63%            | 160             | 3781%          | 6 207           |
| Денежные средства                       | 4 536           | -34%           | 3 007           | 93%            | 5 810           |
| Прочие оборотные активы                 | 2 676           | 56%            | 4 165           | -69%           | 1 278           |
| <b>Итого активы</b>                     | <b>53 414</b>   | <b>18%</b>     | <b>63 043</b>   | <b>37%</b>     | <b>86 579</b>   |
| <b>Акционерный капитал и резервы</b>    | <b>18 090</b>   | <b>18%</b>     | <b>21 399</b>   | <b>13%</b>     | <b>24 197</b>   |
| Уставный капитал                        | 9 023           | 0%             | 9 023           | 168%           | 24 197          |
| <b>Долгосрочные обязательства</b>       | <b>11 588</b>   | <b>31%</b>     | <b>15 142</b>   | <b>36%</b>     | <b>20 569</b>   |
| Долгосрочные кредиты и займы            | 9 864           | 46%            | 14 442          | 36%            | 19 655          |
| Прочие                                  | 1 724           | -59%           | 700             | 30%            | 914             |
| <b>Краткосрочные обязательства</b>      | <b>23 736</b>   | <b>12%</b>     | <b>26 502</b>   | <b>58%</b>     | <b>41 813</b>   |
| Краткосрочные займы и кредиты           | 3 826           | -40%           | 2 313           | 437%           | 12 426          |
| Кредиторская задолженность              | 18 444          | 10%            | 20 243          | 44%            | 29 098          |
| Прочие                                  | 1 466           | 169%           | 3 946           | -93%           | 289             |
| <b>Итого пассивы</b>                    | <b>53 414</b>   | <b>18%</b>     | <b>63 043</b>   | <b>37%</b>     | <b>86 579</b>   |
| <b>МСФО, млн руб.</b>                   | <b>2012</b>     | <b>Изм., %</b> | <b>2013</b>     | <b>Изм., %</b> | <b>2014</b>     |
| <b>Выручка</b>                          | <b>117 333</b>  | <b>19%</b>     | <b>139 460</b>  | <b>9%</b>      | <b>151 983</b>  |
| Себестоимость                           | (89 706)        | 18%            | (106 124)       | 8%             | (114 779)       |
| <b>Валовая прибыль</b>                  | <b>27 627</b>   | <b>21%</b>     | <b>33 336</b>   | <b>12%</b>     | <b>37 205</b>   |
| <b>SG&amp;A</b>                         | <b>(20 374)</b> | <b>27%</b>     | <b>(25 880)</b> | <b>13%</b>     | <b>(29 117)</b> |
| <b>Операционная прибыль (ЕБИТ)</b>      | <b>7 316</b>    | <b>н.э.</b>    | <b>7 975</b>    | <b>7%</b>      | <b>8 566</b>    |
| Амортизация                             | (2 150)         | 17%            | (2 513)         | 22%            | (3 056)         |
| <b>ЕБИТДА</b>                           | <b>9 466</b>    | <b>11%</b>     | <b>10 488</b>   | <b>11%</b>     | <b>11 621</b>   |
| <b>Норма ЕБИТ, %</b>                    | <b>6,24</b>     |                | <b>5,72</b>     |                | <b>5,64</b>     |
| <b>Норма ЕБИТДА, %</b>                  | <b>8,07</b>     |                | <b>7,52</b>     |                | <b>7,65</b>     |
| Чистые финансовые доходы                | (532)           | 105%           | (1 094)         | 43%            | (1 564)         |
| Внеоперационный доход                   | 187             | -246%          | (273)           | 151%           | (688)           |
| <b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b> | <b>6 971</b>    | <b>-5%</b>     | <b>6 608</b>    | <b>-4%</b>     | <b>6 314</b>    |
| <b>Норма ЕВТ, %</b>                     | <b>5,94</b>     |                | <b>4,74</b>     |                | <b>4,15</b>     |
| Текущий налог на прибыль                | (1 789)         | 5%             | (1 875)         | -42%           | (1 089)         |
| <b>Чистая прибыль</b>                   | <b>5 182</b>    | <b>-9%</b>     | <b>4 733</b>    | <b>10%</b>     | <b>5 226</b>    |
| <b>Норма чистой прибыли</b>             | <b>4,42</b>     |                | <b>3,39</b>     |                | <b>3,44</b>     |

\* - накопленным итогом за 12 мес.

## ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

|   | Норма       | 2012  | 2013  | 2014  |
|---|-------------|-------|-------|-------|
| <b>I Коэффициенты отношения притока ден. средств к задолженности:</b> |             |       |       |       |
| Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)                     | <b>1,50</b> | 3,32  | 3,35  | 2,44  |
| Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)                           | <b>1,00</b> | 8,57  | 8,32  | 4,74  |
| Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)  | <b>2,00</b> | 1,45  | 1,60  | 2,76  |
| ЕБИТДА/Проценты к уплате  | <b>1,00</b> | 17,78 | 9,20  | 7,32  |
| Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности (LTM)          | <b>0,10</b> | 1,35  | 2,05  | 0,42  |
| <b>II Коэффициенты рентабельности:*</b>                               |             |       |       |       |
| Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)                        | <b>0,07</b> | 10%   | 8%    | 6%    |
| Рентабельность продаж   | <b>0,06</b> | 6%    | 6%    | 6%    |
| Рентабельность по чистой прибыли                                      | <b>0,03</b> | 4%    | 3%    | 3%    |
| <b>III Коэффициенты структуры капитала:</b>                           |             |       |       |       |
| Доля собственного капитала в балансе                                  | <b>0,50</b> | 0,34  | 0,34  | 0,28  |
| Доля краткосрочной задолженности в балансе                            | <b>0,50</b> | 0,44  | 0,42  | 0,48  |
| Обеспеченность оборотных средств СК                                   | <b>0,10</b> | -0,44 | -0,51 | -0,60 |
| Доля внеоборотных средств в структуре баланса                         |             | 0,69  | 0,72  | 0,70  |
| <b>IV Коэффициенты ликвидности:</b>                                   |             |       |       |       |
| Коэффициент абсолютной ликвидности                                    | <b>0,25</b> | 0,19  | 0,11  | 0,14  |
| Коэффициент текущей ликвидности                                       | <b>1,50</b> | 0,70  | 0,66  | 0,63  |
| Коэффициент покрытия обязательств оборотными средствами               | <b>1,00</b> | 0,47  | 0,42  | 0,42  |

## РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ

|  | Вес        | 2012           | 2013           | 2014           |
|--|------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>I Соотношение притока ден. средств и долга</b>      |            |                |                |                |
| Отношение выручки к суммарной задолженности            | <b>30%</b> | <b>1,63</b>    | <b>1,72</b>    | <b>2,46</b>    |
| Отношение выручки к финансовому долгу                  |            | 1,41           | 1,40           | 1,79           |
| Долг/ЕБИТДА  | 0,20       | 0,97           | 0,97           | 1,06           |
| ЕБИТДА/проценты к уплате                               | 0,50       | 2,32           | 2,48           | 3,88           |
| Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности | 0,20       | 0,92           | 0,96           | 0,99           |
| Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности | 0,10       | 0,93           | 0,91           | 1,09           |
| <b>II Рентабельность бизнеса</b>                       |            |                |                |                |
| Рентабельность активов по прибыли от продаж            | <b>25%</b> | <b>2,55</b>    | <b>3,02</b>    | <b>3,14</b>    |
| Рентабельность продаж                                  | 0,20       | 2,19           | 2,90           | 3,43           |
| Рентабельность по чистой прибыли                       | 0,50       | 2,87           | 3,10           | 3,14           |
| Рентабельность по чистой прибыли                       | 0,30       | 2,24           | 2,97           | 2,93           |
| <b>III Структура капитала</b>                          |            |                |                |                |
| Доля собственного капитала в балансе                   | <b>15%</b> | <b>3,81</b>    | <b>3,78</b>    | <b>3,96</b>    |
| Доля краткосрочной задолженности в балансе             | 0,33       | 3,77           | 3,77           | 3,98           |
| Обеспеченность оборотных средств СК                    | 0,33       | 2,70           | 2,58           | 2,91           |
| Обеспеченность оборотных средств СК                    | 0,33       | 5,00           | 5,01           | 5,02           |
| <b>IV Ликвидность</b>                                  |            |                |                |                |
| Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)         | <b>10%</b> | <b>3,93</b>    | <b>4,14</b>    | <b>4,10</b>    |
| Коэффициент текущей ликвидности                        | 0,33       | 3,59           | 4,12           | 3,98           |
| Коэффициент текущей ликвидности                        | 0,33       | 4,11           | 4,13           | 4,16           |
| Коэффициент покрытия суммарного долга                  | 0,33       | 4,10           | 4,16           | 4,16           |
| <b>V Экспертная оценка (1-5):</b>                      |            |                |                |                |
| Отношение рынка к эмитенту (выпуску)                   | <b>20%</b> | <b>3,33</b>    | <b>3,33</b>    | <b>3,33</b>    |
| Статус компании  | 0,33       | 3,00           | 3,00           | 3,00           |
| Размер компании  | 0,33       | 4,00           | 4,00           | 4,00           |
| <b>ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ</b>                                |            | <b>2,76</b>    | <b>2,92</b>    | <b>3,19</b>    |
| <b>Уровень кредитного риска</b>                        |            | <b>средний</b> | <b>средний</b> | <b>средний</b> |



## Сравнение с конкурентами

| МСФО, млн руб., 2014                 | Окей          | % ВБ        | X5             | % ВБ        | Магнит         | % ВБ        | Лента          | % ВБ       |
|--------------------------------------|---------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|------------|
| <b>Внеоборотные активы</b>           | <b>60 424</b> | <b>70%</b>  | <b>240 411</b> | <b>69%</b>  | <b>247 478</b> | <b>69%</b>  | <b>90 906</b>  | <b>25%</b> |
| Основные средства                    | 47 187        | 55%         | 150 328        | 43%         | 241 220        | 68%         | 89 270         | 25%        |
| Долгосрочные финансовые вложения     | 549           | 1%          | 3 931          | 1%          | 722            | 0%          | 765            | 0%         |
| Прочие внеоборотные активы           | 12 149        | 14%         | 86 152         | 25%         | 5 536          | 2%          | 871            | 0%         |
| <b>Оборотные активы</b>              | <b>26 154</b> | <b>30%</b>  | <b>110 509</b> | <b>31%</b>  | <b>109 494</b> | <b>31%</b>  | <b>50 339</b>  | <b>14%</b> |
| Запасы                               | 12 859        | 15%         | 47 084         | 13%         | 84 361         | 24%         | 19 629         | 5%         |
| Дебиторская задолженность            | 6 207         | 7%          | 16 297         | 5%          | 842            | 0%          | 7 847          | 2%         |
| Денежные средства                    | 5 810         | 7%          | 25 623         | 7%          | 18 318         | 5%          | 12 036         | 3%         |
| Краткосрочные финансовые вложения    | -             | 0%          | -              | 0%          | 492            | 0%          | 1 970          | 1%         |
| Прочие оборотные активы              | 1 278         | 1%          | 21 505         | 6%          | 5 481          | 2%          | 8 858          | 2%         |
| <b>Итого активы</b>                  | <b>86 579</b> | <b>100%</b> | <b>350 920</b> | <b>100%</b> | <b>356 972</b> | <b>100%</b> | <b>141 245</b> | <b>40%</b> |
| <b>Акционерный капитал и резервы</b> | <b>24 197</b> | <b>28%</b>  | <b>90 558</b>  | <b>26%</b>  | <b>148 739</b> | <b>42%</b>  | <b>16 730</b>  | <b>5%</b>  |
| Уставный капитал                     | 24 197        | 28%         | 48 675         | 14%         | 87 824         | 25%         | 4 428          | 1%         |
| Нераспределенная прибыль             | -             | 0%          | 41 883         | 12%         | 60 916         | 17%         | 12 303         | 3%         |
| <b>Долгосрочные обязательства</b>    | <b>20 569</b> | <b>24%</b>  | <b>119 089</b> | <b>34%</b>  | <b>56 977</b>  | <b>16%</b>  | <b>62 334</b>  | <b>17%</b> |
| Долгосрочные кредиты и займы         | 19 655        | 23%         | 115 152        | 33%         | 45 983         | 13%         | 58 555         | 16%        |
| Прочие                               | 914           | 1%          | 3 937          | 1%          | 10 994         | 3%          | 3 779          | 1%         |
| <b>Краткосрочные обязательства</b>   | <b>41 813</b> | <b>48%</b>  | <b>141 273</b> | <b>40%</b>  | <b>151 256</b> | <b>42%</b>  | <b>62 181</b>  | <b>17%</b> |
| Краткосрочные займы и кредиты        | 12 426        | 14%         | 15 834         | 5%          | 53 072         | 15%         | 12 695         | 4%         |
| Кредиторская задолженность           | 29 098        | 34%         | 92 001         | 26%         | 68 363         | 19%         | 41 081         | 12%        |
| Прочее                               | 289           | 0%          | 33 438         | 10%         | 29 820         | 8%          | 8 404          | 2%         |
| <b>Итого пассивы</b>                 | <b>86 579</b> | <b>100%</b> | <b>350 920</b> | <b>100%</b> | <b>356 972</b> | <b>100%</b> | <b>141 245</b> | <b>40%</b> |

| МСФО, млн руб., 2014                    | Окей            | X5               | Магнит           | Лента           |
|---|-----------------|------------------|------------------|-----------------|
| <b>Выручка</b>                          | <b>151 983</b>  | <b>633 873</b>   | <b>767 556</b>   | <b>193 988</b>  |
| Себестоимость                           | (114 779)       | (478 891)        | (545 871)        | (150 131)       |
| <b>Валовая прибыль</b>                  | <b>37 205</b>   | <b>154 982</b>   | <b>221 684</b>   | <b>43 857</b>   |
| <b>SG&amp;A</b>                         | <b>(29 117)</b> | <b>(130 852)</b> | <b>(155 427)</b> | <b>(28 183)</b> |
| Прочие операционные доходы (расходы)    | 478             | 6 818            | 2 906            |                 |
| <b>Операционная прибыль (ЕБИТ)</b>      | <b>8 566</b>    | <b>30 948</b>    | <b>69 164</b>    | <b>15 674</b>   |
| Амортизация                             | (3 056)         | (17 572)         | (17 703)         | (3 659)         |
| <b>ЕБИТДА</b>                           | <b>11 621</b>   | <b>48 520</b>    | <b>86 867</b>    | <b>19 333</b>   |
| <b>Норма ЕБИТ, %</b>                    | <b>5,64</b>     | <b>4,88</b>      | <b>9,01</b>      | <b>8,08</b>     |
| <b>Норма ЕБИТДА, %</b>                  | <b>7,65</b>     | <b>7,65</b>      | <b>11,32</b>     | <b>9,97</b>     |
| Чистые финансовые доходы                | (1 564)         | (11 646)         | (6 681)          | (6 911)         |
| Внеоперационные доход                   | (688)           | (25)             | 2 829            | (140)           |
| <b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b> | <b>6 314</b>    | <b>16 218</b>    | <b>62 354</b>    | <b>10 928</b>   |
| <b>Норма ЕВТ, %</b>                     | <b>4,15</b>     | <b>2,56</b>      | <b>8,12</b>      | <b>5,63</b>     |
| Текущий налог на прибыль                | (1 089)         | (3 527)          | (14 416)         | (1 853)         |
| <b>Чистая прибыль</b>                   | <b>5 226</b>    | <b>12 691</b>    | <b>47 937</b>    | <b>9 075</b>    |
| <b>Норма чистой прибыли</b>             | <b>3,44</b>     | <b>2,00</b>      | <b>6,25</b>      | <b>4,68</b>     |

\* - Накопленным итогом за 12 мес.

## ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

|   | Норма | Окей  | X5    | Магнит | Лента |
|---|-------|-------|-------|--------|-------|
| <b>I Коэффициенты отношения притока ден. средств к задолженности:</b> |       |       |       |        |       |
| Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)                     | 1,50  | 2,44  | 2,43  | 3,69   | 1,56  |
| Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)                           | 1,00  | 4,74  | 4,84  | 7,75   | 2,72  |
| Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)  | 2,00  | 2,76  | 2,70  | 1,14   | 3,69  |
| ЕБИТДА/Проценты к уплате  | 1,00  | 7,32  | 4,17  | 13,00  | 2,80  |
| Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности (LTM)          | 0,10  | 0,42  | 0,80  | 0,90   | 0,71  |
| <b>II Коэффициенты рентабельности:</b>                                |       |       |       |        |       |
| Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)                        | 0,08  | 6,0%  | 3,6%  | 13,4%  | 6,4%  |
| Рентабельность продаж   | 0,07  | 5,6%  | 4,9%  | 9,0%   | 8,1%  |
| Рентабельность по чистой прибыли                                      | 0,04  | 3,4%  | 2,0%  | 6,2%   | 4,7%  |
| <b>III Коэффициенты структуры капитала:</b>                           |       |       |       |        |       |
| Доля собственного капитала в балансе                                  | 0,50  | 0,28  | 0,26  | 0,42   | 0,12  |
| Доля краткосрочной задолженности в балансе                            | 0,50  | 0,48  | 0,40  | 0,42   | 0,44  |
| Обеспеченность оборотных средств СК                                   | 0,10  | -0,60 | -0,28 | -0,38  | -0,24 |
| Доля внеоборотных средств в структуре баланса                         |       | 0,70  | 0,69  | 0,69   | 0,64  |
| <b>IV Коэффициенты ликвидности:</b>                                   |       |       |       |        |       |
| Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)                        | 0,25  | 0,14  | 0,18  | 0,12   | 0,23  |
| Коэффициент текущей ликвидности                                       | 1,50  | 0,63  | 0,78  | 0,72   | 0,81  |
| Коэффициент покрытия обязательств оборотными средствами               | 1,00  | 0,42  | 0,42  | 0,53   | 0,40  |

## РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ

|  | Вес  | Окей           | X5                 | Магнит           | Лента            |
|--|------|----------------|--------------------|------------------|------------------|
| <b>I Соотношение притока ден. средств и долга</b>      |      |                |                    |                  |                  |
| Отношение выручки к финансовому долгу                  | 30%  | 2,46           | 2,44               | 1,50             | 2,80             |
| Долг/ЕБИТДА  | 0,20 | 1,06           | 1,05               | 0,98             | 1,26             |
| ЕБИТДА/проценты к уплате                               | 0,50 | 3,88           | 3,82               | 2,04             | 4,40             |
| Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности | 0,20 | 0,99           | 1,09               | 0,94             | 1,25             |
| Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности | 0,10 | 1,09           | 0,98               | 0,96             | 0,99             |
| <b>II Рентабельность бизнеса</b>                       |      |                |                    |                  |                  |
| Рентабельность активов по прибыли от продаж            | 25%  | 3,38           | 3,85               | 1,94             | 2,63             |
| Рентабельность продаж                                  | 0,20 | 3,55           | 4,10               | 1,68             | 3,43             |
| Рентабельность продаж                                  | 0,50 | 3,35           | 3,63               | 2,12             | 2,39             |
| Рентабельность по чистой прибыли                       | 0,30 | 3,31           | 4,04               | 1,81             | 2,48             |
| <b>III Структура капитала</b>                          |      |                |                    |                  |                  |
| Доля собственного капитала в балансе                   | 15%  | 3,96           | 3,81               | 3,66             | 3,97             |
| Доля краткосрочной задолженности в балансе             | 0,33 | 3,98           | 4,04               | 3,43             | 4,34             |
| Обеспеченность оборотных средств СК                    | 0,33 | 2,91           | 2,50               | 2,60             | 2,68             |
| Обеспеченность оборотных средств СК                    | 0,33 | 5,02           | 4,94               | 4,98             | 4,92             |
| <b>IV Ликвидность</b>                                  |      |                |                    |                  |                  |
| Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)         | 10%  | 4,10           | 3,95               | 4,06             | 3,82             |
| Коэффициент текущей ликвидности                        | 0,33 | 3,98           | 3,68               | 4,06             | 3,26             |
| Коэффициент текущей ликвидности                        | 0,33 | 4,16           | 4,03               | 4,08             | 4,00             |
| Коэффициент покрытия суммарного долга                  | 0,33 | 4,16           | 4,15               | 4,02             | 4,18             |
| <b>V Экспертная оценка (1-5):</b>                      |      |                |                    |                  |                  |
| Отношение рынка к эмитенту (выпуску)                   | 20%  | 3,33           | 3,00               | 3,00             | 3,00             |
| Статус компании  | 0,33 | 3,00           | 3,00               | 3,00             | 3,00             |
| Размер компании  | 0,33 | 4,00           | 3,00               | 2,00             | 2,00             |
| <b>ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ</b>                                |      | <b>3,25</b>    | <b>3,26</b>        | <b>2,49</b>      | <b>3,07</b>      |
| <b>Уровень кредитного риска</b>                        |      | <b>средний</b> | <b>средний</b>     | <b>низкий</b>    | <b>средний</b>   |
| <b>Кредитный рейтинг</b>                               |      | <b>(-/В+)</b>  | <b>(В1/ВВ-/ВВ)</b> | <b>(-/ВВ+/-)</b> | <b>(В1/В+/-)</b> |



## Интерактивные карты российского долгового рынка

Ломбард – корпоративные выпуски  
Ломбард – банковские выпуски  
Облигации инвестиционного рейтинга («BBB-» и выше)  
Ликвидные рублевые выпуски  
High Yield

### Государственные и муниципальные облигации

ОФЗ

Субфедеральные и муниципальные облигации

### Корпоративные облигации

Нефть и газ

Пищевая промышленность и С/Х

Электроэнергетика

Строительство и недвижимость

Связь

Ипотечные компании:

Транспорт

Финансовые и лизинговые компании:

Торговля

Госбанки:

Машиностроение

Банки с участием иностранного капитала

Металлургия

Топ-30 банков по активам:

Горнодобывающая промышленность

Прочие банки

Промышленность (прочее)

### Российские еврооблигации

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг  $\geq$  BBB+:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг  $<$  BBB+:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения с 3 до 5 лет:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения свыше 5 лет:

Банковские займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг  $\geq$  BBB+:

Банковские займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг  $<$  BBB+:

Банковские займы. Срок обращения с 3 до 5 лет:

Банковские займы. Срок обращения свыше 5 лет:



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2015 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Управление по работе с долговыми обязательствами

---

Евгений Шиленков  
Директор департамента активных операций  
EShilenkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов  
Заместитель начальника управления операций на  
рынке акций  
PAltukhov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко  
Начальник управления  
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко  
Зам. начальника управления  
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук  
Начальник отдела по работе с облигациями  
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Алена Шеметова  
AShemetova@veles-capital.ru  
Зам. нач. отдела по работе с облигациями

Елена Рукинова  
Специалист по работе с облигациями  
ERukinova@veles-capital.ru

Мурад Султанов  
Специалист по работе с еврооблигациями  
MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов  
Начальник отдела по работе с векселями  
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова  
Специалист по работе с векселями  
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина  
Специалист по работе с векселями  
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук  
специалист по работе с векселями  
TKovalchuk@veles-capital.ru

## Аналитический департамент

---

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Василий Танурков  
Нефть и газ, Химия и удобрения  
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева  
Долговые рынки  
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков  
Электроэнергетика  
AKostyukov@veles-capital.ru

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Cyprus, Nicosia  
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075  
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64  
www.veles-int.com