

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### X5 RG (B+/B2/-): позитивная динамика в финансовом отчете по итогам 9M13, бумаги компании оценены справедливо

Вчера X5 RG опубликовала финансовую отчетность за 3K13 и 9M13 в целом. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. X5 отразила в отчетности за 9M13 опережающие темпы роста операционной прибыли, основной вклад в которую внесли результаты достаточно успешного для компании 3K13. Так, выручка X5 по итогам 9M13 выросла на 5.9% г/г (12 152 млн. долл.), тогда как EBITDA выросла на 10.6% г/г (в 3K13 рост составил 27.3% г/г) – до 856 млн. долл., что привело к росту рентабельности по EBITDA до 7% (+0.3 пп г/г). Чистая прибыль X5 по итогам 9M13 выросла на 42.2% г/г (в 3K13 показатель вырос почти в 6 раз г/г) – до 209 млн. долл. Согласно отчету X5 рост финансовых результатов в 3K13 был обеспечен за счет улучшения закупочных условий и снижения товарных потерь, кроме того свой вклад внесло и то, что компании удалось удержать темпы роста SG&A-расходов на умеренном уровне (увеличились на 5.3% г/г – до 812 млн. долл.).

Несмотря на то, что по итогам 9M13 чистый операционный денежный поток X5 вырос в 1.5 раза г/г (до 182 млн. долл.), что было обусловлено, главным образом, снижением выплат по налогу на прибыль, этих поступлений было недостаточно для покрытия капитальных инвестиций. Отметим, при этом, что объем CAPEX компании за 9M13 снизился на 19% г/г и составил 431 млн. долл. или вполне умеренные 0.5x EBITDA. В результате свободный денежный поток X5 за 9M13 находился в отрицательной области, продемонстрировав, впрочем, некоторое улучшение по сравнению с прошлым годом, составив -249 млн. долл. (-39.1% г/г). Этот дефицит был покрыт за счет накопленной на балансе ликвидности, в результате объем денежных средств X5 сократился на 71.6% по сравнению с началом года – до 116 млн. долл. Сокращение денежной позиции X5 сопровождалось снижением долга, который составил на конец 3K13 около 3 776 млн. долл. (-6.8% к началу года), в результате величина чистого долга не претерпела особых изменений и составила 3 660 млн. долл. (+0.5% к началу года), а долговая нагрузка компании снизилась до 3x в терминах чистый долг/EBITDA LTM (на начало года показатель составлял 3.2x) благодаря опережающему росту EBITDA по итогам 9M13. Отметим также, что в течение 3K13 компания, как и ожидалось, рефинансировала часть долгового портфеля, в том числе за счет размещения в конце сентября биржевых облигаций на 5 млрд. руб., что позволило снизить долю краткосрочных обязательств в структуре долга до 36.3% по сравнению с пиковым значением конца 2K13, когда короткий долг формировал почти половину портфеля (45.1%).

Длинные выпуски компании (X5 Финанс БО-02/03) торгуются сейчас со средним спредом около 230 бп к ОФЗ, предлагая порядка 100 бп премии к немного более коротким по дюрации бумагам Магнита (S&P: BB/Stable), что, на наш взгляд, выглядит вполне справедливо, учитывая куда более быстрые темпы роста и лучшие кредитные метрики Магнита.

#### Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 9M13

млн. долл.	9M13	9M12	%
Выручка	12 152	11 475	5.9%
EBITDA	856	774	10.6%
Операционная прибыль	535	437	22.4%
Чистая прибыль	209	147	42.2%
Рентабельность по EBITDA	7.0%	6.7%	0.3 пп
Операционная рентабельность	4.4%	3.8%	0.6 пп
Чистая рентабельность	1.7%	1.3%	0.4 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	867	787	10.2%
Чистый операцион. ден. поток	182	123	48.0%
CAPEX	431	532	-19.0%
Свободный денежный поток	(249)	(409)	-39.1%

млн. долл.	9M13	2012	%
Активы	8 646	9 582	-9.8%
в т.ч. денежные средства	116	408	-71.6%
Долг	3 776	4 050	-6.8%
доля краткосрочного долга	36.3%	42.1%	-5.8 пп
Чистый долг	3 660	3 642	0.5%
Капитал	2 270	2 202	3.1%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	3.1x	3.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3.0x	3.2x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.4x	3.7x	-
Долг/Капитал	1.7x	1.8x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка

#### Динамика операционных показателей X5 RG за 9M13

	9M13	9M12	%
<b>Всего магазинов, в т.ч.</b>	<b>4 187</b>	<b>3 472</b>	-
Дискаунтеры ("Пятерочка")	3 568	2 936	-
Гипермаркеты ("Карусель")	78	76	-
Супермаркеты ("Перекресток")	382	350	-
Магазины у дома	159	110	-
<b>Торговая площадь (тыс. кв.м.)</b>	<b>2 081</b>	<b>1 865</b>	<b>11.5%</b>
Дискаунтеры ("Пятерочка")	1 302	1 114	16.9%
Гипермаркеты ("Карусель")	359	361	-0.8%
Супермаркеты ("Перекресток")	391	369	5.9%
Магазины у дома	29	21	38.4%

LFL-прирост 9M13 к 9M12	Продажи, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
<b>Итого по Компании, в т.ч.</b>	<b>(0.6%)</b>	<b>3.8%</b>	<b>(4.2%)</b>
Гипермаркеты ("Карусель")	3.0%	0.5%	2.5%
Супермаркеты ("Перекресток")	(0.3%)	2.5%	(2.8%)
Дискаунтеры ("Пятерочка")	(1.5%)	3.9%	(5.2%)
Магазины у дома	14.1%	9.3%	4.4%

млн. руб.	9M13	9M12	%
<b>Розничная выручка, в т.ч.</b>	<b>382 906</b>	<b>356 207</b>	<b>7.5%</b>
Дискаунтеры ("Пятерочка")	250 870	232 300	8.0%
Супермаркеты ("Перекресток")	79 624	76 061	4.7%
Гипермаркеты ("Карусель")	45 945	44 342	3.6%
Магазины у дома	5 644	3 283	71.9%
Интернет-торговля	824	222	x3.7

Источник: Данные Компании, расчеты Банка

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

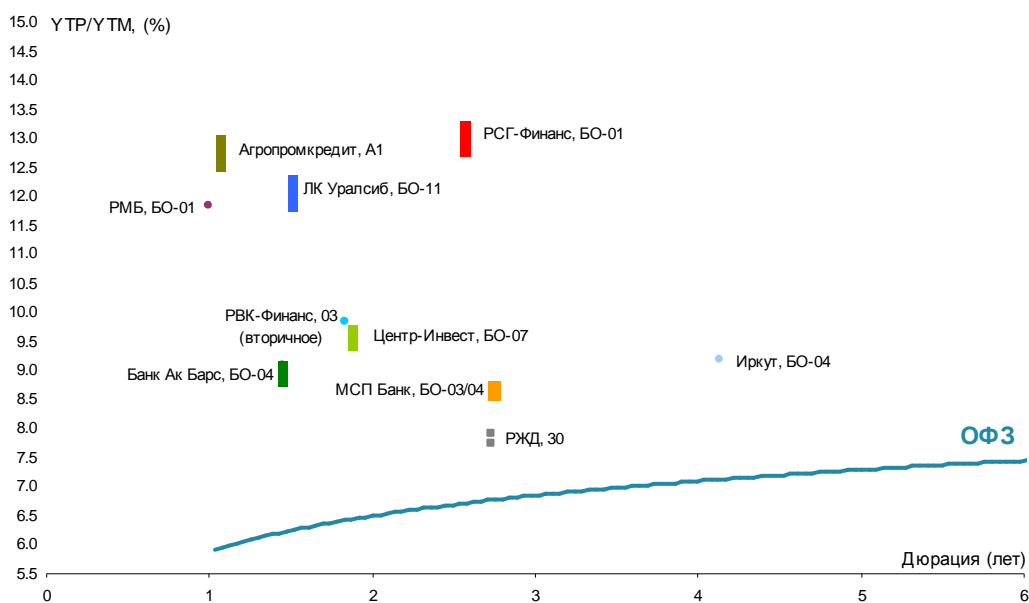
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
РМБ, БО-01	- / В3 / -	да	1 500	11.83	12.11.2013	14.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Иркут, БО-04	- / Ва2 / -	да	5 000	9.20	12.11.2013	18.11.2013	нет / 4.13 г.	5 лет / 10 лет
ЛК Уралсиб, БО-11	- / - / В+	да	2 000	11.73-12.28	15.11.2013	19.11.2013	да / 1.47 г.	нет / 3 г.
Центр-Инвест, БО-07	- / Ва3 / -	да	2 000	9.41-9.73	15.11.2013	19.11.2013	нет / 1.87 г.	2 г. / 5 лет
РВК-Финанс, 03 (вторичное)	- / - / ВВ-	да	до 3 000	не более 9.83	20.11.2013	21.11.2013	нет / 1.83 г.	нет / 2 г.
РСГ-Финанс, БО-01	В- / - / -	да	3 000	12.63-13.16	20.11.2013	26.11.2013	нет / 2.59 г.	нет / 3 г.
МСП Банк, БО-03	BBB / Ваа2 / -	да	4 000	8.42-8.68	20.11.2013	26.11.2013	нет / 2.71 г.	нет / 3 г.
МСП Банк, БО-04	BBB / Ваа2 / -	да	5 000	8.42-8.68	20.11.2013	26.11.2013	нет / 2.71 г.	нет / 3 г.
РЖД, 30	BBB / Ваа1 / ВВВ	да	15 000	7.74-7.90	21.11.2013	26.11.2013	нет / 2.73 г.	3 г. / 15 лет
Агропромкредит, А1	- / В2 / -	да	1 500	12.36-12.89	XX.11.2013	XX.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Банк Ак Барс, БО-04	- / В2 / ВВ-	да	5 000	8.79-9.10	26.11.2013	03.12.2013	нет / 1.44 г.	1.5 г. / 3 г.

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

## Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ВЭБ-Лизинг, 12	BBB / - / BBB	да	5 000	1.9 / 100%	8.42-8.68	8.42	12.11.2013	да / 2.87 г.
ВЭБ-Лизинг, 13	BBB / - / BBB	да	5 000	1.9 / 100%	8.42-8.68	8.42	12.11.2013	да / 2.87 г.
РЖД, БО-15	BBB / Ваа1 / ВВВ	да	25 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 7.30	11.11.2013	н/д
КБ МИА, БО-01	- / Ва2 / -	да	1 500	н/д / 100%	8.68-9.20	8.79	06.11.2013	нет / 1.44 г.
Номос-Банк, 12 (вторичное)	- / Ва3 / ВВ-	да	до 2 200	н/д / 100%	8.70-8.90	н/д	06.11.2013	нет / 1.23 г.
Трансфин-М, БО-20	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	06.11.2013	нет / 2.64 г.
Трансфин-М, БО-21	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	06.11.2013	нет / 2.64 г.
Трансаэро, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.12-12.66	12.55	31.10.2013	нет / 1.80 г.
АйМаниБанк, 01	- / В3 / -	да	1 500	н/д / 100%	13.10-13.65	13.65	31.10.2013	нет / 1 г.
МКБ, БО-07	ВВ- / В1 / ВВ-	да	5 000	2.0 / 100%	9.31-9.41	9.31	30.10.2013	нет / 2.68 г.
Икс 5 Финанс, БО-03	В+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	9.10-9.31	9.05	30.10.2013	нет / 2.69 г.
ГК Пионер, 01	В- / - / -	да	2 000	н/д / 100%	14.49-15.03	15.03	30.10.2013	нет / 1.40 г.
Трансфин-М, БО-19	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	30.10.2013	нет / 2.64 г.



# Торговые идеи

## ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	- / B1 / -	102.21	8.14	1.23	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		102.25	7.91	1.23	
ГЕОТЕК Сейсморазведка, 01	В / - / -	100.00	10.84	2.59	Дебютный выпуск лидера российского рынка нефтесервисных услуг в сегменте сейсморазведки, более 200 бп премии к бумагам БК Евразия
ГТЛК, 01	ВВ- / - / -	101.45	9.50	1.98	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.26	9.49	1.99	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / B2 / В+	101.10	9.22	1.29	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 100 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		101.08	9.28	1.22	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	100.60	10.22	1.11	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет 30-40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 80-180 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.20	11.49	2.18	Дополнительные 80 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 180 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 12.11.2013

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa2 / BBB	105.88	4.13	3.12	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая 70-100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		106.67	4.57	3.77	
VTB'18 (6.875)		108.74	4.71	3.88	
VTB'20		105.28	5.62	5.67	
RCCF'17	В+ / B2 / В	98.56	8.39	2.26	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	ВВ+ / Ba3 / ВВ+	106.05	5.94	4.62	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию около 140 бп к старшему и более короткому выпуску GPBRU'17 и имеет потенциал сужения спреда на уровне не менее 50 бп
RSHB'21 (sub)	- / Ba3 / ВВ+	99.68	6.14	2.33	Выпуск интересен за счет относительно небольшой дюрации и широкой премии (порядка 200 бп) к собственным старшим выпускам
FESHRU'18	ВВ- / - / В+	89.80	10.95	3.78	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спредом свыше 800 бп к суверенной кривой
FESHRU'20		89.68	11.03	4.96	
EVRAZ'18	В+ / B1 / ВВ-	99.24	6.95	3.89	Спреды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 120 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали
EVRAZ'18 (9.5)		109.26	7.03	3.74	

Данные в таблице по состоянию на 12.11.2013

# 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

## Аналитическое управление

	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Андрей Пашкевич	<a href="mailto:a.pashkevich@zenit.ru">a.pashkevich@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.