

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### X5 RG (B+/B2/-): позитивный финансовый отчет по итогам 1П14, но бумаги компании выглядят не очень привлекательно

Вчера X5 RG опубликовала финансовый отчет за 1П14, показатели которого мы оцениваем позитивно. Так, выручка X5 в долларах выросла на 2.2% г/г (до 8 564 млн. долл.), а показатель EBITDA – на 5.1% г/г (до 606 млн. долл.). В результате, уровень рентабельности по EBITDA компании повысился до 7.1% (+0.2 пп г/г). По сравнению с началом года уровень долговой нагрузки X5 чуть снизился к концу 1П14 – до 2.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.6x на конец 4К13), что было, в большей степени, обусловлено ослаблением рубля в 1П14 (весь долг X5 номинирован в рублях).

Отметим, что ослабление рубля в 1П14 (по данным Bloomberg, средний курс к доллару снизился на 12.7% по сравнению с 1П13) оказало существенное влияние не только на динамику долга X5, но и ее финансовых результатов. В целом же, по итогам 1П14 компания, на наш взгляд, продемонстрировала весьма неплохие для себя результаты, в том числе в части динамики сопоставимых продаж (рост на 7.2% г/г в 1П14) – вероятно, начинает проявляться позитивный эффект от реорганизации торговой сети и смены менеджмента. По итогам 1П14 свободный денежный поток X5 находился в минусе (-51 млн. долл.), однако его величина заметно сократилась по сравнению с 1К14 (-276 млн. долл.). В 1П14 значительно выросли поступления от операционной деятельности (в 3 раза г/г, до 233 млн. долл.), впрочем, их все равно оказалось недостаточно для покрытия инвестиций. Объем CAPEX по итогам 1П14 составил 284 млн. долл. (+7.5% г/г) или 0.5x EBITDA – деньги были потрачены, в основном, на реновацию магазинов. Дефицит средств был покрыт за счет траты части накопленной на балансе ликвидности: объем денежных средств компании снизился на четверть по сравнению с началом года, составив к концу 2К14 около 175 млн. долл.

На конец 1П14 сумма долга X5 не сильно изменилась по сравнению с началом года, составив 3 245 млн. долл. (-4.6% к началу года). Как мы уже отметили, здесь основную роль сыграло ослабление рубля в 1П14. В то же время, в структуре долга произошли позитивные изменения: доля краткосрочных обязательств сократилась до 19.6% на конец 2К14 против 28.3% на начало года. Уровень долговой нагрузки X5 также не сильно изменился, чуть снизившись по сравнению с началом года (до 2.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM). Компания подтвердила текущий прогноз по финансовым результатам на этот год (рост рублевой выручки на 10-12% к уровню 2013 г., рентабельность по EBITDA ожидается в диапазоне 6.8-7.2%), впрочем, ориентиры могут быть улучшены в конце октября при сохранении достигнутых темпов роста и в 3К14. Это будет зависеть, в том числе, и от того, насколько сильно вырастут цены на отдельные категории товаров в результате введенного Правительством России эмбарго на продуктовые поставки из ряда стран ЕС и США. Пока менеджмент X5 заявляет о том, что пока компания не может оценить, как изменятся закупочные цены в результате перераспределения поставок. В то же время, "...независимо от санкций, X5 не может позволить поставщикам значительно повышать цены", и для достижения этой цели компания подключает "тяжелую артиллерию", уже уведомив Минпромторг о намерении ряда поставщиков повысить отпускные цены. В целом, финансовый отчет за 1П14, на наш взгляд, нейтрален для кредитных рейтингов компании. Финансовые показатели X5 демонстрируют тренд к улучшению, однако эти позитивные изменения вполне могут пасть жертвой разгорающейся торговой войны.

Сегмент потребительских компаний, как, впрочем, и рублевый рынок в целом (за

#### Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%
Выручка	8 564	8 382	2.2%
EBITDA	606	576	5.1%
Операционная прибыль	377	357	5.6%
Чистая прибыль	184	139	32.6%
Рентабельность по EBITDA	7.1%	6.9%	0.2 пп
Операционная рентабельность	4.4%	4.3%	0.1 пп
Чистая рентабельность	2.2%	1.7%	0.5 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	611	586	4.3%
Чистый операцион. ден. поток	233	78	x3.0
CAPEX	284	264	7.5%
Свободный денежный поток	(51)	(186)	-72.5%

млн. долл.	1П14	2013	%
Активы	8 783	9 224	-4.8%
в т.ч. денежные средства	175	233	-24.9%
Долг	3 245	3 402	-4.6%
доля краткосрочного долга	19.6%	28.3%	-8.7 пп
Чистый долг	3 070	3 169	-3.1%
Капитал	2 456	2 377	3.3%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	2.6x	2.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.5x	2.6x	-
EBITDA/Процентные платежи	4.2x	3.7x	-
Долг/Капитал	1.3x	1.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

редким исключением), сейчас характеризуется достаточно ограниченным уровнем ликвидности. Так, последние крупные сделки в наиболее ликвидных бумагах X5 проходили со спрэдом 160-200 бп к кривой ОФЗ, тогда как выпуски Магнита (S&P: BB/Pos) торговались в диапазоне 120-170 бп к суверенной кривой. Сужающаяся премия X5 к Магниту, на наш взгляд, ухудшает привлекательность выпусков X5 с учетом достаточно заметной разницы в темпах роста и кредитном качестве между этими компаниями.

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	----------------------	-------------------

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## 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
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.57-10.78	10.57	12.08.2014	нет / 1 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 г

# 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>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@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>

<b>Аналитическое управление</b>	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>
Кредитный 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

Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.