

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Чепрагин Дмитрий Кирилл Сычев
d.chepragin@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

Банк ВТБ (BBB-/Baa2/WD): неоднозначные результаты за 2К14 г., евробонды смотрятся интереснее рублевых выпусков

Вчера Банк ВТБ открыл сезон отчетностей среди банков «первого эшелона», предоставив консолидированные финансовые данные по МСФО за 2К14г. Результаты банка, на наш взгляд, смотрятся неоднозначно, основной тон отчетности, как и в первом квартале, был задан геополитической ситуацией на Украине. Несмотря на это, во 2К14 прослеживалось некоторое улучшение и стабилизация по ряду ключевых показателей банка. Так во 2К14 г. ВТБ нарастил темпы роста совокупного кредитного портфеля до 6.7% (+1.2 п.п. кв/кв). Хедлайнером роста по-прежнему являлся сегмент корпоративного кредитования (+6.7% кв/кв), в тоже время розница также поддержала увеличение портфеля (+7.2%), при этом сместив акцент в продуктовой линейке в сторону менее рискованного ипотечного кредитования. В качестве условно позитивного момента после резкого скачка в 1К14 г. также может рассматриваться минимальный рост уровня просроченной задолженности до 5.9% (+0.1 п.п. кв/кв), который в итоге позволил снизить показатель стоимости риска до 2.5% (-0.3 п.п. кв/кв), и был обусловлен в первую очередь изменением политики риск-менеджмента банка при оценке заемщиков при выдаче новых ссуд. Отметим, что при этом ВТБ продолжает придерживаться консервативного подхода к резервированию уровня NPL, сохраняя коэффициент покрытия на уровне 1x. В итоге рост кредитного портфеля при стабилизации резервных отчислении поспособствовал увеличению чистой прибыли банка во 2К14 г. до 4.6 млрд руб., но показатель все же находился заметно ниже уровней прошлого года. Основной причиной этого послужило существенное увеличение стоимости фондирования банка, которое было вызвано общим повышением процентных ставок. От изменения ставок также пострадали показатели эффективности банка, уровень чистой процентной маржи во 2К14 г. снизился до 4.2% (-0.3 п.п. кв/кв). Стоит также отметить, что скромный рост итогового финансового результата не оказал должной поддержки, как достаточности совокупного капитала, так и первого уровня, в итоге оба показателя снизились до 9.4% (-0.9 п.п. кв/кв) и 12.8% (-1.2 п.п.) соответственно. Но все же капиталу банка в скором времени возможно будет оказана поддержка. Так в конце августа на внеочередном собрании акционеры Банка планируют рассмотреть вопрос об увеличении уставного капитала банка путем конвертации в новые привилегированные акции суборды, полученные в 2008 году в рамках пакета антикризисных мер Правительства РФ. По данным менеджмента банка, это может улучшить показатель достаточности капитала первого уровня на 2.4 п.п. Что касается источников фондирования, рост бизнеса банка был в основном профинансирован за счет средств оптового фондирования, при этом показатель долговой нагрузки в терминах Опт. Фондир/Активы остался на приемлемом уровне 0.3x.

В ходе второй волны продаж выпуски ВТБ на рынке евробондов смотрелись на уровне других банков-фигурантов санкционного списка, средний спред к UST по выпускам расширился на 40 бп. В тоже время на текущий момент выпуски ВТБ, как и все госбанки, отыграли потери и торгуются ниже допродажных уровней. Из старших выпусков ВТБ наиболее интересным нам видится VTB'18, предлагающий премию к схожим выпускам Сбербанка 70-80 бп. и выпускам ВЭБ порядка 20 бп., а из субордов - VTB'22, торгующийся с неплохой премией к UST в размере 530 бп. На рублевом рынке выпуски ВТБ смотрятся малоинтересно, на фоне других банков с инвестиционным рейтингом ВТБ предлагает наименьшую премию к кривой ОФЗ, торгуясь со средним спредом 80-90 бп. к ОФЗ.

Финансовые показатели Банк ВТБ по МСФО

млрд. руб.	2К14	1К14
Процентные доходы	200.1	188.2
Чист. %% доходы	87.3	89.9
Чистые %% доходы после резерва	45.2	42.3
Комиссионный доход	14.5	14.3
Чистая прибыль	4.6	0.4
Ликвидная позиция	639.6	578.0
Вложения в ценные бумаги	1057.0	1154.8
Чист. судная задолженность	6687.5	6272.0
ВСЕГО АКТИВЫ	9755.3	9402.3
Капитал	934.0	946.2
Оптовое фондирование	2983.8	2687.0
Средства клиентов	5020.4	4928.6
Расчетные показатели		
Достаточность капитала 1 уровня	9.4%	10.3%
Достаточность капитала	12.8%	14.0%
Чистая % маржа	4.2%	4.5%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.31	0.29
Cost-to-income	0.48	0.50
NPL 90+/Кред. портфель	5.9%	5.8%
Резервы/Кредитный портфель	5.9%	5.9%
Резервы/NPL 90+	100.7%	101.0%
ROaE	2.0%	0.2%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

ФосАгро (BBB-/Baa3/BB+): позитивный финансовый отчет по итогам 1П14, евробонд компании оценен справедливо

Вчера ФосАгро, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений, опубликовал финансовую отчетность за 1П14. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. Так, в 1П14 рост выручки компании составил 5.6% г/г (до 56.7 млрд. руб.), а показатель EBITDA увеличился на 17.1% г/г (до 16.1 млрд. руб.). В результате рентабельность по EBITDA повысилась до 28.6% (+2.8 пп г/г). Величина долга ФосАгро к концу 1П14 выросла на 14.7% к началу года и достигла 60.5 млрд. руб., при этом доля краткосрочного долга сократилась до 19.4% (-5.6 пп к 4К13). В то же время, несмотря на рост долга, уровень долговой нагрузки компании к концу 1П14 снизился до 1.7x (против 1.8x на начало года), чему способствовал как рост EBITDA, так и увеличение запаса ликвидности на балансе компании более чем в 1.5 раза к началу года (до 14.9 млрд. руб.).

Отметим, что заметное влияние на динамику финансовых результатов и долга ФосАгро в течение 1П14 оказывало ослабление курса рубля, являющегося валютой отчетности компании. Согласно данным Bloomberg, снижение среднего курса рубля составило 12.7% относительно уровня прошлого года, что и позволило ФосАгро показать рост выручки с учетом структуры продаж (на внутренний рынок приходится только 1/3 продаж в денежном выражении). В то же время, выручка ФосАгро в долларах по итогам 1П14 снизилась на 6.4% г/г (до 1 621 млн. долл.), а EBITDA – выросла на 4% г/г (до 464 млн. долл.). Причиной сокращения выручки в долларовом эквиваленте стало сохранение более низких цен на удобрения в 1П14 относительно уровня прошлого года (впрочем, цены все же росли относительно достигнутых в 4К13 минимумов). В то же время, продажи удобрений по итогам 1П14 выросли на 3.9% г/г (до 3 081 тыс. т), при этом опережающий рост демонстрировал азотный сегмент (отгрузки выросли на 13.6% г/г), тогда как продажи фосфорной продукции лишь немного превысили уровень прошлого года (+1.1% г/г). Рост EBITDA в долларах был обеспечен, в том числе, снижением себестоимости продаж в 1П14 на 2% г/г – здесь влияние повышения курса доллара оказалось позитивным, снизив номинированные в рублях расходы на ФОТ, химическое сырье и топливо.

Величина свободного денежного потока ФосАгро по итогам 1П14 снизилась на 11.5% г/г и составила 5.6 млрд. руб., что произошло в результате более быстрого снижения операционных поступлений (на 6.8% г/г) по сравнению с капвложениями. Объем CAPEX ФосАгро в 1П14 снизился на 3.2% г/г и составил 7.8 млрд. руб. или 0.5x EBITDA. Свободный денежный поток за 1П14 был использован для выкупа доли миноритарных акционеров в ФосАгро-Череповец, на что было потрачено 5.7 млрд. руб. Долг ФосАгро к концу 1П14 вырос на 14.7% к началу года и достиг 60.5 млрд. руб., при этом краткосрочных обязательств снизилась до 19.4% (-5.6 пп к началу года). Практически весь объем привлеченных средств не был израсходован и осел на счетах компании, что привело к росту денежных остатков на 66.4% к началу года (до 14.9 млрд. руб.). Таким образом, сокращение долговой нагрузки (до 1.7x чистый долг / EBITDA LTM) к концу 1П14 стало, скорее, результатом увеличения EBITDA. На наш взгляд, финансовые итоги 1П14, в целом, позитивны для кредитного профиля ФосАгро, а апрельское ухудшение прогноза по рейтингу от S&P до “негативного” в какой-то мере было вынужденным и произошло в канве снижения суверенного рейтинга России, по которому агентство установило “негативный” прогноз.

Евробонд компании PHORRU'18 по итогам последней волны распродаж, старт которой пришелся на середину июля, потерял около 670 бп в ценах, но к текущему моменту уже отыграл более половины потерь (котировки выросли на 4 фигуры). В терминах динамики спрэдов, в течение прошедшего с начала распродаж периода бумага двигалась, в целом, вместе с рынком, расширив спрэд к UST примерно на 100 бп. Сейчас бумага торгуется со спрэдом 380-390 бп к UST, что примерно на 130 бп уже уровней на пике распродаж. Вместе с тем, бумаги других компаний отрасли в рамках того же периода показали лучшую динамику в терминах спрэда. Особенно отличился Уралкалий (BBB-/Baa3/BBB-), чей евробонд расширил спрэд к UST лишь на 20 бп (и по этому показателю был в лидерах рынка), тогда как выпуск Еврохима (BBB-/BB) расширил спрэд к кривой UST примерно на 80 бп. В целом, PHORRU'18, на наш взгляд, сейчас оценен справедливо, торгуясь с дисконтом около 50 бп к EUCHEM'17 и предлагая премию в 60 бп к URKARM'18.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро по МСФО за 1П14

млн. руб.	1П14	1П13	%
Выручка	56 702	53 715	5.6%
EBITDA*	16 219	13 849	17.1%
Операционная прибыль	12 205	10 046	21.5%
Чистая прибыль	8 097	4 487	80.5%
Рентабельность по EBITDA	28.6%	25.8%	2.8 пп
Операционная рентабельность	21.5%	18.7%	2.8 пп
Чистая рентабельность	14.3%	8.4%	5.9 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	16 390	14 157	15.8%
Чистый операцион. ден. поток	13 408	14 393	-6.8%
CAPEX (включая ИМА и лизинг)	7 823	8 081	-3.2%
Свободный денежный поток	5 585	6 312	-11.5%

млн. руб.	1П14	2013	%
Активы	135 987	126 252	7.7%
в т.ч. денежные средства	14 869	8 938	66.4%
Долг	60 490	52 756	14.7%
доля краткосрочного долга	19.4%	25.0%	-5.6 пп
Чистый долг	45 621	43 818	4.1%
Капитал	59 000	59 326	-0.5%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.8x	-
(CAPEX+ИМА)/EBITDA	0.8x	1.4x	-
Долг/EBITDA LTM	2.3x	2.2x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.7x	1.8x	-
Долг/Капитал	1.0x	0.9x	-

* показан скорректирован на неденежные и/или единоразовые доходы/расходы

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов ФосАгро по итогам 1П14

Продажи, тыс. тонн	1П14	1П13	%
Апатитовый концентрат*	1 340	1 479	-9.4%
Нефелиновый концентрат	406	478	-15.0%
Фосфоросодерж. удобрения	2 332	2 307	1.1%
в том числе ДАФ/МАФ	1 157	1 062	9.0%
НРК	891	845	5.4%
Сульфат аммония	102	199	-48.9%
ЖКУ	43	47	-7.3%
КМКФ	123	121	1.7%
Сульфат калия	16	33	-51.5%
Азотные удобрения	749	660	13.6%
в том числе САФУ	44	17	x2.6
Аммиачная селитра	186	197	-5.5%
Карбамид	520	446	16.6%
ВСЕГО УДОБРЕНИЙ	3 081	2 967	3.9%
в т.ч. про-во ОАО «Апатит»	1 746	1 957	-10.8%
доля пр-ва ОАО «Апатит»	56.7%	66.0%	-9.3 пп

* реализация внешним покупателям

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Ростелеком (BB+/-BBB-): нейтральная финансовая отчетность по итогам 1П14, присоединение Крыма чревато ростом инвестрасходов

Вчера Ростелеком опубликовал финансовую отчетность по МСФО по итогам 1П14. В целом, отчетность компании производит нейтральное впечатление. Так, выручка Ростелекома в 1П14 чуть снизилась относительно уровня прошлого года, составив 156.4 млрд. руб. (-1.9% г/г), тогда как OIBDA уменьшилась на 7.6% г/г (до 54.1 млрд. руб.). В результате, рентабельность по OIBDA сократилась до 34.6% (-2.1 пп г/г). Свободный денежный поток Ростелекома в 1П14 составил около 10.7 млрд. руб. (-23.7% г/г), составив немногим менее трети от операционного потока. К концу 1П14 долг компании сократился на 14.9% по сравнению с началом года (до 185.5 млрд. руб.), что привело к снижению долговой нагрузки до 1.6x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 1.9x на начало года).

Сокращение выручки Ростелекома в 1П14 было обусловлено, главным образом, постепенной деконсолидацией мобильных активов, передаваемых в СП с Теле2, которая завершилась в этом месяце. В то же время, выручка от продолжающейся деятельности в 1П14 выросла на 2.6% г/г (до 145.2 млрд. руб.), наиболее важными драйверами роста по-прежнему остаются доходы от услуг ШПД (+10.3% г/г), услуг присоединения и пропуска трафика (+16.4% г/г) и платного ТВ (+26.8% г/г). В то же время, снижение рентабельности по OIBDA было связано с опережающим ростом операционных затрат (расходы от продолжающейся деятельности выросли на 7.5% г/г), включая расходы на персонал (+5.7% г/г), выплаты операторам связи (+17.9% г/г) и расходов на материалы, ремонт и обслуживание (+12.4% г/г). Рост расходов стал, в том числе, следствием консолидации Связьинвеста и дочерних компаний, характеризующихся более низким уровнем операционной эффективности.

По итогам 1П14 свободный денежный поток Ростелекома составил 10.7 млрд. руб., снизившись на 23.7% г/г. Это снижение стало следствием сокращения суммы операционных поступлений на четверть по сравнению с 1П13 (до 35.5 млрд. руб.) в условиях сопоставимых темпов снижения капитальных расходов. Величина CAPEX в 1П14 снизилась до 24.8 млрд. руб., составив 15.9% от выручки. Сокращение инвестиций в течение 1П14 связано с оптимизацией капитальных расходов, а также с неравномерностью инвестиционных расходов в рамках года. Напомним, что в соответствии с представленной в конце прошлого года обновленной стратегией развития, целевой уровень инвестиционных расходов Ростелекома на текущий год составляет 18% от выручки с учетом CAGR по выручке на уровне 3-4% в течение 2014-2018 гг. Однако реальный уровень капзатрат будет, скорее всего, заметно выше, что обусловлено необходимостью инвестиций в развитие инфраструктуры Крыма.

Одновременно с публикацией отчетности за 1К14, компания представила также уточненный прогноз на 2014 г., который предполагает рост выручки на 1-2% г/г при сохранении OIBDA на уровне прошлого года, тогда как капитальные инвестиции по итогам года составят 20-22% от выручки. В связи с этим отметим, что в марте 2014 г. Минкомсвязи и Ростелеком получили распоряжение Правительства на тему развития инфраструктуры Крыма. В рамках реализации распоряжения компания уже проложила линию ВОЛС по дну Керченского пролива, обеспечивающую связь Крыма с остальной Россией в обход Украины. Также в Крыму предполагается создание филиала Ростелекома, а объем капитальных инвестиций на территории региона пока оценивается в 15 млрд. руб. В случае, если весь этот объем будет освоен в течение 2014 г., это, по нашим оценкам, может повысить планку по CAPEX примерно до 23% от выручки (с учетом прогнозируемых темпов роста доходов), что достаточно близко к озвученному компанией ориентиру. В то же время, такой рост расходов не станет критичным для Ростелекома и вполне по силам для компании.

Что касается деконсолидации результатов мобильного бизнеса и его влияния на Ростелеком в будущем – мы не склонны драматизировать этот фактор. Во-первых, далеко не мобильный бизнес является сейчас основой роста доходов компании, на роль драйвера подходят скорее платное ТВ и услуги ШПД, которые и в дальнейшем останутся в структуре Ростелекома. Добавим, что создание СП с Теле2 (завершено в начале этого месяца) позволит Ростелекому получать устойчивый денежный поток в рамках своей экономической доли, что будет не лишним для компании, учитывая позиции регуляторов, отводящим Ростелекому ведущую роль в развитии

Ключевые финансовые показатели Ростелекома по итогам 1П14

млрд. руб.	1П14	1П13	%%
Выручка	156.4	159.4	-1.9%
OIBDA	54.1	58.6	-7.6%
Операционная прибыль	24.3	24.4	-0.4%
Чистая прибыль	15.1	13.6	11.0%
Рентабельность по OIBDA	34.6%	36.7%	-2.1 пп
Операционная рентабельность	15.6%	15.3%	0.2 пп
Чистая рентабельность	9.6%	8.5%	1.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	54.3	59.0	-8.0%
Чистый операцион. ден. поток	35.5	47.2	-24.8%
CAPEX	24.8	33.2	-25.2%
Свободный денежный поток	10.7	14.0	-23.7%

млрд. руб.	1П14	2013	%%
Активы	513.1	561.0	-8.5%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. акт.	7.8	9.9	-21.9%
Долг	185.5	217.8	-14.9%
доля краткосрочного долга	14.5%	15.2%	-0.7 пп
Чистый долг	177.7	209.8	-15.3%
Капитал	217.8	199.8	9.0%
CAPEX/Выручка	15.9%	21.0%	-
CAPEX/OIBDA	45.8%	60.5%	-
Долг/OIBDA LTM	1.7x	1.9x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	1.6x	1.9x	-
OIBDA/Процентные платежи	6.5x	6.6x	-
Долг/Капитал	0.9x	1.1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

современных услуг связи, ликвидации цифрового неравенства и связанных с этим расходов. Рейтинговые агентства достаточно позитивно оценивают результаты и перспективы компании. Так, в марте рейтинг Ростелекома от S&P был подтвержден на уровне BB+/Stable с комментарием, что подтверждение рейтинга компании на фоне ухудшения прогноза по суверенному рейтингу стало следствием улучшения собственного рейтинга кредитоспособности Ростелекома с bb до bb+.

Долговые бумаги Ростелекома были и остаются инструментами с весьма низким уровнем ликвидности, в результате они практически не пострадали от весенних распродаж на фоне обострения украинского кризиса. Сейчас биды в коротких бумагах дают спрэд 100-140 бп к кривой ОФЗ, тогда как в длинных бумагах – около 180 бп. В то же время, биды в выпусках МТС (BBB-/Baa3/BB+) транслируются в премию 140-150 бп к ОФЗ, что делает короткие выпуски МТС привлекательнее, на наш взгляд, тогда как длинные выпуски Ростелекома дают справедливую премию около 30 бп к МТС за лучшие кредитные метрики последней при сопоставимых рейтингах компаний.

О'Кей (Fitch: B+/Positive): масштабные инвестиции спровоцировали значительное повышение долговой нагрузки в 1П14 на фоне далеко не лучших темпов роста, бумаги компании малоликвидны

Вчера финансовую отчетность по итогам 1П14 опубликовала Группа О'Кей, один из крупнейших игроков на рынке продуктового ритейла в формате «гипермаркет». Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. В 1П14 рост выручки компании составил лишь 12.3% г/г (до 72.7 млрд. руб.), тогда как EBITDA выросла на 14.9% г/г (до 4.9 млрд. руб.). В результате рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне прошлого года, составив 6.7% (+0.2 пп г/г). В то же время, долговая нагрузка О'Кей к концу 1П14 практически «удвоилась» по сравнению с началом года, достигнув 2.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM против всего 1.2x на конец 4К13. Такой быстрый рост стал, с одной стороны, следствием значительного увеличения долга, который за 1П14 вырос на 43.5% и составил чуть более 24 млрд. руб., а с другой – снижения более чем в 2 раза к началу года (до 1.4 млрд. руб.) запаса ликвидности на балансе компании. В свою очередь, необходимость привлечения значительных сумм нового долга, равно как и траты накопленной на балансе ликвидности, были обусловлены крупными расходами на CAPEX, к чему добавилась выплата 2.1 млрд. руб. дивидендов.

Расходы на капитальные инвестиции в 1П14 составили рекордные для О'Кей 7.5 млрд. руб. (71.1% от расходов за полный 2013 г.), что означает рост в 2.6 раза г/г или до 1.5x EBITDA за 1П14. Увеличение капитальных расходов стало результатом перехода реализации инвестиционной программы компании в наиболее активную фазу в 1П14. Так, число строящихся гипермаркетов различной степени готовности в 1П14 увеличилось на 6 магазинов, при этом их общее количество достигло 19, то есть выросло на треть к началу года, а число площадок под застройку увеличилось на 2 (до 22). Кроме того, в 1П14 были закончены работы по введению в строй 3-х гипермаркетов, а их общее количество достигло 63. Помимо гипермаркетов, О'Кей развивает также сеть супермаркетов: в 1П14 начались работы по обустройству 4-х магазинов, при этом число утвержденных площадок под супермаркеты выросло до 35 против 26 на начало года, а количество запущенных магазинов составило 4. С учетом того, что приток средств от операционной деятельности по итогам 1П14 хоть и вырос на 42.8% г/г, но составил всего 634 млн. руб., компания была вынуждена значительно наращивать долг. В целом, опубликованные финансовые показатели за 1П14 свидетельствуют об ослаблении кредитного профиля О'Кей и тенденция на его дальнейшее ослабление будет сохраняться и в дальнейшем, если принять во внимание планы дальнейшего развития компании. Так, во 2П14 предполагается открыть еще 5 гипермаркетов, а в следующем году число открытых гипермаркетов должно составить уже 14. К этому можно добавить только что озвученные планы по выходу в 2015 г. в новый для компании сегмент дискаунтеров – О'Кей намерена открыть в следующем году 40-50 магазинов в этом формате, что также потребует значительных дополнительных расходов.

Что касается темпов роста, здесь О'Кей также выглядит не лучшим образом – по итогам 1П14 компания показала худший прирост выручки и прибыли по сравнению с всеми основными конкурентами, уступив даже X5 (B+/B2/-), которая последние несколько лет была аутсайдером среди крупнейших игроков. Напомним также, что по итогам слабых результатов 1К14 О'Кей уже была вынуждена снизить прогноз по темпам роста финансовых результатов на 2014 г. Компания ожидает, что выручка

Ключевые финансовые показатели О'Кей за 1П14

млн. руб.	1П14	1П13	%%
Выручка	72 673	64 714	12.3%
EBITDA	4 871	4 240	14.9%
Операционная прибыль	3 406	3 025	12.6%
Чистая прибыль	1 695	1 614	5.0%
Рентабельность по EBITDA	6.7%	6.6%	0.2 пп
Операционная рентабельность	4.7%	4.7%	-
Чистая рентабельность	2.3%	2.5%	-0.2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	4 874	4 249	14.7%
Чистый операцион. ден. поток	634	444	42.8%
CAPEX	7 534	2 920	x2.6
Свободный денежный поток	(6 900)	(2 476)	x2.8

млн. руб.	1П14	2013	%%
Активы	66 992	64 647	3.6%
в т.ч. денежные средства	1 382	3 007	-54.0%
Долг	24 039	16 754	43.5%
доля краткосрочного долга	28.7%	13.8%	14.9 пп
Чистый долг	22 657	13 747	64.8%
Капитал	21 105	21 399	-1.4%
CAPEX/EBITDA	1.5x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	2.4x	1.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.3x	1.2x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.1x	9.2x	-
Долг/Капитал	1.1x	0.8x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

по итогам года вырастет на 12-16% г/г, а рост сопоставимых продаж составит 5-6% г/г, то есть, на текущий момент даже скорректированный прогноз выполняется по нижней границе (и это в лучшем случае), тогда как X5 и Магнит (S&P: BB/Positive) по итогам 1П14 опережают собственные прогнозы, а Лента (S&P: B+/Stable), которая является ближайшим конкурентом О'Кей, и вовсе демонстрирует феноменальные темпы роста (выручка в 1П14 выросла на 38.3% г/г). Текущее положение вещей, на наш взгляд, еще не угрожает кредитному рейтингу О'Кей: во 2П14 компания сможет покрыть основную часть инвестиционных затрат за счет собственного денежного потока, что позволит удержать долговую нагрузку в пределах 2.5x чистый долг / EBITDA. В то же время, выполнение всех заявленных планов на 2015 г. выходит за рамки собственных возможностей компании и потребует либо докапитализации, либо нового увеличения долга. А дальнейший рост долговой нагрузки уже может быть чреват пересмотром рейтинга О'Кей.

Рублевые бумаги малоликвидны в сложившихся условиях, это в полной мере справедливо и для выпусков продуктовой розницы. Выпуски О'Кей индикативно торгуются со спрэдом 300-330 бп к кривой ОФЗ, предлагая самый широкий спрэд в сегменте – бумаги Магнита торгуются со средним спрэдом 150-160 бп, бумаги X5 – со спрэдом 180-200 бп, а биды в выпусках Ленты обеспечивают уровень премии на уровне выше 300 бп к ОФЗ. Среди упомянутых эмитентов, выпуски Ленты и Магнита, на наш взгляд, обладают лучшим сочетанием предлагаемой доходности и кредитного риска, что не отменяет фактора невысокой ликвидности этих бумаг.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

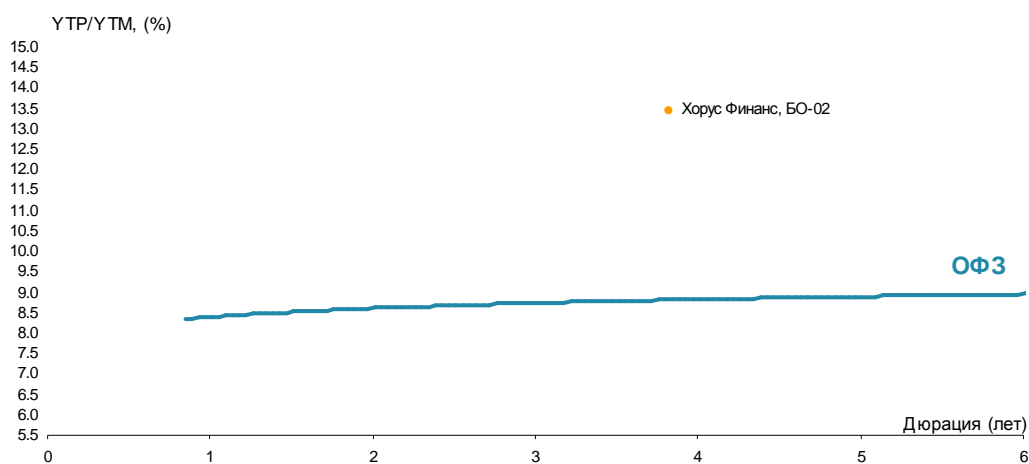
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Хорус Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	13.42	08.08.2014	21.08.2014	нет / 3.82 г	нет / 5 лет

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	Размещаемый 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



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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции	research@zenit.ru	
Облигации	firesearch@zenit.ru	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.