

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdaikov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

X5 RG (B+/B2/-): позитивный операционный отчет за 9M14, бумаги компании выглядят малоинтересно

Сегодня X5 опубликовала операционные результаты за 3K14 и 9M14, которые мы оцениваем, в целом, позитивно. Розничная выручка компании за 9M14 выросла на 17.8% г/г (до 451 млрд. руб.), сопоставимые продажи – на 9.2% г/г. Отметим, что, как и в случае отчитавшегося днем ранее Магнита (S&P: BB/Pos), фактические темпы роста X5 по итогам 9M14 опережают прогнозы менеджмента, который в 2014 г. ожидает рост рублевой выручки на 10-12% г/г – сейчас уже можно говорить с уверенностью, что эта планка будет превышена по итогам года.

Рост выручки X5 по итогам 9M14 был обусловлен увеличением общей торговой площади сети на 14.2% г/г (до 2 376 тыс. кв. м), а также весьма неплохим для компании ростом сопоставимых продаж (на 9.2% г/г). Практически весь прирост торговой площади за 9M14 пришелся на долю дискаунтеров, площадь которых выросла на 21.4% г/г (до 1 580 тыс. кв. м). В то же время, площадь гипермаркетов сократилась на 0.6% г/г и составила 357 тыс. кв. м – это было обусловлено закрытием в течение 1K14 двух неэффективных гипермаркетов сети. Супермаркеты показали совсем небольшой прирост площади на конец 9M14, лишь на 2.3% г/г (до 400 тыс. кв. м), темпы расширения сети сдерживались выбытием 22 магазинов, включая продажу 12 магазинов на Украине. Вновь отметим хорошую для X5 динамику сопоставимых продаж, основным драйвером здесь стали результаты дискаунтеров: LFL-выручка «Пятерочек» выросла сразу на 12.3% г/г, что, главным образом, произошло за счет увеличения среднего чека на 10.5% г/г, при этом рост количества покупок составил 1.6% г/г. Надо сказать, что за 9M14 дискаунтеры стали единственным форматом, где X5 удалось нарастить количество покупателей, тогда как в остальных сегментах трафик сохранился, в лучшем случае, на уровне прошлого года. Так, сопоставимые продажи гипермаркетов выросли на 5.3%, что было полностью обеспечено динамикой среднего чека при нулевом росте трафика, тогда как у супермаркетов рост LFL-выручки составил лишь 1.8% г/г (рост среднего чека на 3.5% г/г при снижении трафика на 1.6% г/г).

Как видно из приведенных цифр, основную поддержку увеличению LFL-выручки X5 по итогам 9M14 оказал относительно высокий рост потребительской инфляции. Вместе с тем, компания по-прежнему испытывает проблемы с оттоком покупателей, хотя сильные результаты 3K14 и привели к улучшению ситуации: если по итогам 1P14 в целом по X5 можно было видеть снижение трафика на 0.6% г/г, то за 9M14 количество покупок уже выросло на 0.9% г/г. Напомним, что еще в 4K13 компания запустила реновацию торговых площадей, в рамках которой приоритет был отдан формату дискаунтера, что и нашло отражение в опережающих темпах роста этого формата по итогам 9M14. В то же время, пока можно говорить лишь о том, что X5 удается постепенно возвращать покупателей, которые уходили из магазинов сети в течение 2013 г., и то, как видно из поквартальной динамики 9M14, – с переменным успехом.

В бумагах X5, как и на внутреннем рынке в целом, с началом украинского кризиса произошло заметное снижение ликвидности. Основная активность сейчас сосредоточена в выпусках X5 Финанс 04 и X5 Финанс БО-01 с дюрацией около 1 г. Последние крупные сделки в этих бумагах проходили с достаточно широкой вилкой в терминах спреда к ОФЗ – в диапазоне 200-270 бп. В то же время, последние сделки в ликвидных выпусках Магнита проходили с премией 170-210 бп к кривой ОФЗ, тогда как единственный относительно ликвидный бонд Ленты (S&P: B+/Stable) – Лента 03 – торгуется со спрэдом около 250 бп к суверенной кривой. На наш взгляд, в рамках сектора лучшим предложением по соотношению кредитного риска и доходности являются бумаги Ленты.

Динамика операционных показателей X5 RG за 9M14

	9M14	9M13	%
Всего магазинов, в т.ч.	5 005	4 187	-
Дискаунтеры ("Пятерочка")	4 342	3 568	21.7%
Гипермаркеты ("Карусель")	81	78	3.8%
Супермаркеты ("Перекресток")	389	382	1.8%
Магазины у дома ("Экспресс")	193	159	21.4%
Торговая площадь (тыс.кв.м.)	2 376	2 081	14.2%
Дискаунтеры ("Пятерочка")	1 580	1 302	21.4%
Гипермаркеты ("Карусель")	357	359	-0.6%
Супермаркеты ("Перекресток")	400	391	2.3%
Магазины у дома ("Экспресс")	39	29	34.5%
LFL-прирост 9M14 к 9M13	Продажи, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
Итого по Компании, в т.ч.	9.2%	8.2%	0.9%
Гипермаркеты ("Карусель")	5.3%	5.3%	0.0%
Супермаркеты ("Перекресток")	1.8%	3.5%	(1.6%)
Дискаунтеры ("Пятерочка")	12.3%	10.5%	1.6%
Магазины у дома ("Экспресс")	3.8%	5.1%	(1.2%)
млн. руб.	9M14	9M13	%
Розничная выручка, в т.ч.	451 036	382 906	17.8%
Дискаунтеры ("Пятерочка")	309 876	250 870	23.5%
Супермаркеты ("Перекресток")	83 265	79 624	4.6%
Гипермаркеты ("Карусель")	49 728	45 945	8.2%
Магазины у дома ("Экспресс")	7 299	5 644	29.3%
Интернет-торговля ("E5.RU")	869	824	5.5%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Наталья Толстошеина Кирилл Сычев
n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

ПИК БО-04: участие в новом выпуске целесообразно ближе к верхней границе маркируемого диапазона

Группа компаний ПИК после длительного перерыва (последний выпуск погашен в 2008 году) сегодня планирует открыть книгу заявок на размещение нового выпуска. Компания намерена разместить десятилетние биржевые облигации серии БО-04 объемом 5 млрд руб. с офертой через год. Ориентир по ставке купона составляет 13.25%-13.75% годовых, что соответствует доходности к оферте 13.69%-14.22% годовых при дюрации 0.97 г.

Группа компаний ПИК входит в пятерку крупнейших российских строительных компаний по объему введенного в эксплуатацию жилья за 2013 год. ПИК осуществляет полный цикл строительных работ: производство строительных материалов и конструкций, строительство собственных и сторонних объектов, реализация жилой недвижимости. Бизнес компании в основном сосредоточен на строительстве жилья экономического класса. Портфель нереализованной недвижимости компании в разной стадии готовности на 31 декабря 2013 г. составлял 6 922 тыс. кв. м, 59% площадей расположены в Московском регионе. Компания контролируется тремя физическими лицами: С.Гордеевым (19.9%), М.Шишхановым (17.2%) и А.Мамутом (16%), остальной пакет акций в размере 46.9% находится в свободном обращении.

Группа компаний ПИК заметно улучшила свой кредитный профиль за последние несколько лет. В частности, в 2013 году существенно, в пределах 8%-21%, выросли цены реализации недвижимости компании в Москве, Новой Москве и регионах, при этом продажи площадей в 2013 году увеличились по сравнению с высокой базой 2012 года на 3% до 677 тыс. кв. м. Увеличение авансов от покупателей недвижимости стало одним из основных драйверов роста чистого операционного денежного потока компании за 2013 год на 77.2% г/г до 12.5 млрд руб., что было достаточно для финансирования расходов на CAPEX на 4.1 млрд руб. Кроме того, в прошлом году Группа компаний ПИК разместила собственные акции на сумму 10.4 млрд руб. Свободные средства компания направила на пополнение денежных средств на счетах и погашение долга. В результате, чистый долг сократился с 38.1 млрд руб. на 01 января 2013 г. до 18 млрд руб. на 31 декабря 2013 г., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA – с 3.5x до 1.3x.

В 1П14 конъюнктура на рынке недвижимости изменилась: продажи площадей сократились на 25% г/г до 218 тыс. кв. м, а средние цены реализации недвижимости замедлили свой рост. В результате, в 1П14 краткосрочная торговая и прочая кредиторская задолженность компании (состоит преимущественно из авансов покупателей, формирующих значительную часть операционных поступлений) уменьшилась с 53.2 млрд руб. до 47.3 млрд руб. Тем не менее, в 1П14 Группа компаний ПИК заметно сократила запасы, а также торговую и прочую дебиторскую задолженность, в результате чистый оборотный капитал компании в 1П14 практически не изменился. В 1П14 чистый операционный денежный поток сократился на 44.5% до 2.5 млрд руб., за счет данных средств компания осуществляла расходы на CAPEX, а также продолжила сокращать кредитный портфель. Так, чистый долг компании на 30 июня 2014 г. уменьшился до 15.6 млрд руб., отношение net debt/EBITDA LTM – до 1.1x.

В целом, несмотря на заметное улучшение финансовых метрик, риски рефинансирования долга компании остаются существенными, поскольку в структуре кредитного портфеля на 30 июня 2014 г. 95.3% (24.1 млрд руб.) составляет краткосрочный долг. В целях рефинансирования Группа компаний ПИК планирует разместить серию облигационных выпусков: у компании зарегистрировано 7 выпусков на сумму 29 млрд руб. Кроме рисков рефинансирования, для компании характерны риски строительной отрасли, связанные с возможным снижением спроса на недвижимость и обострением конкуренции среди строительных компаний Московского региона.

В настоящее время на долговом рынке присутствуют две крупные строительные компании: ЛСР (-/B2/B) и ЛенСпецСМУ (B+/-/-). В то же время, выпуски данных компаний являются неликвидными, что отражает слабый интерес инвесторов к рискам строительного сектора в настоящее время. Доходность облигаций ЛенСпецСМУ 02 по последним бидам составляет 15.8% при дюрации 1.92 года, последние сделки проходили на уровне YTM 12.4%. Доходность выпуска ЛСР БО-04 при дюрации 0.96 года составляет 12.8% (по последним бидам). Таким образом, премия маркируемого выпуска к доходности близких по дюрации облигаций ЛСР БО-04 находится в диапазоне 90 бп-140 бп. Учитывая премию за первичное размещение облигаций Группы компаний ПИК, а также большой объем краткосрочного долга, мы считаем, что инвесторам, терпимым к рискам строительного сектора, целесообразно участие в новом выпуске ПИК БО-04 ближе к верхней границе маркируемого диапазона.

ПИК БО-04

Основные параметры выпуска

Эмитент	ОАО "Группа юнганий ПИК"
Рейтинги (S&P/MF)	B / - / -
Ломбардный список ЦБ	Соответствует требованиям
Объем	5 000 млн руб.
Срок обращения	10 лет
Оферта	Через 1 год @ 100%
Купонные выплаты	Полугодовые
Ориентир по купону	13.25%-13.75% годовых
Ориентир по УТР	13.69%-14.22% годовых
Дюрация	0.97 г.
Тип размещения	Букбилдинг
Закрытие книги	10 октября 2014 г.
Размещение на ФБ ММВБ	15 октября 2014 г.
Организаторы	Sberbank CIB, ФК Открытие, ВТБ Капитал
Технический андеррайтер	ФК Открытие

Источник: Данные Организаторов, расчеты Банка ЗЕНИТ

Ключевые финансовые показатели Группы компаний ПИК по МСФО за 6 мес. 2014г.

млн. руб.	1П14	1П13	%
Выручка	28 634	25 041	14.3%
Валовая прибыль	7 433	7 086	4.9%
EBITDA	5 798	5 824	-0.4%
Чистая прибыль	1 464	2 630	-44.3%
Рентабельность по EBITDA	20.2%	23.3%	-3.1 пп
Валовая рентабельность	26.0%	28.3%	-2.3 пп
Чистая рентабельность	5.1%	10.5%	-5.4 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	5 989	6 107	-1.9%
Чистый операцион. ден. поток	2 543	4 585	-44.5%
CAPEX	746	1 121	-33.5%
Свободный денежный поток	1 797	3 464	-48.1%
млн. руб.	1П14	2013	%
Активы	108 280	117 231	-7.6%
в т.ч. денежные средства	9 704	11 089	-12.5%
Долг	25 264	29 100	-13.2%
доля краткосрочного долга	95.3%	87.5%	+7.7 пп
Чистый долг	15 560	18 011	-13.6%
Капитал	22 082	20 623	7.1%
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.2x	-
Долг/EBITDA LTM	1.8x	2.1x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	1.1x	1.3x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.2x	1.8x	-
Долг/Капитал	1.1x	1.4x	-

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

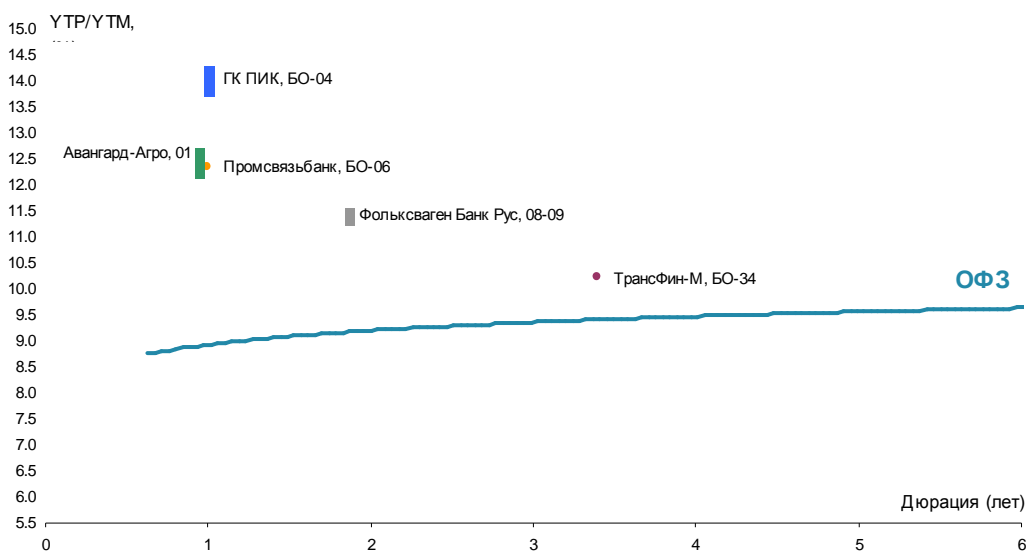
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Россельхозбанк, БО-13	- / Ваа3 / BBB-	да	5 000	11.41	06.10.2014	10.10.2014	нет / 6.27 г	нет / 10 лет
Россельхозбанк, БО-14	- / Ваа3 / BBB-	да	5 000	11.41	06.10.2014	13.10.2014	нет / 6.27 г	нет / 10 лет
Трансфин-М, БО-34	NR	нет	2 500	10.25	09.10.2014	13.10.2014	нет / 3.39 г	4 г / 10 лет
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	12.10-12.63	10.10.2014	14.10.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
ГК ПИК, БО-04	B / - / -	да	5 000	13.69-14.22	10.10.2014	15.10.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	11.30-11.62	09.10.2014	15.10.2014	нет / 1.84 г	2 г / 5 лет
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	11.30-11.62	09.10.2014	16.10.2014	нет / 1.84 г	2 г / 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	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Ва1 / BBB	да	4 000	1.5 / 100%	11.51-11.73	11.73	08.10.2014	нет / 1.42 г
Татфондбанк, БО-11 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	12.66	12.66	07.10.2014	нет / 0.91 г
Промсвязьбанк, БО-06	BB- / Ва3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Ваа3 / BBB	да	3 000	2.4 / 100%	11.04-11.57	11.09	30.09.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, БО-01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	13.37-13.92	13.65	29.09.2014	нет / 0.72 г
Российский Капитал, БО-01 (вторич.)	- / - / B+	да	2 385	н/д / 100%	н/д	12.34	29.09.2014	0.93 г / 2 г
Газпромбанк, БО-10	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	11.30-11.57	11.09	26.09.2014	нет / 1 г
МОЭСК, БО-04	BB / Ва2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.83	11.30	25.09.2014	нет / 2.62 г
Трансфин-М, БО-28	BBB- / Ваа3 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	23.09.2014	нет / 4.01 г
Райффайзенбанк, БО-04	BBB- / Ваа3 / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.78	22.09.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-13	BB+ / Ва1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	11.62-12.04	11.99	18.09.2014	нет / 1.84 г
Альфа-Банк, БО-14	BB+ / Ва1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.36	12.31	18.09.2014	нет / 2.60 г
Обувьрус, БО-04	NR	нет	1 000	н/д / 100%	11.46-12.55	12.01	12.09.2014	нет / 1.81 г
Запсибкомбанк, БО-04	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.42	13.42	04.09.2014	нет / 0.5 г
Внешэкономбанк, БО-11	BBB- / Ваа1 / BBB	да	20 000	н/д / 100%	н/д	10.11	04.09.2014	нет / 8.02 г
КБ НацСтандарт, БО-02 (допразм.)	- / B3 / -	да	1 000	н/д	н/д	12.26	03.09.2014	нет / 0.37 г
АКБ Пересвет, БО-02	B+ / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.77-12.88	12.88	29.08.2014	нет / 1 г
Русфинанс Банк, 12	BBB- / Ва1 / BBB	да	3 000	н/д / 100%	н/д	11.18	28.08.2014	нет / 1.85 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.

