

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 9M14 и давно ожидаемое улучшение прогноза компании на текущий год

Сегодня X5 RG опубликовала финансовый отчет по итогам 9M14, показатели которого мы оцениваем позитивно. Так, выручка X5 в долларовом эквиваленте выросла на 5% г/г (до 12 755 млн. долл.), а показатель EBITDA – на 6.7% г/г (до 913 млн. долл.). В результате, уровень рентабельности по EBITDA компании повысился до 7.2% (+0.2 пп г/г). По сравнению с началом года уровень долговой нагрузки X5 в долларах заметно снизился, составив 2.1x в терминах чистый долг / EBITDA LTM против 2.6x на конец 4K13. Это снижение было обусловлено, главным образом, значительным ростом курса доллара (весь долг компании номинирован в рублях) в течение этого года. В рублях долговая нагрузка X5 к концу года составила 2.4x в терминах чистый долг / EBITDA LTM.

В целом, по итогам 9M14 компания, на наш взгляд, продемонстрировала весьма неплохие для себя результаты, в том числе в части динамики сопоставимых продаж (рост на 9.2% г/г), что свидетельствует о позитивном эффекте запущенной в конце прошлого года реорганизации и реновации торговых форматов X5. Свободный денежный поток по итогам 9M14 находился в небольшом минусе (-44 млн. долл.), однако дефицит заметно сократился по сравнению с прошлым годом (-251 млн. долл.). В то же время, X5 показала кратный рост чистых операционных поступлений по сравнению с прошлым годом (в 2.3 раза), однако этого оказалось недостаточно для покрытия инвестиций. Объем CAPEX за 9M14 составил 466 млн. долл. (+7.8% г/г) или 0.5x EBITDA, деньги были потрачены, в основном, на реновацию магазинов. Дефицит средств был покрыт за счет накопленной ликвидности: объем денежных средств на балансе X5 сократился к концу 3K14 более чем в 2 раза по сравнению с началом года и составил 99 млн. долл.

На конец 9M14 сумма долга X5 сократилась в долларовом эквиваленте на 19.6% по сравнению с началом года и составила 2 735 млн. долл., что было обусловлено, главным образом, ослаблением рубля за 9M14 более чем на 20% по сравнению с уровнем начала года. В рублях сокращение долга X5 по сравнению с началом года составило 2.5%. В результате, отношение чистый долг / EBITDA, рассчитанное на основе долларовых показателей, снизилось к концу 3K14 до 2.1x (против 2.6x на начало года), а в рублях – до 2.4x.

Наиболее интересным моментом стало улучшение прогнозов по темпам роста на текущий год, хотя нельзя сказать, что пересмотр был неожиданным, а скорее, наоборот – X5, по сути, привела прогноз в соответствие с фактическими темпами на протяжении последних 3-х кварталов. Новый ориентир предполагает увеличение выручки в рублях на 17-19% (ранее на 10-12%), а прогноз по рентабельности по EBITDA повышен до 7.2-7.5% (ранее 6.8%-7.2%). В то же время, прогноз по CAPEX снижен до 34 млрд. руб. против изначальных 40 млрд. руб.

Сегмент потребительских компаний, как, впрочем, и рублевый рынок в целом (за редким исключением), сейчас характеризуется достаточно ограниченным уровнем ликвидности. Так, биды в бумагах X5 стоят в достаточно широком диапазоне, что транслируется в спрэд к кривой ОФЗ от 250 бп до более чем 400 бп, при этом большинство котировок все же дают спрэд на уровне 300 бп или чуть более. На наш взгляд, наиболее привлекательной потенциальной покупкой по соотношению предлагаемой доходности и кредитного риска в рамках сегмента являются бумаги Ленты. Так, биды по выпуску Лента 03 транслируются в спрэд к суверенной кривой порядка 330-340 бп.

Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 9M14

млн. долл.	9M14	9M13	%
Выручка	12 755	12 147	5.0%
EBITDA	913	855	6.7%
Операционная прибыль	578	535	8.2%
Чистая прибыль	278	209	33.3%
Рентабельность по EBITDA	7.2%	7.0%	0.1 пп
Операционная рентабельность	4.5%	4.4%	0.1 пп
Чистая рентабельность	2.2%	1.7%	0.5 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	911	867	5.1%
Чистый операцион. ден. поток	422	182	x2.3
CAPEX	466	432	7.8%
Свободный денежный поток	(44)	(251)	-82.5%

млн. долл.	9M14	2013	%
Активы	7 618	9 224	-17.4%
в т.ч. денежные средства	99	233	-57.4%
Долг	2 735	3 402	-19.6%
доля краткосрочного долга	16.5%	28.3%	-11.8 пп
Чистый долг	2 635	3 169	-16.8%
Капитал	2 211	2 377	-7.0%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	2.2x	2.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.1x	2.6x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.9x	3.7x	-
Долг/Капитал	1.2x	1.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

О'Кей (Fitch: B+/Positive): слабый отчет как за 3К14, так и за 9М14 в целом, бумаги компании малопривлекательны

Вчера Группа О'Кей опубликовала операционные итоги и отдельные показатели финансовой отчетности за 3К14 и 9М14 в целом. Компания вновь не порадовала инвесторов, продемонстрировав замедление темпов роста выручки в 3К14 (до 7.2% г/г), при этом темпы роста на протяжении первых 2-х кварталов этого года также нельзя было назвать высокими (12-13% г/г). Несколько лучше выглядит динамика операционной прибыли: рост EBITDA в 3К14 составил 38.4% г/г, а рентабельность по EBITDA выросла до 7.4% (+1.6 пп г/г). Этот рост операционной рентабельности можно назвать, пожалуй, единственным существенным позитивным моментом в рамках опубликованных данных: О'Кей смогла повысить прибыльность, несмотря на существенный рост расходов на маркетинг и продвижение в 3К14 (на 34% г/г), что было компенсировано за счет агрессивного сокращения издержек, в первую очередь расходов на ФОТ.

Показатели за 9М14 в целом также не вызывают особого энтузиазма. Так, рост выручки с начала года составил всего 10.6% г/г (до 108.5 млрд. руб.), а EBITDA – 22.2% г/г (до 7.5 млрд. руб.), как результат рентабельность по EBITDA увеличилась до 6.9% (0.7 пп г/г). Рост выручки был обеспечен почти полностью за счет фактора расширения сети: общая торговая площадь О'Кей выросла на 13.3% г/г (до 512 тыс. кв. м), тогда как рост сопоставимых продаж за тот же период составил лишь 1.9% г/г. Слабый рост показателя стал результатом оттока покупателей, с которым сеть столкнулась по итогам 9М14 – трафик снизился на 3.5% г/г, а положительную динамику LFL-выручки целиком обеспечил рост среднего чека на 5.6% г/г. Отметим, что О'Кей демонстрирует худшую динамику сопоставимых продаж среди крупных продуктовых ритейлеров в этом году, уступив даже X5 (рост LFL-выручки за 9М14 составил 9.2% г/г), который долгое время был аутсайдером по темпам роста, а также стала единственной компанией, которая столкнулась с оттоком покупателей (у X5 трафик вырос на 0.9% г/г, а в сегменте гипермаркетов X5 удалось сохранить показатель на уровне прошлого года). Куда более контрастно результаты Группы О'Кей смотрятся в сравнении с показателями своего близкого конкурента – Ленты (B+/B1/-). Рост выручки Ленты за 9М14 составил 36.3% г/г, а сопоставимых продаж – 12% г/г, при этом компании, в отличие от О'Кей, удалось увеличить трафик своих гипермаркетов на 5.3% г/г. Среди причин слабых результатов 3К14 и 9М14 в целом менеджмент О'Кей называет как раз усиление конкуренции, а также отмечает, что, по их мнению, замедление экономики сказалось соответствующим на поведении потребителей, которые начали экономить. Кроме того, введенное Россией эмбарго на импорт ряда европейских товаров, к которому компания не смогла достаточно быстро адаптироваться, также внесло свою лепту в снижение количества покупок. В этом отношении мы бы хотели отметить, что изменение поведения потребителей пока не прослеживается в отчетах других ключевых игроков. Как уже отмечалось, наиболее близкая к О'Кей в операционном смысле Лента по-прежнему показывает высокие темпы роста. Кроме того, интересным моментом является то, что в 3К14 О'Кей сменила ряд ключевых менеджеров, в том числе коммерческого директора. То есть слабые показатели компании могут быть отчасти объяснены сменой части руководства, здесь достаточно вспомнить историю X5, где постоянные изменения в менеджменте достаточно плачевно сказывались на темпах роста компании.

На фоне слабых результатов по итогам 9М14 О'Кей вновь понизила прогноз по ключевым показателям на текущий год (напомним, что ориентиры уже понижались по итогам отчетности за 1К14). Теперь компания ожидает рост выручки в диапазоне 7-9% г/г (прежний прогноз предполагал рост на 12-16% г/г), а рентабельность по EBITDA теперь должна составить 7.5-8.0% (ранее – около 8%). Кроме того, на наш взгляд, О'Кей достаточно трудно будет уложиться в прогноз по росту сопоставимых продаж (ожидаются на уровне 5-6% г/г) с учетом результатов за 9М14. Исходя из реально демонстрируемых О'Кей результатов очевидно, что пересмотр прогнозов вполне обоснован, а этот год станет далеко не самым лучшим для компании, в то время как остальные крупные игроки по-прежнему демонстрируют хорошие темпы роста (то есть менеджменту О'Кей, на наш взгляд, не стоит слишком переоценивать негативное влияние ухудшения внешней среды), а X5 и Магнит и вовсе растут лучше собственных прогнозов.

Динамика операционных и финансовых показателей сети О'Кей за 9М14

	9М14	9М13	%
Всего магазинов, в т.ч.	98	87	-
Гипермаркеты	64	56	14.3%
Супермаркеты	34	31	9.7%
Торговая площадь, тыс.кв.м.	512	452	13.3%
Гипермаркеты	469	412	13.8%
Супермаркеты	43	41	4.9%

	9М14	9М13	%
LFL-Выручка	1.9%	8.1%	-6.2 пп
Средний чек	5.6%	7.1%	-1.5 пп
Трафик	-3.5%	0.9%	-4.4 пп

млн. руб.	9М14	9М13	%
Выручка	108 535	98 173	10.6%
Валовая прибыль	25 954	22 257	16.6%
EBITDA	7 535	6 165	22.2%
Чистая прибыль	2 714	2 168	25.2%
Валовая рентабельность	23.9%	22.7%	1.2 пп
Рентабельность по EBITDA	6.9%	6.3%	0.7 пп
Чистая рентабельность	2.5%	2.2%	0.3 пп

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

В бумагах потребительского сектора, как и по всему рынку, с началом кризиса на Украине произошло заметное сжатие ликвидности. Наиболее ликвидный выпуск О'Кей 02 примерно с годовой дюрацией дает спрэд к ОФЗ по последним сделкам на уровне 290 бп, тогда как текущие биды в бумаге транслируются в спрэд 350-380 бп. В то же время, ликвидный выпуск Лента 03 с немного более длинной дюрацией (1.2 г) по последним сделкам торгуется со спрэдом к суверенной кривой на уровне 240-250 бп, тогда как биды по бумаге дают спрэд 330-340 бп, что, на наш взгляд, делает их более интересной покупкой с учетом более сильных кредитных метрик и темпов роста сети.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

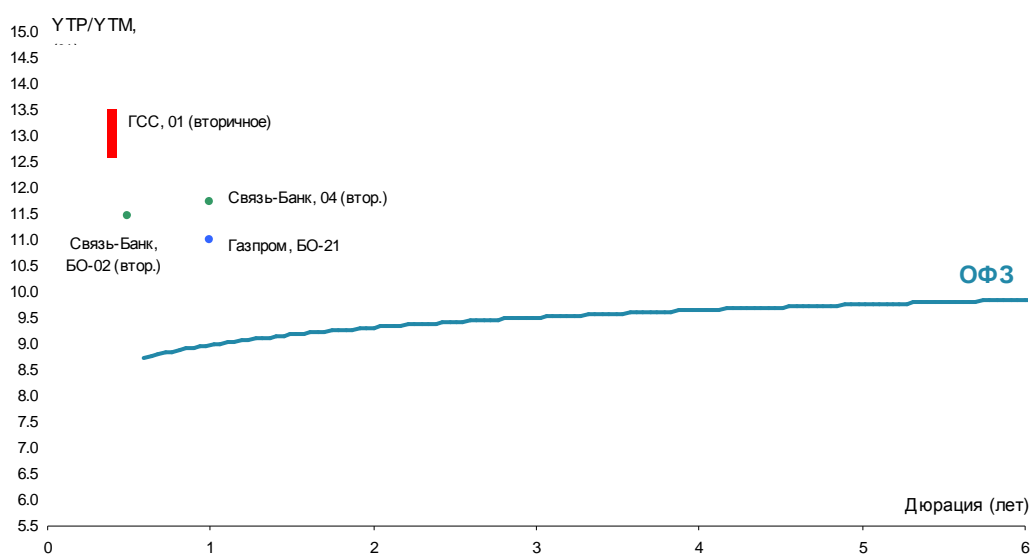
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашения
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 11.72	23.10.2014	24.10.2014	нет / 1 г	1 г / 6.5 лет
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	10.99	21.10.2014	28.10.2014	н/д	1 г / 30 лет
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	до 4 000	12.56-13.44	29.10.2014	30.10.2014	нет / 0.38 г	0.4 г / 2.4 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 11.45	30.10.2014	31.10.2014	нет / 0.49 г	0.5 г / 1.5 г

Цвета выделены в 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
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Baa1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-34	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	13.10.2014	нет / 3.39 г
Россельхозбанк, БО-14	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	13.10.2014	нет / 6.27 г
Россельхозбанк, БО-13	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	10.10.2014	нет / 6.27 г
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Baa1 / 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- / Baa3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Baa3 / 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- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	11.30-11.57	11.09	26.09.2014	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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	evgenia.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

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.