БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

X5 RG (B+/B2/BB): позитивная динамика в финансовом отчете за 2014 г., бумаги компании оценены справедливо

В конце прошлой недели X5 RG опубликовал консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 2014 г., которая в целом произвела на нас позитивное впечатление. В 2014 г. компания продемонстрировала неплохую динамику по большинству финансовых показателей, в первую очередь, заметно нарастив выручку на 18.6% (до 633.8 млрд руб.) и показатель EBITDA на 19.6% (до 45.8 млрд руб.), при этом, рентабельность по EBITDA осталась неизменной по сравнению с 2013 г. и составила 7.2%. В целом результаты компании не стали открытием и были вполне ожидаемы, учитывая неплохие операционные показатели, опубликованные ранее и промежуточные отчеты.

В 2014 г. рост розничной выручки был обеспечен как за счет высоких для X5 темпов роста LFL-продаж (9.8% г/г), так и увеличения общей торговой площади на 15.7% г/г (до 2 572 тыс. кв м). В свою очередь, увеличение сопоставимых продаж стало, в основном, результатом роста цен (средний чек вырос на 9.2% г/г), однако по итогам года X5 все же удалось показать минимальный прирост трафика (на 0.6% г/г). В разрезе торговых форматов основной вклад в общую выручку внес формат дискаунтеров (порядка 70% от общей выручки в 2014 г.), который на фоне возрастающей потребительской инфляции и снижающихся реальных зарплат населения, на наш взгляд, и в 2015 г. продолжит оставаться ключевым драйвером роста.

Свободный денежный поток X5 в 2014 г. заметно сузился по сравнению с 2013 г., но все же остался в плюсе на уровне 307 млн руб. Основной причиной изменений послужило наращивание компанией запасов, а также заметный рост CAPEX на 39.1% г/г (до 28.2 млрд руб.). Отметим, что главной статьей капрасходов прошедшего года стала масштабная реновация магазинов. В этих условиях необходимости привлечения заемного финансирования перед компанией не стояло, но X5 все же нарастила долг на 18.5% (до 130.9 млрд руб.), тем самым аккумулировав на балансе внушительную подушку ликвидности в размере 25.6 млрд руб. Несмотря на рост заемных средств, долговая нагрузка компании в терминах Долг/EBITDA сохранилась на уровне 2013 г., при этом за вычетом денежных средств показатель выглядел значительно лучше, чем в 2013 г. и составил Ч.Долг/EBITDA 2.3x. В качестве позитивного момента отчетности также можно выделить существенное сокращение доли краткосрочных обязательств с 27.8% в 2013 г. до 12.1%, которое в конечном счете при наличии подушки ликвидности, перекрывающей его в полной мере, делает риски рефинансирования для компании минимальными, а также является одним из значимых аргументов для повышения кредитных рейтингов от Moody's и Standard & Poor's, по которым в прошлом году прогноз по рейтингам был изменен со «стабильного» на «позитивный». Отметим, что в феврале этого года Fitch уже присвоило X5 Retail Group N.V. кредитный рейтинг на две-три ступени выше других агентств на уровне «BB», прогноз по рейтингам «стабильный», объясняя это «сильными рыночными позициями X5, хорошими операционными показателями за 2014 г., которые, сохранятся в среднесрочной перспективе, а также умеренным левериджем в сочетании с приемлемой финансовой гибкостью благодаря ограниченным валютным рискам, масштабируемым капвложениям и адекватным показателям краткосрочной ликвидности группы».

Несмотря на неплохие финансовые результаты и недавнее получение кредитного рейтинга от Fitch, выпуски X5 Финанс характеризуются довольно низкой ликвидностью и, на наш взгляд, не представляют особых идей, предлагая к более коротким выпускам Магнита, который обладает более устойчивым кредитным профилем и высокими темпами роста, по бидам премию в размере 60-100 бп.

Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 2014 г.

млн. руб.	2014	2013	%%
Выручка	633 873	534 560	18.6%
EBITDA	45 860	38 350	19.6%
Операционная прибыль	28 288	25 296	11.8%
Чистая прибыль	12 691	10 984	15.5%
Рентабельность по EBITDA	7.2%	7.2%	0.1 пп
Операционная рентабельность	4.5%	4.7%	-0.3 пп
Чистая рентабельность	2.0%	2.1%	-0.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	45 766	38 817	17.9%
Чистый операцион. ден. поток	28 567	28 387	0.6%
CAPEX	28 260	20 322	39.1%
Свободный денежный поток	307	8 065	-96.2%
млн. руб.	**2014**	**2013**	**%%**
Активы	350 920	302 097	16.2%
в т.ч. денежные средства	25 623	7 611	236.7%
Долг	130 986	110 527	18.5%
доля краткосрочного долга	12.1%	27.8%	-15.7 пп
Чистый долг	105 363	102 916	2.4%
Капитал	90 558	77 806	16.4%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.5x	-
Долг/EBITDA LTM	2.9x	2.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.3x	2.7x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.9x	3.7x	-
Долг/Капитал	1.4x	1.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей X5 RG за 2014 г.

	2014	2013	%%
Всего магазинов, в т.ч.	**5 483**	**4 544**	-
Дискаунтеры ("Пятерочка")	4 789	3 882	23.4%
Гипермаркеты ("Карусель")	82	83	-1.2%
Супермаркеты ("Перекресток")	403	390	3.3%
Магазины у дома ("Экспресс")	209	189	10.6%
Торговая площадь (тыс.кв.м.)	**2 572**	**2 223**	**15.7%**
Дискаунтеры ("Пятерочка")	1 754	1 414	24.0%
Гипермаркеты ("Карусель")	359	376	-4.5%
Супермаркеты ("Перекресток")	416	398	4.5%
Магазины у дома ("Экспресс")	44	35	23.8%

LFL-прирост 2014 к 2013	Продажи, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
Итого по Компании, в т.ч.	**9.8%**	**9.2%**	**0.6%**
Гипермаркеты ("Карусель")	**5.1%**	7.1%	(1.8%)
Супермаркеты ("Перекресток")	**2.1%**	5.2	(2.9%)
Дискаунтеры ("Пятерочка")	**13.3%**	11.5%	1.6%
Магазины у дома ("Экспресс")	**3.3%**	5.2%	(1.8%)

млн. руб.	2014	2013	%%
Розничная выручка, в т.ч.	**631 930**	**532 692**	**18.6%**
Дискаунтеры ("Пятерочка")	435 820	348 390	25.1%
Супермаркеты ("Перекресток")	115 648	110 662	4.5%
Гипермаркеты ("Карусель")	69 377	64 307	7.9%
Магазины у дома ("Экспресс")	10 135	7 902	28.3%
Интернет-торговля ("E5.RU")	950	1 431	-33.6%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

O'Кей (Fitch: B+/ Stable): слабый финансовый отчет, выпуски компании самые доходные в сегменте продуктового ритейла

В пятницу розничная сеть О'кей опубликовала отчетность за 2014г. по МСФО. Данные выглядят слабо как на фоне прошлых результатов компании, так и динамики сектора в целом. Основные выводы из отчета представлены ниже:

- Рост выручки компании составил 9% г/г на фоне почти нулевого прироста показателя сопоставимых продаж и 13%-ного роста торговой площади. Такие результаты сложно назвать удовлетворительными. Косвенно об этом могут свидетельствовать снижение прогноза годовых результатов по показателям продаж и трафика покупателей в 1П, а также существенные перестановки в команде менеджеров, на которые компания пошла в 3К.
- Рентабельность компании в целом сохранилась на уровне 2013г. О'кей удавалось довольно успешно экономить на закупочных ценах и бонусных вознаграждениях персоналу, а рост расходов был связан с арендными платежами (открытие новых магазинов и рост стоимости аренды в валюте), а также увеличением рекламного бюджета.
- Капвложения в 2014 находились на высоком для компании уровне и почти вдвое превысили чистые операционные поступления. Это обусловило внушительный рост кредитного плеча: чистое привлечение нового долга О'кей за год составило почти 15 млрд руб., чистый долг на конец года удвоился, а отношение Ч.Долг/EBITDA выросло до 2.3х. Компания утратила преимущество низкого уровня долга по сравнению с конкурентами и приблизилась к X5 и Ленте по показателю Ч.Долг/EBITDA, имея при этом более сдержанные показатели роста продаж и торговых площадей.

Представленные результаты, на наш взгляд, пока выглядят скорее нейтрально с точки зрения заявленных рейтинговых ограничений. На данном этапе О'кей всё еще сохраняет ощутимый запас над значениями рентабельности и долговой нагрузки, обозначенными Fitch в качестве «пограничных» для снижения прогноза по рейтингу. В этом контексте тревожно выглядит ухудшение показателя сопоставимых продаж (существенно ниже средних показателей сектора), а также активизация капвложений в сочетании с ухудшением условий на внутренним рынке капитала, которое, скорее относится к категории системных рисков. Однако, на наш взгляд, влияния этих факторов вряд ли будет достаточным для негативных рейтинговых действий, пока О'кей сохраняет достаточную рентабельность (EBITDAR > 9% при текущих 9.9%) и находится в заявленных рамках показателей долговой нагрузки.

Рублевые бумаги компании малоликвидны. Выпуски О'Кей индикативно торгуются с доходностью 17.4 – 17.9% на дюрации соответственно 0.7 и 1.4 года, что трансформируется в спред к текущей кривой ОФЗ в 430-490 бп. Бумаги компании являются самыми доходными в сегменте продуктового ритейла: доходности расположенных в пределах полуторалетнего отрезка кривой выпусков Магнита и X5 не превышают 16%, индикативные биды в годовых выпусках Ленты находятся на уровне 16.8%.

Ключевые финансовые показатели О'Кей за 2014

млн. руб.	2014	2013	%%
Выручка	151 983	139 460	9.0%
EBITDA	11 270	11 032	2.2%
Операционная прибыль	8 565	7 876	8.7%
Чистая прибыль	5 226	4 976	5.0%
Рентабельность по EBITDA	7.4%	7.9%	-0.5 пп
Операционная рентабельность	5.6%	5.6%	-
Чистая рентабельность	3.4%	3.6%	-0.1 пп
Чистый операцион. ден. поток	9 837	9 749	0.9%
CAPEX	18 504	2 920	x2.6
Свободный денежный поток	(8 667)	6 829	x2.8
млн. руб.	**2014**	**2013**	**%%**
Активы	86 578	64 647	33.9%
в т.ч. денежные средства	5 810	3 007	93.2%
Долг	32 080	16 754	91.5%
доля краткосрочного долга	38.7%	13.8%	24.9 пп
Чистый долг	26 270	13 747	91.1%
Капитал	24 197	21 399	13.1%
CAPEX/EBITDA	1.6x	0.3x	-
Долг/EBITDA LTM	2.8x	1.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.3x	1.2x	-
EBITDA/Процентные платежи	4.8x	9.2x	-
Долг/Капитал	1.3x	0.8x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

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	Наталия Толстошеина	n.tolstosheina@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

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.