

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков *e.cherdakov@zenit.ru* Кирилл Сычев *k.sychev@zenit.ru*

X5 RG (BB-/B1/BB): хороший финансовый отчет за 1K15, облигации компании выглядят интересно в рамках сектора

Вчера X5 RG опубликовал финансовый отчет 1K15, который мы оцениваем как достаточно сильный. Так, по итогам прошлого квартала выручка компании выросла на 26.7% г/г (до 182.3 млрд. руб.), а EBITDA – на 34% г/г. Это позволило нарастить рентабельность по EBITDA до 7.2% (+0.4 пп г/г). В то же время, долговая нагрузка на конец 1K15 не сильно изменилась по сравнению с началом года, составив 2.4x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.3x на конец 4K14) – прирост EBITDA в 1K15 почти полностью компенсировал сокращение ликвидных остатков на балансе компании.

В 1K15 рекордные для X5 темы роста финансовых результатов обеспечили как расширение торговых площадей (на 20.2% г/г), так и рост сопоставимых продаж на 17.1% г/г. В свою очередь, быстрый рост сопоставимых продаж стал результатом высокой продуктовой инфляцией и того, что основу торговой сети X5 составляют наиболее защищенные в условиях сокращения доходов населения дискаунтеры, в которые ушли покупатели из более «дорогих» форматов. Так, по итогам прошлого квартала трафик в «Пятерочках» вырос на 5.2% г/г, тогда как в супермаркетах – упал на 6% г/г, а в гипермаркетах – на 1.4% г/г.

Свободный денежный поток X5 по итогам 1K15, как и год назад, оказался в зоне отрицательных значений, составив -10 млрд. руб. И это несмотря на хороший рост операционных поступлений, которые выросли почти в 1.5 раза к уровню прошлого года (до 13.6 млрд. руб.). Дефицит средств стал результатом масштабных сезонных инвестиций в оборотный капитал: компания одновременно наращивала запасы и гасила задолженность перед поставщиками. Кроме того, в 1K15 инвестиционные расходы выросли на 58.8% г/г и составили 7.7 млрд. руб. или 0.6x EBITDA. Такой рост был связан с тем, что по итогам 1K15 было открыто в 2 раза больше объектов, чем в прошлом году, а также с финансированием программы реновации старых магазинов. Отрицательный свободный денежный поток в 1K15 был покрыт за счет накопленной на балансе ликвидности. Так, денежные средства и эквиваленты у X5 на конец 1K15 уменьшились на 20.5 млрд. руб., из них одну половину направили на покрытие дефицита, а другую – на погашение долга.

Долг X5 на конец 1K15 снизился на 7.7% по сравнению с 4K14 и составил 121.5 млрд. руб., при этом доля краткосрочных обязательств сохранилась на невысоком уровне, составив 12.6%. Сокращение подушки ликвидности на балансе компании было в значительной мере компенсировано ростом EBITDA в 1K15, однако долговая нагрузка все же чуть выросла – до уровня в 2.4x чистый долг / EBITDA LTM на конец 1K15, тогда как в начале года показатель составлял 2.3x. В целом, можно отметить, что пока X5 удается обращать ухудшение общеэкономической ситуации себе на пользу: в течение 2014 г компания последовательно улучшала ситуацию с уровнем долговой нагрузки, а начиная с 4K14 заметно ускорились темпы роста выручки и прибыли. Наконец, важным событием стало и ожидавшееся нами ранее повышение рейтингов X5: в начале этого месяца рейтинг от S&P был повышен на одну ступень (до BB- со «стабильным» прогнозом), а на днях их примеру последовало и Moody's, повысив рейтинг до B1 (прогноз «стабильный»). Напомним, что первым агентством, присвоившим X5 рейтинг на уровне «BB» в феврале этого года стало Fitch, отметив «сильные рыночные позиции X5, хорошие операционные показатели за 2014 г., которые сохраняются в среднесрочной перспективе, а также умеренный левередж в сочетании с приемлемой финансовой гибкостью благодаря ограниченным валютным рискам, масштабируемым капвложениям и адекватным показателям

Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 1K15

млн. руб.	1K15	1K14	%
Выручка	182 725	144 167	26.7%
EBITDA	13 129	9 796	34.0%
Операционная прибыль	9 068	5 907	53.5%
Чистая прибыль	4 110	2 469	66.5%
Рентабельность по EBITDA	7.2%	6.8%	0.4 пп
Операционная рентабельность	5.0%	4.1%	0.9 пп
Чистая рентабельность	2.2%	1.7%	0.5 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	13 573	9 196	47.6%
Чистый операцион. ден. поток	(2 251)	(4 632)	-51.4%
CAPEX	7 746	4 878	58.8%
Свободный денежный поток	(9 997)	(9 510)	5.1%

млн. руб.	1K15	2014	%
Активы	337 616	350 920	-3.8%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	5 103	25 623	-80.1%
Долг	121 529	131 679	-7.7%
<i>доля краткосрочного долга</i>	12.6%	12.6%	-
Чистый долг	116 426	106 056	9.8%
Капитал	94 679	90 558	4.6%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	2.5x	2.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.4x	2.3x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.3x	3.9x	-
Долг/Капитал	1.3x	1.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей X5 RG за 1K15

	1K15	1K14	%
Всего магазинов, в т.ч.	5 639	4 618	-
Дискаунтеры ("Пятерочка")	4 958	3 966	25.0%
Гипермаркеты ("Кару сель")	83	81	2.5%
Супермаркеты ("Перекресток")	405	384	5.5%
Магазины у дома ("Экспресс")	193	187	3.2%
Торговая площадь (тыс. кв.)	2 682	2 232	20.2%
Дискаунтеры ("Пятерочка")	1 859	1 443	28.8%
Гипермаркеты ("Кару сель")	362	361	0.3%
Супермаркеты ("Перекресток")	420	393	6.9%
Магазины у дома ("Экспресс")	41	36	13.9%

LFL-прирост 1K15 к 1K14	Продажи, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
Итого по Компании, в т.ч.	17.1%	13.7%	2.9%
Гипермаркеты ("Кару сель")	7.8%	9.4%	(1.4%)
Супермаркеты ("Перекресток")	7.5%	14.4%	(6.0%)
Дискаунтеры ("Пятерочка")	21.7%	15.7%	5.2%
Магазины у дома ("Экспресс")	5.8%	8.1%	(2.1%)

млн. руб.	1K15	1K14	%
Розничная выручка, в т.ч.	182 053	143 898	26.5%
Дискаунтеры ("Пятерочка")	129 579	96 175	34.7%
Супермаркеты ("Перекресток")	31 750	28 686	10.7%
Гипермаркеты ("Кару сель")	17 898	16 483	8.6%
Магазины у дома ("Экспресс")	2 827	2 221	27.3%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

краткосрочной ликвидности группы».

Наиболее ликвидные бумаги X5 с дюрацией около 1 года торгуются со спрэдом к кривой ОФЗ в диапазоне 270-310 бп, что, на наш взгляд, делает их неплохой покупкой по сравнению с бумагами Ленты (В+/В1/-), торгующихся на сопоставимых уровнях. В то же время, инвесторам, готовым нести более высокие риски, вероятно стоит подождать выхода на вторичные торги нового выпуска О'Кей БО-05, книга по которому была закрыта с доходностью 16.37% к годовой оферте (спрэд к ОФЗ на момент закрытия книги составлял около 500 бп).

Первичный рынок

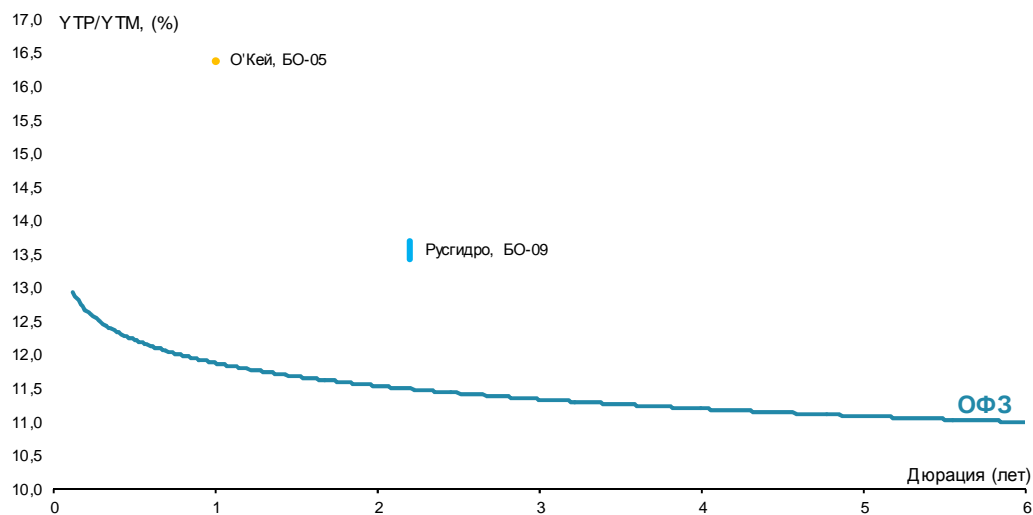
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
О'Кей, БО-05	- / - / В+	да	5 000	16.37	21.04.2015	28.04.2015	нет / 1 г	1 г / 5.
Русгидро, БО-09	ВВ / Ва2 / ВВ+	да	10 000	13.42-13.69	22.04.2015	28.04.2015	нет / 2.20 г	2.5 г / 10

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	Амортиз Дюра
ЛК Уралсиб, БО-20	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.
ЛК Уралсиб, БО-21	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.
АИЖК, БО-03	ВВ+ / Ва1 / -	да	5 000	н/д / 100%	13.92-14.48	13.10	20.04.2015	нет / 1.
Банк Пересвет, БО-04	В+ / - / В+	да	3 000	н/д / 100%	18.11-18.68	18.11	17.04.2015	нет / 0
Банк ФК Открытие, БО-П02	ВВ- / Ва3 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.37-16.91	16.39	14.04.2015	нет / -
Банк ФК Открытие, БО-П01	ВВ- / Ва3 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.75-16.25	16.00	14.04.2015	нет / 0
Локо-Банк, БО-06	- / В2 / В+	да	3 000	1.5 / 100%	18.11-18.68	18.11	09.04.2015	нет / 0
Банк ЗЕНИТ, БО-09	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	2.2 / 100%	17.18-17.45	16.75	09.04.2015	нет / -
Кредит Европа Банк, БО-08	- / В1 / ВВ	да	3 000	н/д / 100%	15.56-16.64	15.56	03.04.2015	нет / -
Татфонбанк, БО-13	В / В2 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.09-17.71	15.56	03.04.2015	нет / -
МКБ, БО-09	ВВ- / В1 / ВВ-	да	3 000	н/д / 100%	15.56	15.56	25.03.2015	нет / -
Связь-Банк, БО-04	В+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.56	15.56	24.03.2015	нет / -
Россельхозбанк, БО-17	- / Ва1 / ВВ+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / -
Связь-Банк, БО-03	ВВ / - / ВВ	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / -
АФК Система, БО-01	ВВ / В1 / ВВ-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.
Газпромбанк, БО-20	ВВВ-/Ва1/ВВ+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0
Бинбанк, БО-07	В / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / -
Бинбанк, БО-06	В / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / -
Российский Капитал, БО-03	- / - / В+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / -



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	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.