

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Черкизово (Moody's: B2/Stable): нейтральный операционный отчет за 1K15, бумаги компании выглядят привлекательно

Вчера Группа «Черкизово» раскрыла операционные результаты по итогам 1K15, которые мы оцениваем, в целом, нейтрально. В 1K15 объем продаж в ключевом для компании сегменте птицеводства вырос на 19.8% г/г (до 108.2 тыс. тонн), тогда как продажи в сегменте свиноводства, наоборот, оказались слабыми и упали на 10.5% г/г (до 36.1 тыс. тонн), то есть даже на фоне невысокой базы 1K14. В то же время, сегмент мясопереработки показал весьма неплохие результаты, увеличив продажи за 1K15 на 27.6% г/г (до 37.8 тыс. тонн) и даже превысив отгрузки в свиноводстве. Что касается динамики цен, то средние рублевые цены реализации выросли г/г во всех сегментах: в птицеводстве рост составил 23.8% г/г, в сегменте свиноводства – 33.6% г/г, в мясопереработке – 10.7% г/г. Рост цен на свинину в 1K15 относительно прошлого года был обусловлен их еще относительно невысоким уровнем в 1K14 – напомним, что в течение 1П14 наблюдался восстановительный рост после падения цен в 2013 г, а во 2П14 добавился эффект от ограничений Роспотребнадзора, а затем и эмбарго на импортное сырье и продукцию. Быстрое восстановление цен на свинину в течение 2014 г “потянул” за собой и цены на продукцию птицеводства, так как часть потребителей была вынуждена переключиться на более доступную альтернативу. В результате, средние цены на продукцию сегментов птицеводства и свиноводства, достигнув пика в 4K14, практически сравнялись в 1K15.

Если говорить о квартальной динамике, то в 1K15 наблюдалась коррекция как по объемам продаж, так и по ценам, после весьма успешного для Черкизова 4K14, несмотря на разразившийся кризис, удравший по доходам населения. Так, объем продаж в сегменте птицеводства за 1K15 показал символический прирост на 2.1% кв/кв, тогда средняя цена реализации снизилась на 4.3% кв/кв. В свиноводстве же произошло заметное сокращение отгрузок: продажи снизились на 29.2% кв/кв от рекордного уровня 4K14, тогда как рост цен составил 1.4% кв/кв. В то же время, в сегменте мясопереработки кв/кв сократились и продажи (на 10.1%) и цены (на 3%).

Что касается динамики финансовых показателей Черкизова, мы ожидаем роста выручки в рублях в 1K15 более чем на 40% кв/кв, однако финансовая отчетность компании составляется в долларах и существенное ослабление рубля, начавшееся прошлой осенью, приведет к сокращению долларовой выручки на 15% г/г в 1K15. В то же время, мы ожидаем, что, даже в условиях падения курса рубля, показатель EBITDA компании за 1K15 увеличится примерно на треть к уровню прошлого года.

Единственный облигационный выпуск компании Черкизово БО-04 торгуется со спрэдом около 300 бп к ОФЗ. Бумаги компании выглядят достаточно интересно, на наш взгляд, с учетом заметного усиления кредитного профиля Черкизова по итогам 2014 г, когда компания отразила в отчетности кратный рост уровня операционной рентабельности, а также зафиксировала минимальный уровень долговой нагрузки за последние несколько лет (1.1x чистый долг / EBITDA).

Динамика операционных показателей Группы «Черкизово»

	1K15	1K14	%г
Птицеводство			
Объем продаж, тыс. тонн	108.2	90.3	19.8%
Ср. цена реализации, руб./кг*	96.49	77.93	23.8%
Свиноводство			
Объем продаж, тыс. тонн	36.1	40.3	-10.5%
Ср. цена реализации, руб./кг*	98.29	73.55	33.6%
Мясопереработка			
Объем продаж, тыс. тонн	37.8	29.7	27.6%
Ср. цена реализации, руб./кг*	168.85	152.52	10.7%

* - цены без учета НДС

	1K15	4K14	%кв
Птицеводство			
Объем продаж, тыс. тонн	108.2	106.0	2.1%
Ср. цена реализации, руб./кг*	96.49	100.86	-4.3%
Свиноводство			
Объем продаж, тыс. тонн	36.1	51.0	-29.2%
Ср. цена реализации, руб./кг*	98.29	96.90	1.4%
Мясопереработка			
Объем продаж, тыс. тонн	37.8	42.1	-10.1%
Ср. цена реализации, руб./кг*	168.85	174.15	-3.0%

* - цены без учета НДС

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

О'Кей (Fitch: B+/Stable): слабый операционный отчет за 1К15, бумаги компании малопривлекательны

Вчера Группа О'Кей последним из публичных ритейлеров представила отчет по операционным показателям за 1К15. Мы вновь оцениваем раскрытые показатели как слабые, что особенно явно в равнении с результатами остальных игроков, уже опубликовавших аналогичные отчеты. Так, рост выручки компании в 1К15 составил лишь 7.4% г/г (до 37.7 млрд. руб.), показатель EBITDA рос сопоставимыми темпами (+7.3% г/г) и составил 1.76 млрд. руб. В результате, рентабельность по EBITDA не изменилась по сравнению с прошлым годом, составив 4.7%. Отметим, что рост финансовых результатов О'Кей в прошлом квартале был обеспечен, в основном, за счет увеличения торговой площади на 13.4% г/г (до 568 тыс. кв. м), тогда как рост сопоставимых продаж составил всего лишь 1.1% г/г. Сопоставимые продажи росли за счет увеличения среднего чека, который вырос всего лишь на 3% г/г, тогда как количество покупок снизилось на 1.9% г/г. То есть компания столкнулась не только с оттоком покупателей в своих магазинах, но и с тем, что покупатели существенно сократили объем потребительской корзины, что объясняет весьма умеренный рост среднего чека в условиях высокой потребительской инфляции. В целом, данные за 1К15 выглядят достаточно плачевно по сравнению с ключевыми конкурентами. Так, близкая по операционному профилю Лента (B+/B1/-) в 1К15 нарастила выручку на 37.7% г/г, при этом рост сопоставимых продаж у компании составил 15% г/г (рост трафика составил 7.8% г/г). Также хорошо отчитались и крупнейшие игроки X5 (BB-/B2/-) и Магнит (S&P: BB+/Neg). Магнит увеличил выручку в 1К15 на 33.4% г/г, а сопоставимые продажи выросли на 14.5% г/г, тогда как для X5 аналогичный рост составил соответственно 26.5% г/г и 17.1% г/г. Отметим, что на протяжении всего прошлого года О'Кей демонстрировала слабые результаты, по итогам 2014 г рост выручки составил лишь 9% г/г, а сопоставимые продажи компании вовсе остались на уровне 2013 г.

Объясняя слабые итоги прошлого года, менеджмент О'Кей ссылался на общее усиление конкуренции, а также замедление экономики. Кроме того, эмбарго на импорт европейских товаров, к которому компания не смогла достаточно быстро адаптироваться, также внесло свою лепту в снижение количества покупок. Однако качественно лучшие результаты конкурентов заставляют задуматься о том, что эти результаты О'Кей являются, вероятно, следствием управленческих просчетов. Так, в 3К14 компания сменила ряд ключевых менеджеров, в том числе коммерческого директора. Можно также вспомнить и недавнюю историю X5 RG, которая довольно долго испытывала кадровые проблемы на фоне реорганизации бизнеса, что самым прямым и негативным образом отражалось на темпах роста компании.

Более ликвидный выпуск О'Кей БО-04 (с дюрацией около 1.2 г) торгуется сейчас со спрэдом 270-290 бп к кривой ОФЗ, что означает премию около 50-70 бп к более короткой Ленте 03, что, на наш взгляд, слишком узко, принимая во внимания куда более сильный операционный и кредитный профили Ленты. На наш взгляд, выпуск Лента 03 по-прежнему предлагает лучшее соотношение доходность/риск в рамках сектора.

Динамика операционных и финансовых показателей сети О'Кей за 1К15

	1К15	1К14	%%
Всего магазинов, в т.ч.	113	96	-
Гипермаркеты	71	62	14.5%
Супермаркеты	42	34	23.5%
Торговая площадь, тыс.кв.	568	501	13.4%
Гипермаркеты	515	456	12.9%
Супермаркеты	53	45	17.8%

	1К15	1К14	%%
LFL-Выручка	1.1%	4.1%	-3.0 пп
Средний чек	3.0%	6.3%	-3.3 пп
Трафик	-1.9%	-2.0%	0.1 пп

млн. руб.	1К15	1К14	%%
Выручка	37 724	35 121	7.4%
Валовая прибыль	8 849	8 247	7.3%
EBITDA	1 756	1 670	5.1%
Чистая прибыль	(153)	(22)	x7.0
Валовая рентабельность	23.5%	23.5%	-
Рентабельность по EBITDA	4.7%	4.8%	-0.1 пп
Чистая рентабельность	-	-	-

Источник: Данные Компании,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

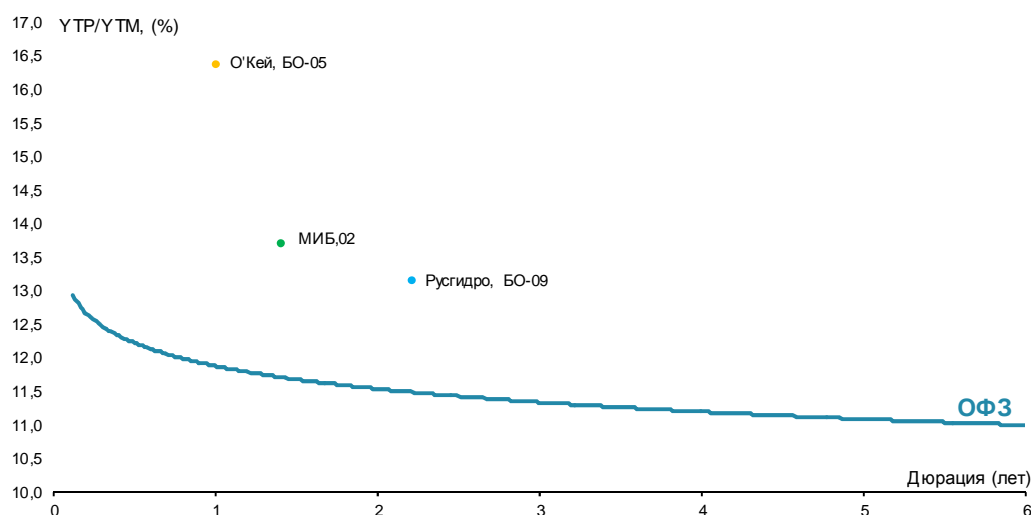
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
О'Кей, БО-05	- / - / В+	да	5 000	16.37	21.04.2015	28.04.2015	нет / 1 г	1 г / 5 .
Русгидро, БО-09	BB / Ва2 / BB+	да	10 000	13.16	22.04.2015	28.04.2015	нет / 2.21 г	2.5 г / 10
МИБ, 02	- / Ваа1 / BBB-	да	3 000	13.69	27.04.2015	29.04.2015	нет / 1.41 г	1.5 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 Дюрац
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	BB+ / 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	BB- / Ва3 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.37-16.91	16.39	14.04.2015	нет / -
Банк ФК Открытие, БО-П01	BB- / 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 / BB-	да	5 000	2.2 / 100%	17.18-17.45	16.75	09.04.2015	нет / -
Кредит Европа Банк, БО-08	- / В1 / BB	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	BB- / В1 / BB-	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 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / -
Связь-Банк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / -
АФК Система, БО-01	BB / В1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ва1/BB+	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 / -



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.