

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

АЛРОСА (ВВ-/Ba2/ВВ) продолжила сокращение реализации алмазов в 3К15

Крупнейшая российская алмазодобывающая компания, АЛРОСА, опубликовала операционные результаты за 3К15 и за 9М15 в целом, которые мы оцениваем как неоднозначные. С одной стороны, в 3К15 добыча алмазов выросла на 18% г/г до 11.6 млн карат, по итогам 9М15 добыча выросла на 15% г/г до 29.6 млн карат. Рост добычи был обусловлен увеличением добычи на подземном руднике трубки «Мир», на трубке «им. Карпинского-1», добычей алмазов на введенной в эксплуатацию в начале 2015 г. трубки «Ботубинская» и развитием подземного рудника на трубке «Удачная». По итогам всего 2015 года АЛРОСА планирует добыть 38 млн карат алмазов, что соответствует ранее объявленным прогнозам.

В то же время, неблагоприятная конъюнктура рынка продолжила оказывать негативное влияние на показатели продаж компании как в 3К15, так и по итогам 9М15. В частности, в 3К15 реализация ювелирных алмазов сократилась на 43% г/г до 3 млн карат, технических алмазов – на 17% г/г до 1.9 млн карат. В результате, совокупный объем реализации алмазов в 3К15 сократился на 35% г/г до 5 млн карат, по итогам 9М15 в целом – на 20% г/г до 23 млн карат. Кроме того, за 9М15 средняя цена реализации ювелирных алмазов, по нашим оценкам, уменьшилась на 2.6% г/г до 170.4 долл./карат, технических алмазов – на 24.8% г/г до 9.7 долл./карат. Снижение объема продаж алмазов и средних цен их реализации привели к существенному (на 27% г/г) сокращению долларовой выручки АЛРОСА от продаж алмазов, которая, согласно предварительным оценкам компании, составила не менее 2.7 млрд долл. за 9М15. В то же время, поскольку АЛРОСА готовит отчетность в рублях, сильная девальвация национальной валюты позволит компании, по нашим оценкам, отразить в отчетности за 9М15 рост выручки от продаж алмазов более чем на 20% г/г.

На рублевом рынке АЛРОСА представлена двумя выпусками, которые в связи с их скорым погашением, в конце текущего месяца, торгуются на близком к номиналу уровне и не представляют спекулятивного интереса. На рынке евробондов за последние два месяца ALRSRU'20 смотрелся хуже рынка в терминах динамики спреда к кривой UST. Так спред ALRSRU'20 сузился на 70 бп. и составил 497 бп. к кривой американских госбумаг, что, на наш взгляд, соответствует справедливому уровню.

Динамика операционных результатов АЛРОСА за 9М15

млн карат	9М15	9М14	%
Добыча алмазов	29,6	25,7	15,2%
Реализация алмазов	23,0	28,8	-20,1%
<i>т.ч. ювелирных</i>	15,6	20,9	-25,4%
<i>технических</i>	7,3	7,8	-6,4%
Ср. цена реализ. алмазов, \$/карат	118,7	130,5	-9,1%
<i>ср. цена реализ. ювел. алмаз., \$/карат</i>	170,4	175,0	-2,6%
<i>ср. цена реализ. техн. алмаз., \$/карат</i>	9,7	12,9	-24,8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

X5 RG (BB-/Ba3/BB): умеренно позитивные финансовые итоги за 9M15

Вчера X5 RG объявила финансовые результаты за 9M15, которые мы оцениваем как умеренно позитивные. В отчетном периоде выручка компании выросла на 28% г/г до 578.7 млрд руб., EBITDA margin сохранилась на уровне предыдущего периода (7.2%). Долговая нагрузка компании немного увеличилась по сравнению с началом года: по состоянию на 30.09.2015 отношение net debt/EBITDA LTM составило 2.5x против 2.3x на 01.01.2015.

Основным драйвером роста совокупной выручки X5 по итогам 9M15 стали сильные результаты торговой сети «Пятерочка». В частности, за 9M15 чистая розничная выручка магазинов эконом-класса выросла на 35% г/г до 418.2 млрд руб., что стало следствием расширения торговых площадей сети «Пятерочка» на 40.6% г/г до 2.2 млн кв. м и сильной динамики сопоставимых продаж (+18.4% г/г). В свою очередь, рост LFL-выручки сети «Пятерочка» за 9M15 был во многом обеспечен высокой продуктовой инфляцией и повышением трафика на 3.6% г/г. Розничная выручка сетей других форматов X5 за 9M15 росла более сдержанными темпами, в пределах 11-14% г/г.

За 9M15 SG&A-расходы за вычетом расходов на амортизацию увеличились сопоставимыми с темпом роста выручки X5 темпами (на 26% г/г до 104.7 млрд руб.). В результате, за 9M15 EBITDA X5 увеличилась на 29.1% г/г до 41.8 млрд руб., EBITDA margin осталась практически без изменений, на уровне 7.2%.

В отчетном периоде свободный денежный поток X5 остался отрицательным, на уровне -21.6 млрд руб. По сравнению с сопоставимым периодом масштабы его дефицита существенно выросли, что стало следствием пополнения оборотного капитала, увеличения расходов на капвложения в 2 раза г/г, процентных расходов в 1.5 раза г/г и налоговых платежей в 2 раза г/г. Финансирование дефицита компания осуществляла за счет использования денежных средств на счетах и привлечения нового долга. В результате, за 9M15 совокупный долг X5 вырос на 8.2% до 142.4 млрд руб., чистый долг – на 29.7% до 137.6 млрд руб. В то же время, за 9M15 долговая нагрузка X5 изменилась незначительно, чему способствовал рост EBITDA. В частности, по состоянию на 30.09.2015 отношение net debt/EBITDA LTM составило 2.5x против 2.3x на 01.01.2015. Кроме того, несмотря на сокращение ликвидных средств на счетах, X5, по нашим оценкам, не испытывает трудностей с рефинансированием краткосрочного долга, учитывая большой объем невыбранных кредитных линий в размере 116.1 млрд руб. на 30.09.2015 и доступ к долговому рынку. В целом, сильные операционные результаты X5 и сдерживание долговой нагрузки на невысоком уровне нашли отражение в оценках всех рейтинговых агентств: в 2015 году Fitch присвоило компании рейтинг на уровне «BB», S&P повысило рейтинг с «B+» до «BB-», Moody's – с «B1» до «Ba3».

Из представленных на рублевом рынке выпусков X5, на наш взгляд, наиболее интересным предложением является выпуск серии БО-03 с дюрацией 0.95 г., который предлагает неплохую доходность в размере 12.44% годовых по последней сделке, что, в свою очередь, транслируется в спрэд к кривой ОФЗ в районе 240 бп.

Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 9M15

млн руб.	9M15	9M14	%%
Выручка	578 701	452 285	28,0%
EBITDA	41 780	32 365	29,1%
Операционная прибыль	28 660	20 507	39,8%
Чистая прибыль	12 084	9 869	22,4%
Рентабельность по EBITDA	7,2%	7,2%	0,1 пп
Операционная рентабельность	5,0%	4,5%	0,4 пп
Чистая рентабельность	2,1%	2,2%	-0,1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	43 415	32 294	34,4%
Чистый операцион. ден. поток	11 833	14 969	-20,9%
CAPEX	33 410	16 524	x2.0
Свободный денежный поток	(21 577)	(1 555)	

млн руб.	9M15	2014	%%
Активы	368 284	350 920	4,9%
в т.ч. денежные средства	4 841	25 623	-81,1%
Долг	142 419	131 679	8,2%
доля краткосрочного долга	31,0%	12,0%	19 пп
Чистый долг	137 578	106 056	29,7%
Капитал	102 613	90 558	13,3%
CAPEX/EBITDA	0,8x	0,6x	-
Долг/EBITDA LTM	2,6x	2,9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,5x	2,3x	-
EBITDA/Процентные платежи	3,4x	3,9x	-
Долг/Капитал	1,4x	1,4x	-

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		bondsales@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		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@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	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@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.