

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

X5 RG (BB-/Ba3/BB): существенный рост рентабельности во 2K16

Вчера X5 RG опубликовал финансовые результаты за 2K16, которые мы оцениваем как сильные. Во 2K16 по сравнению со 2K15 заметно выросли выручка и EBITDA margin компании. Кроме того, долговая нагрузка X5 на конец 2K16 немного снизилась к началу 2K16 и составила в терминах net debt/EBITDA LTM 2.2x.

Во 2K16 выручка X5 выросла на 25.9% г/г до 251.6 млрд руб., что преимущественно было обеспечено сильными результатами торговой сети «Пятерочка». Так, во 2K16 чистая розничная выручка сети «Пятерочка» выросла на 30.6% г/г до 189.4 млрд руб. на фоне расширения торговых площадей сети на конец 2K16 к началу 3K15 на 41.1% и повышения LFL-выручки на 8.1% г/г в результате роста среднего чека на 4.3% г/г и трафика на 3.6% г/г. Дополнительным драйвером роста выручки X5 стал рост чистой розничной выручки сети «Перекресток» во 2K16 на 19.2% г/г до 37.3 млрд руб. за счет расширения торговых площадей на конец 2K16 к началу 3K15 на 12.8% и роста LFL-выручки на 4.8% г/г.

Во 2K16 валовая рентабельность X5 уменьшилась на 0.3 пп г/г до 23.8% в связи с оптимизацией ценностного предложения в магазинах сети. В то же время, отношение SG&A-расходов к выручке во 2K16 сократилось до 16.5% с 17.6% во 2K15, что стало следствием реализации политики по оптимизации операционной деятельности. В результате, во 2K16 EBITDA margin существенно выросла по сравнению с 2K15 и достигла 8% (+0.8 пп г/г).

Во 2K16 расходы X5 на CAPEX выросли на 35.7% г/г до 16.6 млрд руб. 2K16 компания завершила с отрицательным свободным денежным потоком в размере 4.1 млрд руб., немного улучшив показатель по сравнению со 2K15 (-5.4 млрд руб.). Такая динамика была обеспечена существенным ростом чистого операционного денежного потока (на 83.5% г/г до 12.6 млрд руб.). Финансирование дефицита X5 осуществлял за счет привлечения нового долга: на конец 2K16 совокупный долг компании вырос к началу 2K16 на 4.7% до 156 млрд руб., чистый долг – на 4.2% до 150.6 млрд руб. Тем не менее, рост EBITDA способствовал небольшому снижению долговой нагрузки: на 30.06.2016 отношение net debt/EBITDA LTM составило 2.2x против 2.3x на 31.03.2016. Подушка ликвидности компании в виде остатка денежных средств на конец 2K16 была незначительной и достаточной для единовременного погашения около 13% краткосрочного долга. В то же время, риски рефинансирования X5 остаются низкими, учитывая наличие невыбранных кредитных линий на сумму 156.5 млрд руб. на конец 2K16.

По нашим оценкам, опубликованные финансовые результаты, отражающие существенный рост выручки и EBITDA margin, а также сохранение умеренного уровня долговой нагрузки, являются позитивными для рейтингов компании от международных рейтинговых агентств. В перспективе мы не исключаем повышения рейтингов компании от S&P и Moody's (до уровня Fitch), которые в 2016 г. пересмотрели свои прогнозы по рейтингам X5 со стабильного на позитивный.

Большинство выпусков X5 характеризуется ограниченной ликвидностью. Единственный выпуск, который, на наш взгляд, может заинтересовать инвесторов, является X5, БО-05 с УТР – 10.18% годовых при дюрации 1.8 г.

Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 2K16

млн руб.	2K16	2K15	%
Выручка	251 633	199 883	25.9%
EBITDA	20 005	14 388	39.0%
Операционная прибыль	14 458	9 923	45.7%
Чистая прибыль	7 950	3 832	107.5%
Рентабельность по EBITDA	8.0%	7.2%	0,8 пп
Операционная рентабельность	5.7%	5.0%	0,8 пп
Чистая рентабельность	3.2%	1.9%	1,2 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	20 122	15 384	30.8%
Чистый операцион. ден. поток	12 555	6 843	83.5%
CAPEX	16 614	12 244	35.7%
Свободный денежный поток	-4 059	-5 401	

млн руб.	1П16	2015	%
Активы	417 084	402 115	3.7%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	5 431	8 958	-39.4%
Долг	156 000	145 605	7.1%
<i>доля краткосрочного долга</i>	27.6%	30.3%	-2,7 пп
Чистый долг	150 569	136 647	10.2%
Капитал	117 735	104 718	12.4%
CAPEX/EBITDA	0,8x	0,9x	-
Долг/EBITDA LTM	2,3x	2,5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,2x	2,3x	-
EBITDA/Процентные платежи	4,2x	3,7x	-
Долг/Капитал	1,3x	1,4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

О'Кей (Fitch: B+/Stable): слабые финансовые результаты за 1П16

Вчера Группа О'Кей опубликовала финансовые результаты за 1П16, которые мы оцениваем как слабые. В 1П16 компания отразила умеренный рост выручки, при этом EBITDA margin О'Кей сократился на 2.2 пп г/г до 4%. Долговая нагрузка О'Кей на конец 2К16 в терминах net debt/EBITDA LTM выросла до 3.4x против 2.6x на начало 2016 г.

В 1П16 выручка О'Кей выросла на 10.3% г/г до 83.7 млрд руб., что стало следствием расширения торговой сети и увеличения сопоставимых продаж. Так, общая торговая площадь сети на конец 2К16 к началу 3К15 выросла на 6.4% до 602 тыс. кв. м. В 1П16 LFL-выручка О'Кей выросла на 5.5% г/г на фоне роста трафика на 4.5% г/г и среднего чека на 1% г/г.

В 1П16 валовая рентабельность О'Кей уменьшилась на 1.5 пп до 22.3% в результате политики сдерживания цен для обеспечения конкурентоспособности, увеличения доли продаж промо-товаров и более низкой рентабельности в формате дискаунтеров, который компания запустила в сентябре 2015 г. В 1П16 отношение SG&A-расходов к выручке выросло до 21.2% с 20.1% в 1П15, что в основном стало следствием значительного роста расходов на выплату зарплаты (на 17.7% г/г до 8 360 млн долл.) для предотвращения текучести кадров. Более существенные по сравнению с динамикой выручки темпы роста себестоимости реализации и SG&A-расходов привели к снижению EBITDA О'Кей в 1П16 на 29.1% г/г до 3.3 млрд руб. и EBITDA margin на 2.2 пп до 4%.

В 1П16 чистый операционный денежный поток О'Кей был отрицательным, в размере 1 905 млн руб., несмотря на высвобождение более 2 млрд руб. из оборотного капитала. В отчетном периоде расходы компании на CAPEX сократились на 23.9% г/г до 3.3 млрд руб. Дефицит свободного денежного потока на сумму 5.2 млрд руб. компания финансировала за счет использования денежных средств на счетах, остаток которых сократился с 9.8 млрд руб. на начало 2016 г. до 4.2 млрд руб. на конец 1П16. В результате, на конец 1П16 чистый долг О'Кей вырос к началу 2016 г. на 16.7% до 30.1 млрд руб. Рост чистого долга на фоне сокращения EBITDA привел к повышению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA LTM до 3.4x на конец 1П16 против 2.6x на начало 2016 г. В структуре кредитного портфеля на 30.06.2016 доля краткосрочного долга незначительно изменилась к уровню начала 2016 г. и составила 30.9%, при этом денежных средств на счетах было достаточно для одновременного погашения около 40% краткосрочного долга.

Опубликованные результаты, по нашим оценкам, являются умеренно негативными для кредитного рейтинга компании от Fitch: в качестве негативных рейтинговых факторов агентство приводит снижение EBITDAR margin до менее 9%, в то время как в 1П16 EBITDAR margin компании составила 7.1%.

Бумаги О'Кей традиционно предлагают наиболее высокую доходность в розничном сегменте. На текущий момент короткий выпуск серии БО-04 с погашением в октябре этого года торгуется с доходностью на уровне 10.25%, при этом УТМ более длинного О'Кей, БО -6 находится в районе 10.54% при дюрации 1.9 г. В тоже время, возможной альтернативой в контексте соотношения риска и доходности, на наш взгляд, может выступить схожий по дюрации выпуск Х5, БО-5 (УТР – 10.18%/D – 1.8 г.).

Ключевые финансовые показатели О'Кей за 1П16

млн руб.	1П16	1П15	%%
Выручка	83 672	75 885	10.3%
ЕБИТДА	3 336	4 702	-29.1%
Операционная прибыль	667	2 589	-74.3%
Чистая прибыль	-786	621	-226.6%
Рентабельность по ЕБИТДА	4.0%	6.2%	-2.2 пп
Операционная рентабельно-	0.8%	3.4%	-2.6 пп
Чистая рентабельность	отр.	0.8%	
Чистый операцион. ден. пот	-1 905	-2 642	-27.9%
CAPEX	3 267	4 293	-23.9%
Свободный денежный поток	-5 172	-6 935	
млн руб.	1П16	2015	%%
Активы	83 011	90 079	-7.8%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	4 245	9 768	-56.5%
Долг	34 335	35 558	-3.4%
<i>доля краткосрочного долга</i>	30.9%	33.7%	-2.8 пп
Чистый долг	30 090	25 790	16.7%
Капитал	23 594	24 491	-3.7%
CAPEX/ЕБИТДА	1,0x	0,9x	-
Долг/ЕБИТДА LTM	3,9x	3,5x	-
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	3,4x	2,6x	-
ЕБИТДА/Процентные платеж	1,6x	2,3x	-
Долг/Капитал	1,5x	1,5x	-

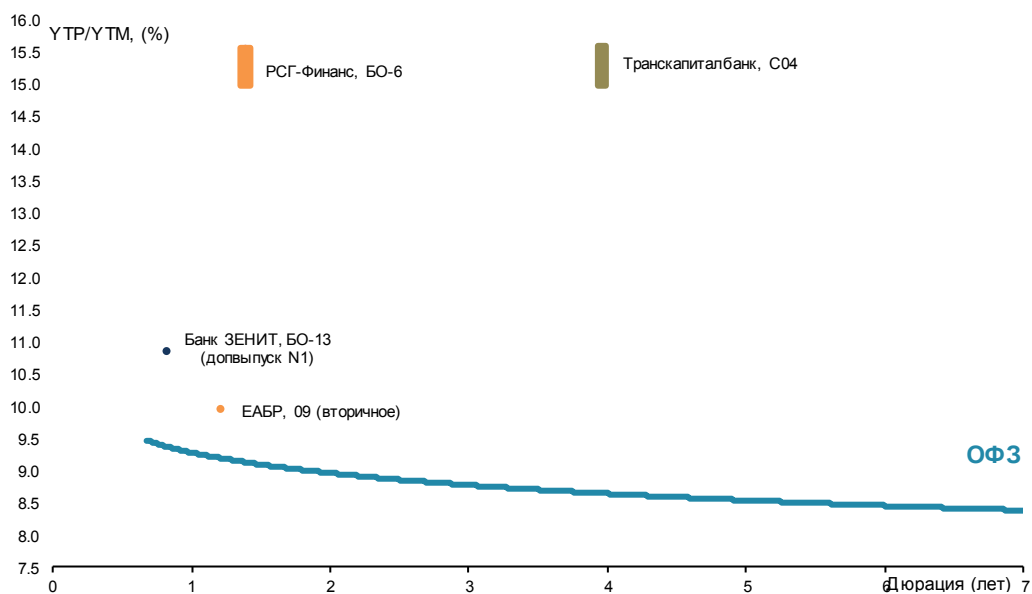
Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

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	Оферта/Погашение
Банк ЗЕНИТ, БО-13 (допвыпуск N1)	- / B1 / BB-	да	до 2 000	10.86	16.08.2016	18.08.2016	нет / 0.82 г	10 мес / 7.5 лет
ЕАБР, 09 (вторичное)	BBB- / Ваа1 / -	да	до 4 860	9.96	17.08.2016	18.08.2016	нет / 1.21 г	1.3 г / 4.9 г
Транскапиталбанк, С04	- / B1 / -	да	1 500	15.03-15.56	18.08.2016	22.08.2016	нет / 3.96 г	нет / 5.5 г
РСГ-финанс, БО-06	B- / - / -	нет	3 000	15.03-15.56	23.08.2016	25.08.2016	нет / 1.39 г	1.5 г / 3 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
Русфинанс Банк, БО-001Р-01	BBB- / Ва2 / BB+	да	4 000	3 / 100%	10.41-10.62	10.25	12.08.2016	нет / 1.86 г
Альфа-Банк, БО-16	BB / Ва2 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.15-10.36	9.99	11.08.2016	нет / 1.86 г
Транснефть, БО-001Р-03	BB+ / Ва1 / -	да	10 000	2.5 / 100%	9.88-10.09	9.67	11.08.2016	нет / 5.26 г
Мостотрест, 08	- / Ва3 / -	да	5 000	3.2 / 100%	11.83-12.10	11.46	10.08.2016	нет / 3.96 г
Совкомбанк, БО-07	B / - / B+	да	7 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.26	05.08.2016	нет / 1 г
ГК ПИК, БО-07	B / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	05.08.2016	нет / 2.58 г
СИБУР Холдинг, 11	- / Ва1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	9.90-10.11	9.88	03.08.2016	нет / 2.67 г
МОЭСК, БО-6	BB- / Ва2 / BB+	да	5 000	3 / 100%	10.04-10.25	9.88	28.07.2016	нет / 3.4 г
РСГ Недвижимость, БО-П05	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.89	28.07.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001Р-04	BB+ / Ва1 / BBB-	да	20 000	1.75 / 100%	10.78-11.04	10.41	26.07.2016	нет / 2.65 г
Банк ДельтаКредит, БО-26	- / Ва2 / BBB-	да	7 000	3 / 100%	10.88-11.09	10.57	21.07.2016	нет / 2.64 г
Мостотрест, 07	- / Ва3 / -	да	10 000	3.4 / 100%	12.63-12.89	11.83	19.07.2016	нет / 2.61 г
Фольксваген банк Рус, 10	BB+ / - / BBB+	да	5 000	3 / 100%	10.25-10.46	10.2	12.07.2016	нет / 2.28 г
Транснефть, БО-001Р-02	BB+ / Ва1 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	9.88	08.07.2016	нет / 5.24 г
ЭР-Телеком Холдинг, 001Р-01	- / B2 / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.16	06.07.2016	нет / 2.58 г
Магнит, 001Р-04	BB+ / - / -	да	10 000	н/д / 100%	10.25-10.51	10.25	05.07.2016	нет / 1.43 г
Рено-Ниссан банк, 01	- / - / BB+	да	5 000	2.6 / 100%	10.88-11.2	10.67	05.07.2016	нет / 1.85 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		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
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.