

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

О'Кей (Fitch: В+/ Стабильный): нейтральные финансовые результаты за 2016 г.

Вчера компания О'Кей опубликовала финансовые результаты за 2016 г., которые мы оцениваем как нейтральные. В 2016 г. компания показала небольшой рост выручки, в то время как EBITDA margin сети О'Кей уменьшилась на 0.9 пп г/г до 5.3%. Долговая нагрузка компании на конец 2016 г. незначительно изменилась к началу 2016 г. и составила 2.7x в терминах net debt/EBITDA LTM.

По итогам 2016 г. выручка О'Кей увеличилась на 8% г/г до 175.5 млрд руб. Рост выручки был обеспечен расширением торговой площади сети на конец 2016 г. к началу 2016 г. на 5.1% до 623 тыс. кв. м. и увеличением сопоставимых продаж на 2.2% г/г вследствие роста трафика на 1.2% г/г и среднего чека на 0.9% г/г. Темпы роста выручки сети О'Кей в 2016 г. остались незначительными по сравнению с результатами других ритейлеров: в 2016 г. выручка X5 и Ленты увеличилась на 27.8% г/г и 21.2% соответственно, Магнита – на 13.1%.

В прошлом году себестоимость реализованной продукции сети О'Кей увеличилась более существенно по сравнению с темпами роста выручки (на 9% г/г до 135.3 млрд руб.), в результате валовая рентабельность уменьшилась на 0.7 пп г/г до 22.9%. В 2016 г. SG&A-расходы (без учета амортизации) увеличились на 9.4% г/г до 31.2 млрд руб., их отношение к выручке – на 0.2 пп г/г до 17.8%. В 2016 г. EBITDA сократилась на 8.5% г/г до 9.3 млрд руб., EBITDA margin – на 0.9 пп г/г до 5.3%. По уровню рентабельности сеть О'Кей в настоящее время заметно уступает другим ритейлерам: в 2016 г. EBITDA margin Ленты составила 10.4%, Магнита – 10%, X5 – 7.7%. Данное отставание во многом обусловлено запуском в сентябре 2015 г. нового формата дискаунтеров, EBITDA которых в 2016 г. в связи с раскруткой данного формата была отрицательной и составила -2.6 млрд руб. (в 2015 г. -1.6 млрд руб.). EBITDA margin гипермаркетов и супермаркетов сети О'Кей без учета формата дискаунтеров в 2016 г. составила 7% против 7.2% в 2015 г.

В 2016 г. чистый операционный денежный поток О'Кей вырос на 59.9% г/г до 7.7 млрд руб., в то время как расходы компании на CAPEX, напротив, сократились на 26.6% г/г до 6.3 млрд руб. По итогам 2016 г. компания аккумулировала небольшой положительный свободный денежный поток на сумму 1.4 млрд руб., что способствовало пополнению остатка денежных средств на счетах на конец 2016 г. к началу 2016 г. на 17.4% до 11.5 млрд руб. и снижению чистого долга на 3.7% до 24.8 млрд руб. Долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM незначительно изменилась по сравнению с началом 2016 г. и составила 2.7x на 31.12.2016 (3.4x на 30.06.2016). Кредитный портфель компании на 31.12.2016 отличался низкой долей краткосрочного долга, общий размер которого (4.6 млрд руб.) существенно меньше остатка денежных средств на счетах.

В январе 2017 г. рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг О'Кей на уровне «В+» со стабильным прогнозом. По нашим оценкам, опубликованные финансовые результаты за 2016 г. являются нейтральными для рейтинга О'Кей от Fitch.

В линейке облигаций О'Кей наибольший интерес, на наш взгляд, может представлять длинный выпуск серии БО-05 (YTM – 10.77%/D – 2.58 г.). Текущий уровень доходности предусматривает премию в размере около 110 бп. к близкому по дюрации выпуску X5. Отталкиваясь от кредитных метрик компаний и рейтинговых различий, нельзя сказать, что такой уровень надбавки выглядит избыточным, в то же время неплохой уровень доходности на фоне перспектив снижения ключевой ставки могут заинтересовать инвесторов с более толерантными взглядами на риск.

Ключевые финансовые показатели О'Кей за 2016 г.

млн руб.	2016	2015	%
Выручка	175 471	162 510	8.0%
EBITDA	9 253	10 109	-8.5%
Операционная прибыль	3 394	5 848	-42.0%
Чистая прибыль	-138	1 918	
Рентабельность по EBITDA	5.3%	6.2%	-0.9 пп
Операционная рентабельность	1.9%	3.6%	-1.7 пп
Чистая рентабельность	отр.	1.2%	
Чистый операцион. ден. пот	7 733	4 837	59.9%
CAPEX	6 331	8 621	-26.6%
Свободный денежный поток	1 402	-3 784	
млн руб.	2016	2015	%
Активы	93 093	90 079	3.3%
в т.ч. денежные средства	11 463	9 768	17.4%
Долг	36 295	35 558	2.1%
доля краткосрочного долга	12.7%	33.7%	-21 пп
Чистый долг	24 832	25 790	-3.7%
Капитал	22 655	24 491	-7.5%
CAPEX/EBITDA	0,7,0x	0,9x	-
Долг/EBITDA LTM	3,9x	3,5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,7x	2,6x	-
EBITDA/Процентные платежи	2,3x	2,3x	-
Долг/Капитал	1,6x	1,5x	-

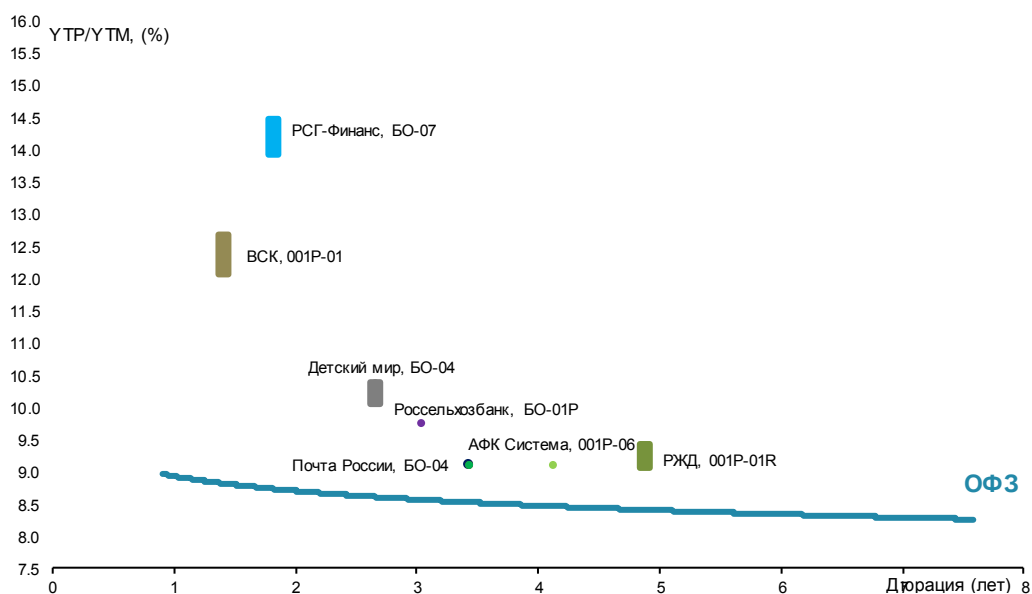
Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
ВСК, 001P-01	- / - / BB-	да	3000 - 4 000	12.10-12.63	04.04.2017	11.04.2017	нет / 1.41 г	1.5 г / 5 лет
РСГ-Финанс, БО-07	B - / - / -	нет	3 000	13.96-14.38	05.04.2017	07.04.2017	нет / 1.81 г	2 г / 5 лет
Детский мир, БО-04	B+ / - / -	да	3 000	10.09-10.36	04.04.2017	н/д	нет / 2.66 г	3 г / 7 лет
РЖД, 001P-01R	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	9.09-9.30	31.03.2017	07.04.2017	нет / 4.87 г	6.17 г / 15.17 г
АФК Система, 001P-06	BB / Ba3 / BB-	да	15 000	9.1	30.03.2017	07.04.2017	нет / 4.13 г	5 лет / 10 лет
Почта России, БО-04	- / - / BBB-	да	5 000	9.1	30.03.2017	03.04.2017	нет / 3.44 г	4 г / 10 лет
Россельхозбанк, БО-01P	- / Ba2 / BB+	да	10 000	9.73	20.03.2017	31.03.2017	нет / 3.05 г	нет / 3.5 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Самаратранснефть-терминал, 02	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	12.36	30.03.2017	нет / 1 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-06	BB+ / - / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	9.69-9.80	9.69	30.03.2017	нет / 1.27 г
ЧТПЗ, БО-001P-03	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	10.06-10.27	10.06	30.03.2017	нет / 5.23 г
МТС, 001P-02	BB / - / BB-	да	10 000	н/д / 100%	9.20-9.41	9.05	30.03.2017	нет / 3.45 г
Транснефть, БО-001P-06	BB+ / Ba1 / -	да	20 000	н/д / 100%	9.20-9.36	9.2	29.03.2017	нет / 3.44 г
Бинбанка, БО-П01	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.68-12.96	12.96	27.03.2017	нет / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-П03	BB- / Ba3 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.56-10.77	10.35	24.03.2017	нет / 2.66 г
Русфинанс банк, БО-001P-02	BBB- / Ba2 / BB+	да	4 000	2.75 / 100%	9.83-10.04	9.78	21.03.2017	нет / 2.67 г
Трансфин-М, 001P-02	B / - / -	нет	5 000	1.7 / 100%	13.16-13.96	13.16	06.03.2017	нет / 1 г
ГК ПИК, БО-П01	B / - / -	нет	13 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	03.03.2017	нет / 2.57 г
Банк ЗЕНИТ, 08 (вторичное)	- / Ba3 / BB	да	до 1 900	н/д / 100%	не более 11.03	11.03	28.02.2017	нет / 0.5 г
МОЭСК, БО-09	BB- / Ba2 / BB+	да	10 000	3 / 100%	9.41-9.62	9.36	27.02.2017	нет / 2.68 г
ГМС, БО-01	- / - / B+	да	3 000	3.7 / 100%	11.30-11.57	11.04	21.02.2017	нет / 2.62 г
Газпромбанк, БО-23	BB+ / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	9.62-9.83	9.57	20.02.2017	нет / 2.67 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	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.