

Кредитный комментарий

Российский рынок облигаций
8 ноября 2012 г.

О'КЕЙ (-/-/В+)

Параметры выпусков ООО «О'КЕЙ»

| Серия | Объем, млн руб. | Оферта/ погаш., лет | УТР, % |
|-------|--------------------|---------------------------|-------------|
| 01 | 2 000 | 3 / 5 | 10,25-10,62 |
| 02 | 3 000 | | |

Источник: данные организатора

Дебютные облигации О'КЕЙ вполне могут заинтересовать инвесторов, но с премией к бумагам X5 и Магнит, по нашим оценкам, не менее 80 б.п. – за разницу в масштабах бизнеса и риски, связанные с узкой специализацией на гипермаркетах и концентрацией бизнеса в С.-Петербурге. Мы рекомендуем выпуски О'КЕЙ к покупке ближе к верхней границе индикатива с доходностью от 10,5% годовых.

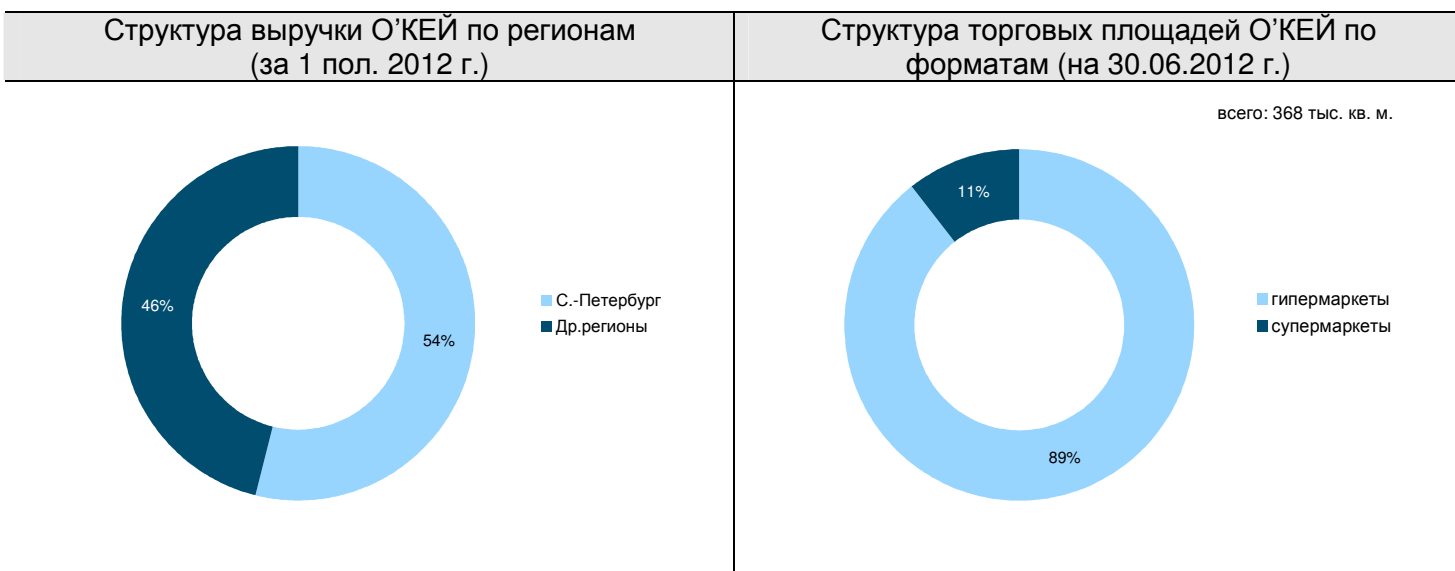
Продуктовая розничная сеть О'КЕЙ планирует с 12 по 14 ноября 2012 г. провести сбор заявок на облигации ООО «О'КЕЙ» серий 01 и 02 объемом 2 и 3 млрд руб. соответственно. Отметим, ранее дата book-building называлась с 6 по 8 ноября. Индикатив 1 купона 10,0-10,35% годовых, доходность – 10,25-10,62% годовых к оферте через 3 года. По выпускам предусмотрено поручительство ЗАО «Доринда» (собственника гипермаркетов) и обеспечительная оферта от О'КЕЙ Group S.A. (холдинговой компании группы). При этом сам эмитент ООО «О'КЕЙ» – оператор магазинов сети.

Размещение сети О'КЕЙ является дебютным и в преддверии открытия книги заявок эмитент провел встречу с инвесторами и аналитиками, где был представлен операционный и финансовый профиль группы, среди важных моментов которого мы выделяем:

- **Ключевые акционеры сети – ее основатели, акции также торгуются на LSE:** конечными бенефициарами 84,9% акций являются три физических лица – Волчек Б.М., Троицкий Д.Э. и Коржев Д.В., free float – более 15%.
- **Концентрацию бизнеса в С.-Петербурге и продолжение региональной экспансии:** более половины выручки приходится на С.-Петербург, региональная экспансия продолжится, в первую очередь, в направлении Московского региона.
- **Узкую специализацию на крупноформатной рознице:** 89% торговых площадей сети представлено гипермаркетами, остальные 11% – супермаркеты.
- **Наивысшие в сегменте гипермаркетов продажи:** экспертиза в гипермаркетах позволила добиться самых высоких продаж на 1 кв. м. торговых площадей в секторе.
- **Хорошую для продуктового ритейла прибыльность:** годовой показатель EBITDA margin на уровне 8% в сравнении с 7-10% у лидеров отрасли.
- **Умеренную долговую нагрузку:** по итогам 1 пол. 2012 г. метрика Чистый долг/EBITDA – 1,5x против 1,1-3,4x у отраслевых аналогов.
- **Высокий уровень капвложений и вероятный рост долга:** в ближайшие годы инвестиции в региональную экспансию и диверсификацию форматов, скорее всего, останутся высокими, что повышает риски наращивания долга.

Александр Полютков
Polyutov_av@nomos.ru

- **Конечными бенефициарами сети О'КЕЙ являются ее основатели, акции также торгуются на LSE.** По данным менеджмента, конечными и основными бенефициарами компании являются ее основатели – три физических лица (Троицкий Д.Э., Коржев Д.В. и Волчек Б.М.), участвующие в капитале холдинговой компании (O'KEY Group S.A.) с долей около 84,9%. Отметим, что до 2005 г. Коржев Д.В. и Троицкий Д.Э. являлись владельцами производителя соков «Мултон», который был продан компании Coca-Cola. Оставшиеся 15,06% акций О'КЕЙ составляют free float. Напомним, IPO сети состоялось на LSE в 2010 г. В свою очередь, публичный статус компании «обязывает» ее быть максимально транспарентной: О'КЕЙ раскрывает ежеквартально операционные результаты и готовит консолидированную отчетность по МСФО на полугодовой основе.
- **Риски концентрации бизнеса О'КЕЙ в С.-Петербурге еще актуальны, однако региональная диверсификация продолжается.** По итогам 1 пол. 2012 г. около 54% выручки ритейлера приходилось на С.-Петербург, которую обеспечили 35 магазинов (из 75). Хотя еще 5 лет назад, когда был дан старт региональной экспансии, перевес «северной столицы» был более ощутимым – около 85% продаж. За это время О'КЕЙ удалось заметно расширить географию своего присутствия до 20 крупнейших городов страны. Тем не менее, риски концентрации бизнеса О'КЕЙ в С.-Петербурге, на наш взгляд, все еще велики, причем, главная угроза связана с повышенной конкуренцией и ограниченным потенциалом роста данного рынка. Для их снижения ритейлер намерен продолжить расширение сети за пределы основного региона, двигаясь в направлении Центрального федерального округа, в первую очередь Московского региона, но и здесь уровень конкуренции довольно высок.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

- **Узкая специализация на гипермаркетах, магазины меньшего формата пока дополнение к основному бизнесу.** На конец 1 пол. 2012 г. сеть О'КЕЙ состояла из 75 магазинов (45 гипермаркетов и 30 супермаркетов под брендом) общей торговой площадью 368 тыс. кв. м. (для сравнения, у X5 – 1,82 млн кв.м.; у Магнита – 2,12 млн кв.м.). При этом на долю гипермаркетов «О'КЕЙ» приходилось около 89% всех площадей ритейлера, остальные 11% - супермаркеты «О'КЕЙ-Экспресс».

Исторически, с момента создания (в 2001 г.), компания специализировалась на формате классического европейского гипермаркета (площадью 7,3 тыс. кв.м.), в котором представлен широкий ассортиментный ряд (35 тыс. наименований) с акцентом на свежие продукты и деликатесы, а также непродовольственные товары. Данный формат достаточно перспективный для России, поскольку еще слабо представлен на рынке, но весьма востребован обеспеченной частью российского среднего класса. Тем не менее, как показал кризис 2008-2009 гг., наибольшей популярностью у населения пользовались магазины эконом-класса (дискаунтеры), в то время как трафик в гипермаркетах и супермаркетах снижался. Для диверсификации бизнеса О'КЕЙ, по заявлению менеджмента, намерен более активно открывать магазины меньшего формата, в частности супермаркеты (площадью 1,3 тыс. кв.м. с ассортиментным рядом 9 тыс. позиций, расположенных в густонаселенных жилых массивах). Кроме того, в СМИ была информация о планах О'КЕЙ наряду с супермаркетами начать развитие сети дискаунтеров, количество которых к 2016 г. должно достичь 100. Вместе с тем, сейчас говорить о диверсификации бизнеса компании по форматам магазинов преждевременно.

- **Наивысшие в сегменте гипермаркетов продажи.** Узкая специализация О'КЕЙ на крупноформатной рознице и профессионализм менеджмента (команда с опытом работы во французской сети «Ашан») вылились в самый высокий в сегменте гипермаркетов уровень продаж с 1 кв. м. торговой площади (около 307 тыс. руб. в 2011 г. против 279 тыс. – у Х5 и 204 тыс. – у Магнита). При этом по итогам 1 пол. 2012 г. показатель LFL сети О'КЕЙ был на уровне 7,9% (рост был как в трафике – 4,0%, так и среднем чеке – 3,7%). Здесь важно отметить, что за тот же период у Х5 ситуация в гипермаркетах была прямо противоположная – LFL снизился на 12,2%, причем основные сложности возникли с трафиком, который сократился на 8,3%. В целом, по всей сети Х5 показатель LFL уменьшился на 2,5% (трафик снизился на 3%, средний чек прибавил 0,5%). Для сравнения, сопоставимые продажи Магнита в январе-июне выросли на 3,5%, а LFL гипермаркетов сети – на 5,7%. В дальнейшем (в 2012-2013 гг.) О'КЕЙ намерен удерживать прирост LFL на уровне 7%.
- **Хорошая для продуктового ритейла прибыльность бизнеса.** Демонстрируя высокий прирост торговых площадей (на 25-30% в год), сети О'КЕЙ удается поддерживать рентабельность бизнеса на хорошем для отрасли уровне 8% по EBITDA margin в 2011 г. (к примеру, 8,2% было у Магнита и 7,3% - у Х5). Подобных результатов компании удается добиваться благодаря высоким продажам, эффекту масштаба, низким операционным затратам и др. В то же время по итогам 1 пол. 2012 г. рентабельность EBITDA была чуть ниже – 6,8%, впрочем, как и годом ранее – 6,5%, что связано с сезонностью бизнеса и запуском новых гипермаркетов ближе к концу года – сезону высоких предпраздничных продаж. В 2012-2013 гг. О'КЕЙ планирует поддерживать EBITDA margin в диапазоне 7,8-8,0%. Мы считаем, однако, что из-за активной региональной экспансии, рентабельность компании может быть ближе к нижней границе диапазона (около 7,8%).
- **Долговая нагрузка умеренная.** По итогам 1 пол. 2012 г. размер долга сети О'КЕЙ составил 14,0 млрд руб., показав рост на 16,1% к 2011 г. При этом соотношение Долг/EBITDA равнялось 1,7х, Чистый долг/EBITDA – 1,5х, что является вполне приемлемым уровнем (для сравнения, у Магнита последняя метрика была 1,1х, у Х5 – 3,4х). Отметим, что рост долга О'КЕЙ в 1 пол. 2012 г. был вызван привлечением краткосрочных кредитов (рост на 71,7% к 2011 г. до 9,1 млрд руб. или 64,9% кредитного портфеля). По данным менеджмента, подобная «картина» традиционна для сети, поскольку в начале года привлекаются короткие кредиты под комфортные ставки (средняя ставка по портфелю порядка 10% годовых), которые погашаются в конце года после высокого сезона предновогодних продаж. В то же время руководство компании сообщило, что в июле этого года за счет банковского кредита было рефинансировано 2,5 млрд руб. долга, еще 5 млрд руб. в ноябре предполагается покрыть посредством размещения облигаций. По итогам 2012 г. метрика Чистый долг/EBITDA ожидается ритейлером на уровне 1,7х, при этом финансовой политикой О'КЕЙ закреплена цифра не более 2,0х.

Финансовые результаты сети О'КЕЙ (МСФО)

| млрд руб. | 2010 | 2011 | Изм., % | 1 пол. 2011 | 1 пол. 2012 | Изм., % |
|---|---------------|---------------|------------------|--------------------|--------------------|----------------------------|
| Выручка | 82,667 | 93,134 | 12,7 | 42,798 | 54,122 | 26,5 |
| Операционный денежный поток | 5,111 | 6,401 | 25,2 | -0,035 | 0,071 | - |
| EBITDA | 7,127 | 7,510 | 5,4 | 2,771 | 3,705 | 33,7 |
| <i>margin</i> | <i>8,6%</i> | <i>8,1%</i> | <i>-0,5 п.п.</i> | <i>6,5%</i> | <i>6,8%</i> | <i>0,3 п.п.</i> |
| Чистая прибыль | 2,684 | 3,240 | 20,7 | 1,081 | 1,470 | 36,0 |
| <i>margin</i> | <i>3,2%</i> | <i>3,5%</i> | <i>0,3 п.п.</i> | <i>2,5%</i> | <i>2,7%</i> | <i>0,2 п.п.</i> |
| | 2010 | 2011 | Изм., % | 1 пол. 2011 | 1 пол. 2012 | 1 пол. 2012/2011, % |
| Активы | 36,927 | 43,732 | 18,4 | - | 43,417 | -0,7 |
| Дебиторская задолженность | 1,277 | 1,924 | 50,7 | - | 1,828 | -5,0 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 5,707 | 2,942 | -48,4 | - | 1,561 | -46,9 |
| Долг | 11,571 | 12,071 | 4,3 | - | 14,019 | 16,1 |
| <i>краткосрочный</i> | <i>3,702</i> | <i>5,303</i> | <i>43,2</i> | <i>-</i> | <i>9,104</i> | <i>71,7</i> |
| <i>долгосрочный</i> | <i>7,869</i> | <i>6,768</i> | <i>-14,0</i> | <i>-</i> | <i>4,915</i> | <i>-37,7</i> |
| Чистый долг | 5,864 | 9,129 | 55,7 | - | 12,458 | 36,5 |
| Кредиторская задолженность | 11,737 | 15,338 | 30,7 | - | 12,748 | -16,9 |
| Долг/EBITDA | 1,6 | 1,6 | - | - | 1,7 | - |
| Чистый долг/EBITDA | 0,8 | 1,2 | - | - | 1,5 | - |

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

- **Капвложения останутся высокими, риск роста долговой нагрузки присутствует.** В условиях возрастающей конкуренции перед О'КЕЙ стоит целый ряд задач – расширение сети за пределы основного рынка (С.-Петербурга), в первую очередь, в направлении Московского региона, а также диверсификация бизнеса за счет меньших форматов магазинов (супермаркетов, дискаунтеров) в дополнении к основному. Так, менеджмент ритейлера сообщил, что в ближайшей перспективе 50% капзатрат будет направляться на строительство гипермаркетов, а вторая половина пойдет на открытие магазинов на арендованных площадях. При этом строительство гипермаркета «под ключ» в среднем обходится для О'КЕЙ в 1,2 млрд руб., а открытие на арендованных площадях – 400 млн руб.

В то же время летом этого года в СМИ сообщалось о планах ритейлера наряду с супермаркетами начать развитие сети дискаунтеров в количестве до 100 магазинов к 2016 г., на что будет потрачено около 500 млн долл. (порядка 15,7 млрд руб.). Оценить, насколько развитие нового для О'КЕЙ формата будет удачным, пока затруднительно, поскольку экспертиза управления сетью магазинов меньшего размера у руководства компании ограничена. Вместе с тем, учитывая планы менеджмента по региональной экспансии и диверсификации форматов магазинов, капзатраты ритейлера продолжают оставаться высокими (в 2012 г. их размер оценивается компанией на уровне 12 млрд руб.). В этой связи долговая нагрузка О'КЕЙ с большей уверенностью может вырасти, но, скорее всего, не выйдет за рамки, обозначенные менеджментом – Чистый долг/ЕВITDA не более 2,0х.

Резюме: В целом, О'КЕЙ можно назвать крепким «нишевым» игроком продуктовой розницы с экспертизой в гипермаркетах, что позволяет обеспечивать наивысшие продажи в сегменте и поддерживать рентабельность на хорошем уровне, при этом долговая нагрузка находится на приемлемом уровне. Но узкая специализация и региональная концентрация бизнеса, на наш взгляд, являются основными рисками для кредитного профиля, поскольку в условиях возрастающей конкуренции и неопределенности в экономике перед О'КЕЙ стоит ряд задач – расширение сети за пределы С.-Петербурга и диверсификация по форматам магазинов, что потребует значительных инвестиций в ближайшие годы, поэтому риски роста долга остаются высокими.

Наши рекомендации. Для сети О'КЕЙ размещение будет дебютным, хотя ранее у компании был зарегистрирован выпуск облигаций ООО «О'КЕЙ-Финанс» серии 01 объемом 2 млрд руб., но эмитент так и не вышел на долговой рынок, а бумаги были аннулированы.

Вместе с тем, относительно недавно (в октябре) на том же временном отрезке прошли размещения биржевых облигаций Магнита (-/BB-/) серии БО-07 и ИКС 5 Финанс (В1/В+/-) серии БО-01, которые состоялись с доходностью 9,1% и 9,73% годовых соответственно. Сейчас облигации Магнита торгуются с доходностью 9,08% годовых (спрэд к кривой ОФЗ порядка 210 б.п.), а Х5 – 9,76% годовых (около 270 б.п.). На наш взгляд, данные выпуски являются наиболее репрезентативными для позиционирования бондов О'КЕЙ.

В свою очередь, по размеру бизнеса О'КЕЙ заметно уступает лидерам отрасли – по выручке (1,8 млрд долл. за 1 пол. 2012 г.) в 4,4 раза меньше в сравнении с Х5 и в 3,8 раза – с Магнитом; по размеру торговых площадей (368 тыс. кв.м.) – в 4,9 раза и 5,8 раза меньше соответственно.

В то же время накопленный О'КЕЙ опыт в сегменте гипермаркетов обеспечивает сети самый высокий в сегменте гипермаркетов уровень продаж с 1 кв. м. торговой площади (около 307 тыс. руб. в 2011 г. против 279 тыс. – у Х5 и 204 тыс. – у Магнита) и достаточно высокую для отрасли рентабельность (на уровне 8,0% по ЕВITDA margin против 7-10% - у Магнита и Х5).

Долговая нагрузка О'КЕЙ по итогам 1 пол. 2012 г. на фоне других крупных игроков рынка была умеренной: соотношение Чистый долг/ЕВITDA – 1,4х против 1,1х – у Магнита и 3,4х – у Х5. При этом здесь необходимо учитывать риски наращивания долговой нагрузки сети О'КЕЙ в свете ее планов по активной региональной экспансии и диверсификации бизнеса по форматам магазинов. При этом менеджмент сети обозначил максимально возможное значение метрики Чистый долг/ЕВITDA на уровне 2,0х, ожидая по итогам 2012 г. цифру 1,7х.

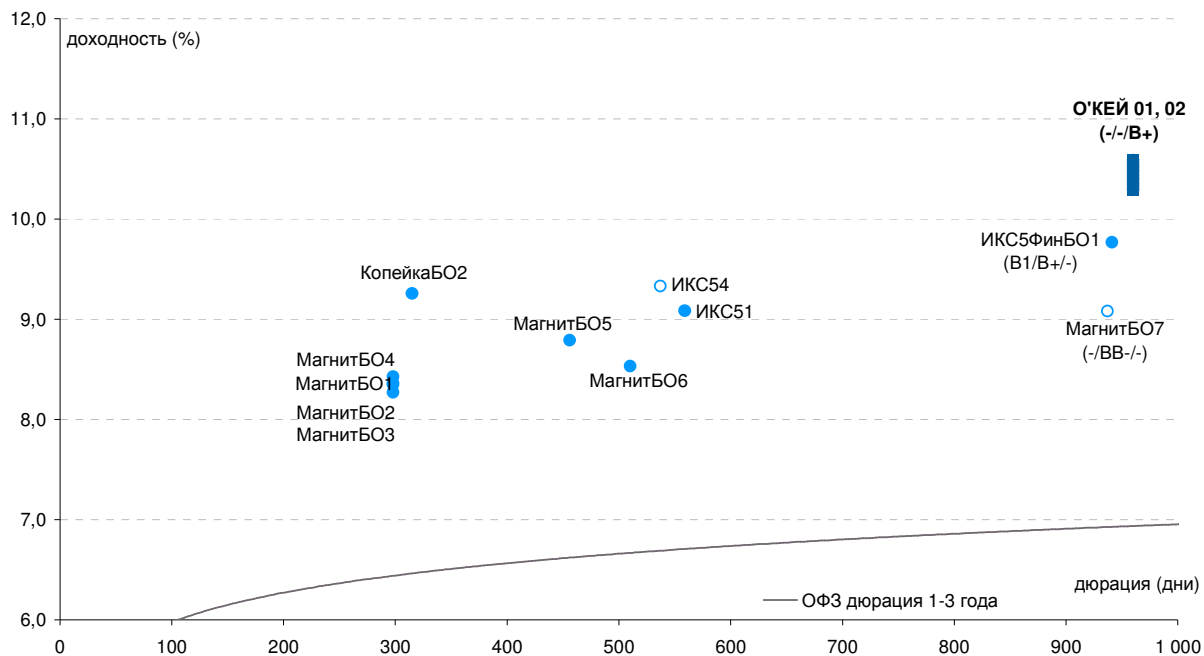
Учитывая приведенные выше различия в масштабах бизнеса и особенности кредитного профиля сравниваемых компаний, а также риски О'КЕЙ, связанные с узкой специализацией на крупноформатной рознице, концентрацией бизнеса в С.-Петербурге и ростом долга, исходя из обозначенных спрэдов, мы считаем, что облигации О'КЕЙ могут представлять интерес с премией как минимум 80 б.п. к бумагам Х5 и Магнита, то есть ближе к верхней границе индикатива с доходностью от 10,5% годовых.

Финансовые результаты продуктовых сетей (МСФО)

| млн долл. | О'КЕЙ | | Х5 | | Магнит | |
|------------------------------------|-------------|-------|------------|--------|------------|--------|
| | 1 пол. 2012 | 2011 | 1 пол.2012 | 2011 | 1 пол.2012 | 2011 |
| Выручка | 1 771 | 3 168 | 7 859 | 15 455 | 6 776 | 11 423 |
| Чистый операционный денежный поток | 2 | 218 | -8 | 926 | 403 | 949 |
| ЕВITDA | 121 | 255 | 554 | 1 130 | 671 | 939 |
| <i>ЕВITDA margin</i> | 6,8% | 8,0% | 7,1% | 7,3% | 9,9% | 8,2% |
| Чистая прибыль | 47 | 110 | 135 | 302 | 340 | 419 |
| <i>margin</i> | 2,7% | 3,5% | 1,7% | 2,0% | 5,0% | 4,3% |
| Активы | 1 323 | 1 358 | 8 556 | 8 810 | 5 487 | 5 447 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 48 | 91 | 166 | 385 | 128 | 534 |
| Финансовый долг, в т.ч.: | 427 | 375 | 3 691 | 3 610 | 1 499 | 1 617 |
| <i>долгосрочный</i> | 150 | 210 | 2 521 | 2 697 | 1 392 | 1 424 |
| <i>краткосрочный</i> | 277 | 165 | 1 170 | 913 | 107 | 192 |
| Чистый долг | 380 | 284 | 3 525 | 3 225 | 1 371 | 1 072 |
| Фин.долг/ЕВITDA | 1,6 | 1,5 | 3,6 | 3,2 | 1,2 | 1,7 |
| Чистый долг/ЕВITDA | 1,4 | 1,1 | 3,4 | 3,1 | 1,1 | 1,2 |

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

График доходности облигаций продуктовой розницы (07.11.2012 г.)



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютов

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.