



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**X5 (Ва3/BB-/BB): итоги 1 пол. 2015 г. по МСФО.**

## X5 (Ва3/BB-/BB): итоги 1 пол. 2015 г. по МСФО.

X5 представил финансовые результаты за 1 пол. 2015 г. по МСФО, которые оказались чуть лучше консенсус-прогноза, в частности по EBITDA. Так, выручка сети выросла на 28% (г/г) до 383 млрд руб., EBITDA – на 30% (г/г) до 28 млрд руб., при этом EBITDA margin составила 7,2% («+0,1 п.п.» г/г). Рост выручки X5 обеспечило активное расширение сети и высокие сопоставимые продажи. Компания смогла удержать прибыльность бизнеса, несмотря на ухудшение операционной среды, главным образом за счет эффективности «Пятерочек» (EBITDA margin 7,9%), которые демонстрируют уверенные результаты в текущих реалиях, в том числе после реновации. X5 демонстрирует схожую с Магнитом динамику, хотя последний все-таки немного опережает по темпам, а также в марже. Долговая нагрузка X5 кардинально не изменилась: долг составил 129 млрд руб. («-1,5%» к 2014 г.), метрика Чистый долг/EBITDA – 2,4х против 2,3х в 2014 г. Короткий долг на конец июня в размере 31 млрд руб. не покрывался денежными средствами на счетах в объеме 5 млрд руб., впрочем, по данным компании, имелись невыбранные кредитные линии на общую сумму 114,9 млрд руб. Мы не ждем реакции в облигациях ИКС 5 Финанс на отчетность с доходностью бумаг ниже 12%.

*Сеть X5 представила итоги 1 пол.2015 г по МСФО...*

*Результаты немного превзошли консенсус-прогноз...*

*Выручка выросла на 28% до 383 млрд руб., EBITDA margin удерживается на уровне 7,2%...*

*Основной вклад в прибыльность внесли магазины Пятерочка, наиболее востребованные в текущих экономических реалиях...*

**Комментарий.** Вчера X5 представил финансовые результаты за 1 пол. 2015 г. по МСФО, которые оказались чуть лучше консенсус-прогноза, в частности по значению показателя EBITDA.

Так, в январе-июне X5 увеличил выручку на 28% (г/г) до 383 млрд руб., EBITDA – на 30% (г/г) до 28 млрд руб., при этом EBITDA margin составила 7,2% («+0,1 п.п.» г/г). Рост выручки X5 обеспечило активное расширение сети (торговая площадь выросла на 24% (г/г) до 2,84 млн кв. м.) и высокие сопоставимые продажи (LfL составил 16,3% (ср. чек – 13,4%; трафик – 2,6%)). Вместе с тем, X5 смогла удержать прибыльность бизнеса, несмотря на ухудшение операционной среды, главным образом за счет эффективности «Пятерочек» (EBITDA margin 7,9%), которые демонстрируют уверенные результаты в текущих реалиях, в том числе после реновации. Рентабельность других форматов при этом снижалась – EBITDA margin супермаркетов Перекрестк составила 7,7% («-2,4 п.п.» г/г), гипермаркетов Карусель – 4,9% («-1,2 п.п.»).

Вместе с тем, у X5 сократился в 1 пол. 2015 г. размер операционного денежного потока к аналогичному периоду 2014 г. в 1,8 раз – с 8,1 до 4,6 млрд руб. в результате изменений в оборотном капитале, в частности из-за снижения кредиторской задолженности, что, по данным компании, было связано с решением X5 расплачиваться с поставщиками в более короткие сроки. Скорее всего, это касается в первую очередь местных производителей, которых ритейлер таким образом мог поддержать в рамках импортозамещения на фоне введенного продуктового эмбарго и обеспечения стабильности поставок.

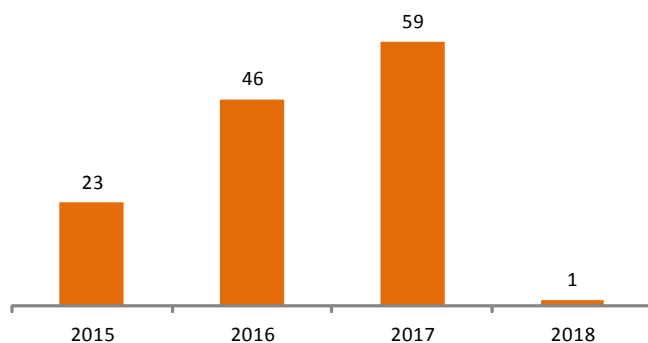
| Ключевые финансовые показатели<br>(МСФО) млрд руб. | Магнит (-/ВВ+/-) |             |            | X5 (Ваз/ВВ-/ВВ) |             |           |
|--|------------------|-------------|------------|-----------------|-------------|-----------|
|  | 1 пол. 2014      | 1 пол. 2015 | Изм. %     | 1 пол. 2014     | 1 пол. 2015 | Изм. %    |
| Количество магазинов, шт.                          | 8 618            | 10 728      | 24,5       | 4 779           | 5 971       | 24,9      |
| Общая торговая площадь, тыс.                       | 3 189            | 3 928       | 23,2       | 2 296           | 2 844       | 23,9      |
| Выручка  | 349              | 455         | 30,3       | 300             | 383         | 27,6      |
| ЕБИТДА   | 37               | 49          | 33,0       | 21              | 28          | 29,8      |
| ЕБИТДА margin                                      | 10,5%            | 10,7%       | 0,2 п.п.   | 7,1%            | 7,2%        | 0,1 п.п.  |
| Чистая прибыль                                     | 20               | 25          | 28,8       | 6               | 8           | 23,2      |
| margin   | 5,6%             | 5,5%        | -0,06 п.п. | 2,2%            | 2,1%        | -0,1 п.п. |
|  | 2014             | 1 пол. 2015 | Изм. %     | 2014            | 1 пол. 2015 | Изм. %    |
| Активы   | 345              | n/a         | -          | 351             | 349         | -0,5      |
| Денежные средства и эквиваленты                    | 18               | n/a         | -          | 26              | 5           | -82,3     |
| Долг   | 96               | n/a         | -          | 131             | 129         | -1,5      |
| краткосрочный                                      | 51               | n/a         | -          | 16              | 31          | 94,4      |
| долгосрочный                                       | 44               | n/a         | -          | 115             | 98          | -14,7     |
| Чистый долг  | 78               | n/a         | -          | 105             | 124         | 18,2      |
| Долг/ЕБИТДА  | 1,1              | -           | -          | 2,9             | 2,5         | -         |
| Чистый долг/ЕБИТДА                                 | 0,9              | -           | -          | 2,3             | 2,4         | -         |

Источники: данные компаний, PSB Research

**X5 демонстрирует схожую с Магнитом динамику, но последний все-таки немного опережает по темпам, также в марже...**

X5 демонстрирует схожую с Магнитом динамику, хотя последний все-таки немного опережает в 1 п/г по темпам, а также в марже. Напомним, в июле X5 приобрела сеть Соседушка, состоящую из 100 магазинов в Оренбурге и Оренбургской области суммарной торговой площадью 36,7 тыс. кв. м. Данное приобретение стало уже третьим в этом году, таким образом X5 планирует опередить своего конкурента Магнит, играя на его территории, т.е. используя региональную экспансию, как за счет органического роста, так и M&A-сделок. Вместе с тем, сектор во 2 п/г., похоже, продолжит находиться под давлением ухудшения экономической ситуации и снижения реальных доходов населения, что будет непосредственно влиять на потребительскую активность и поведение покупателей. Впрочем, мультиформатная модель бизнеса X5 должна несколько сгладить происходящие изменения.

График погашения долга X5 Retail Group, млрд руб.



Источники: данные компании, PSB Research

**Долговая нагрузка X5 кардинально не изменилась – метрика Чистый долг/ЕБИТДА составила 2,4х против 2,3х в 2014 г...**

Долговая нагрузка X5 кардинально не изменилась: долг составил 129 млрд руб. («-1,5%» к 2014 г.), метрика Чистый долг/ЕБИТДА – 2,4х против 2,3х в 2014 г. Короткий долг на конец июня в размере 31 млрд руб. не покрывался денежными средствами на счетах в объеме 5 млрд руб. (против 26 млрд руб. в 2014 г.) Впрочем, по данным компании, имелись невыбранные кредитные линии на общую сумму 114,9 млрд руб.

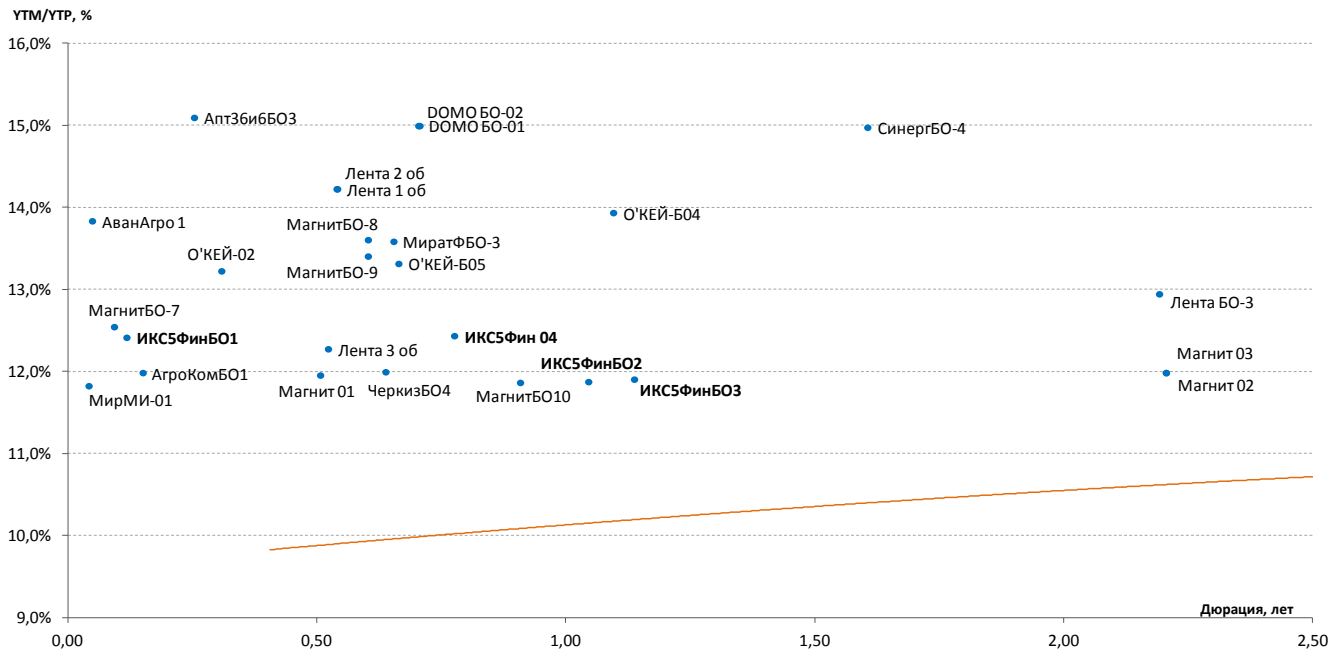
**Риски рефинансирования короткого долга остаются умеренными...**

Отметим, что в 1 п/г X5 заметно сократил «подушку» ликвидности, инвестировав в развитие сети почти 25 млрд руб., на которые в том числе было открыто 332 новых магазина, из них 315 – Пятерочек, что в 2 раза больше, чем годом ранее. Напомним, что Сарех ритейлера в 2014 г. составил 34,4 млрд руб.

**Мы не ждем особой реакции в рублевых бондах ИКС 5 Финанс на отчетность...**

Мы не ждем реакции в облигациях ИКС 5 Финанс на публикацию довольно неплохих, особенно для текущих экономических условий, финансовых результатов, учитывая доходность ниже 12% годовых по относительно ликвидным выпускам. Среди обращающихся облигаций продуктовых ритейлеров по доходности наиболее привлекательно смотрится выпуск ОКЕЙ (-/ВВ+) серии БО-04 (УТР 13,93%/1,1 г.), впрочем, и финансовые показатели компании по 1 п/г будут, скорее всего, ниже других крупных игроков.

Карта доходностей: Ритейл и пищевая промышленность



***Александр Полютков***

## Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

### PSB RESEARCH

**Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов**

**Илья Фролов**

**Екатерина Крылова**

**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Дмитрий Монастыршин**

**Дмитрий Грицкевич**

**Алексей Егоров**

**Александр Полютов**

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко**

**Ольга Целинина**

**Дмитрий Иванов**

**Константин Квашнин**

**Собаев Руслан**

**Евгений Жариков**

**Борис Холжигитов**

**Устинов Максим**

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин**

**Александр Сурпин**

**Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков**

**Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко**

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.