

Рублевые корпоративные облигации

27 июля 2009 г.

Аналитический обзор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Магнит vs. X5: сравнение результатов за 1п2009 года

Мы решили проанализировать результаты Магнита и X5 и их стратегии в текущих рыночных условиях

Недавно две крупнейшие розничные сети в России (Магнит и X5) опубликовали свои операционные показатели за 1п2009 года, и мы решили провести сравнение результатов их деятельности в достаточно непростых рыночных реалиях. Сокращение потребления и снижение оборота розничной торговли продовольственными товарами, наблюдающееся в России в течение 1п2009 года (-1.3% у-о-у в реальном исчислении), оказывает непосредственное влияние на результаты и стратегии выбранных нами компаний. Поскольку оба розничных оператора представлены на российском долговом рынке, а доходности их рублевых облигаций находятся, по сути, в одном диапазоне, целью нашего анализа является определение наиболее привлекательного инструмента для инвесторов.

Финансовые результаты X5 и Магнита по МСФО (млн долл.США)

| Период | Выручка | ЕБИТДА | Рентабельность по ЕБИТДА | Валовый долг | Долг / ЕБИТДА, Раз | Чистый Долг / ЕБИТДА, Раз |
|----------------|---------|--------|--------------------------|--------------|--------------------|---------------------------|
| Магнит 2008 | 5 348 | 409 | 7.6% | 740 | 1.8 | 1.5 |
| Магнит 1кв2009 | 1 128 | 102 | 9.0% | 766* | 1.9* | 1.8* |
| X5 2008 | 8 353 | 768 | 9.2% | 2 059 | 2.7 | 2.3 |
| X5 1кв2009 | 1 867 | 163 | 8.7% | 1 863 | 2.9 | 2.7 |

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

**Сумма валового долга и денежной наличности Магнита по МСФО на конец 1кв2009 не раскрывалась компанией и представлена согласно данным по РСБУ*

По результатам 1кв2009 года кредитное качество обеих компаний выглядит вполне приемлемо

Кредитное качество обеих компаний, по нашему мнению, выглядит вполне приемлемо. Результаты Магнита в 1кв2009 года весьма позитивны: на фоне несколько увеличившейся долговой нагрузки компания показала существенный рост рентабельности по ЕБИТДА. Долговая нагрузка X5 гораздо выше, однако львиная часть долга компании приходится на синдицированный кредит в объеме 1090 долл. США с единовременным погашением в декабре 2010 года. Мы полагаем, что X5 еще обладает достаточным запасом времени для того, чтобы подготовиться к рефинансированию данного кредита. По словам компании, снижение рентабельности X5 в 1кв2009 было «управляемым» и связано, в первую очередь, с интеграцией сети гипермаркетов Карусель и, поэтому, не вызывает особых опасений.

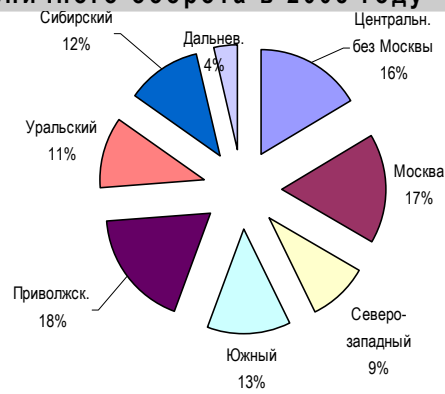
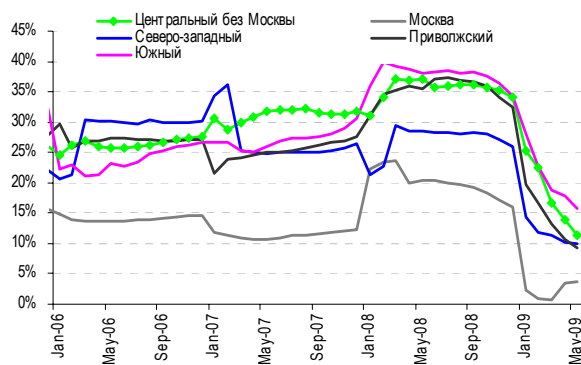
Ключевой фактор в 2009 году - региональная структура продаж

Мы полагаем, что основное влияние на финансовые результаты розничных сетей в 2009 году будет оказывать их региональная структура продаж. Более 50% чистых продаж X5 сконцентрировано в Москве и Петербурге, в то время как у Магнита они в основном приходятся на Южный, Приволжский и Центральный (исключая Москву) Федеральные Округи.

Кризисное падение розничных продаж в Москве и СЗФО более умеренное, чем в остальных регионах

Если проанализировать динамику розничного оборота в интересующих нас регионах, то можно заметить, что кризисное падение в Москве и Северо-западном округе было более умеренным, чем в Южном, Приволжском и Центральном (без Москвы) округах. В то же время темпы роста оборота в трех последних округах остались выше, чем в Москве, что, скорее всего, означает продолжающийся процесс выхода розничной торговли из тени (и более полное включение в статистику) в этих регионах. Кроме того, необходимо отметить, что если в Москве и СЗО в последние месяцы происходит замедление падения розничной выручки, то в ЦФО, ЮФО и ПФО разворота тенденции пока не произошло.

Динамика розничного оборота (номинальные темпы прироста, уоу) Региональная структура розничного оборота в 2008 году



Мы рассматриваем операционные результаты компаний за 1п2009 года и их обновленные стратегии

Обе компании представили неаудированные операционные результаты за 1п2009 года, которые, по нашему мнению, достаточно четко отражают региональную специфику их продаж с учетом описанных выше тенденций. Далее мы подробнее остановимся на рассмотрении операционных результатов, а также разберемся в стратегиях, которые избрала для себя каждая из рассматриваемых нами компаний.

LFL динамика основных показателей в 1п2009 г. против 1п2008 г.

| | Чистые продажи в рублях | Чистые продажи в рублях (скорректированные на инфляцию*) | Средний чек | Средний чек (скорректированный на инфляцию*) | Трафик |
|--------|-------------------------|--|-------------|--|--------|
| Магнит | 10.2% | -4.3% | 11.1% | -3.4% | -0.8% |
| X5 | 12.0% | -2.5% | 7.0% | -7.5% | 5.0% |

* Инфляция продовольственных товаров 14.5% в 1п2009 к 1п2008

Источник: неаудированные операционные результаты компаний за 1п2009 г.; оценки Райффайзенбанка

Скорректированные на инфляцию показатели падают; у Магнита сокращается и трафик...

Как видно из таблицы, сопоставимые продажи обеих компаний в 1п2009 года скорректированные на инфляцию в секторе продовольственных товаров показали негативную динамику. В отрицательной зоне оказался и рост скорректированного на инфляцию среднего чека, а в случае Магнита негативную динамику показал и объем трафика – т.е. количество средних чеков.

...что объясняется негативным макроэкономическим фоном и снижением темпов роста в формате «гипермаркет»

Снижение сопоставимых продаж и среднего чека (скорректированных на инфляцию) является вполне очевидным фактом на фоне сокращения реальных доходов населения и розничного оборота в стране, однако, процесс этот протекает по-разному в зависимости от региона и, следовательно, по-разному влияет на розничные сети. Кроме того, на динамику продаж также влияет формат магазинов – сейчас наблюдается существенное замедление темпов роста продаж в формате гипермаркет и супермаркет по сравнению с форматом дискаунтера.

X5 успешно замещает сокращение темпов роста в регионах, растущими продажами в Москве

Более 50% чистых продаж X5 приходится на Москву – регион, с одним из наибольших уровней доходов населения и наименьшей степенью снижения потребления. Благодаря такой структуре продаж X5 успешно замещает сокращение темпов роста трафика в своих региональных сетях, значительным его ростом в столичных магазинах. Рост трафика в Москве происходит в основном в формате «дискаунтер» и «супермаркет» за счет существенного притока покупателей из более дорогих сетей и испытывающих проблемы конкурентов.

Снижение трафика в Магните может быть связано со спадом в формате «гипермаркет»

В то же время основные продажи Магнита сконцентрированы в регионах, где доходы населения изначально были гораздо ниже, а падение потребительского спроса оказалось гораздо глубже, чем в столице. Мы полагаем, что снижение трафика в Магните обусловлено более глубоким спадом посещаемости гипермаркетов, который не компенсируется ростом в столичном регионе, как это происходит у X5. Мы считаем, что, отчасти, такая тенденция также обусловлена низким проникновением дорогих сетей в регионах по сравнению с Москвой.

Магнит расширяется гораздо быстрее, чем Х5, но обе компании показали существенный рост чистых продаж с учетом новых магазинов

Столкнувшись с новыми условиями в операционной среде, обе компании внесли коррективы в свои стратегии, которые, по нашему мнению, наиболее четко отражают различные условия, в которых компаниям приходится вести бизнес. Чистые продажи (с учетом новых магазинов) Магнита и Х5 увеличились в 1п2009 года на 34% и 26%, соответственно, к аналогичному периоду прошлого года, однако эта позитивная динамика была достигнута несколько разными способами. Существенным отличием в развитии рассматриваемых нами компаний оказалась динамика чистых открытий магазинов: в то время как у Х5 в течение первого полугодия 2009 открылось 63 магазина (+5%), то у Магнита – 226 новых магазинов (+9%).

Х5 сфокусировалась на оптимизации расходов в большей степени, чем на расширении сети

Успешно завершив сделку по приобретению сети гипермаркетов «Карусель» в 2008 году и благодаря своим сильным позициям в московском регионе Х5 имеет хорошие возможности для органического роста. В этой связи, в 2009 году компания в основном сфокусировалась на оптимизации расходов, а не на расширении сети. Отчасти такая стратегия обусловлена тем, что возможности роста Х5 за счет увеличения долговой нагрузки сейчас ограничены (как из-за дороговизны новых кредитных ресурсов, так и ограничений, прописанных в действующих кредитных соглашениях). Судя по всему, компания не хочет оказывать дополнительное давление на рентабельность по EBITDA, финансируя открытие большого числа новых магазинов за счет собственных средств.

Региональная специфика вынуждает Магнит идти по экстенсивному пути развития

Магнит, предпочел экстенсивный путь развития, и рост его продаж был во многом обеспечен за счет увеличения количества торговых точек. Мы полагаем, что выбор такой стратегии обусловлен тем, что региональная структура продаж компании представляет ему меньшие, чем у Х5, возможности интенсивного роста. Поэтому Магниту приходится продолжать активное расширение в регионах своего присутствия. Магнит также как и Х5 сфокусирован на снижении расходов и, судя по росту EBITDA рентабельности в 1кв2009 года, был в большей степени успешен в данном направлении. При этом открытие новых магазинов финансируется в основном за счет собственных ресурсов без существенного увеличения долговой нагрузки.

Мы считаем, что Х5 избрала более консервативную стратегию...

В целом, мы полагаем, что стратегия, избранная Магнитом и приносящая ему большой успех в текущем периоде, является более рискованной если спад в потреблении продолжит углубляться. Мы не исключаем, что в случае реализации такого сценария Магниту придется пересматривать результаты своей недавней экспансии, а его инвестиции в развитие могут оказаться убыточными. Мы полагаем, что Х5, сфокусировавшись на наиболее платежеспособном сегменте потребителей и довольно консервативно подходя к расширению сети, будет проигрывать по основным показателям Магниту в ближайшее время, однако будет лучшим образом подготовлена к усугублению негативных тенденций в потреблении.

... и считаем, что она несет меньше рисков для кредитного профиля компании

Учитывая продолжающееся падение розничного оборота в регионах (в отличие от Москвы), а также достаточно негативные прогнозы по уровню безработицы и темпам роста реальных зарплат в России, мы придерживаемся мнения, что консервативная стратегия развития, избранная Х5, выглядит более приемлемой с кредитной точки зрения.

Рублевые выпуски Х5 выглядят более привлекательными во многом благодаря их наличию в ломбардном списке ЦБ

На сегодняшний день на рынке представлено два рублевых выпуска Х5: ИКС5 Финанс 1 (дюрация 0.9 лет; доходность к погашению 14.5%-15.5%) и ИКС5 Финанс 4 (дюрация 1.6 лет; доходность к оферте 16.4%-16.5%). Магнит представлен на рынке одним выпуском второй серии с дюрацией 2.4 года и доходностью к погашению 15.34%. Мы полагаем, что бумаги Х5 выглядят более привлекательными как с точки зрения кредитного качества эмитента, так и по соотношению доходность/дюрация. Немаловажным преимуществом рублевых облигаций Х5 перед инструментами Магнита является наличие первых в ломбардном списке ЦБ благодаря присвоенным рейтингам (S&P: BB-; Moody's: B1).

Первый выпуск Х5 может быть интересен в рамках стратегии В&Н, а четвертый выглядит «перепкупленным»

В рамках стратегии buy&hold мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на выпуск ИКС5 Финанс 1, который обладает довольно короткой дюрацией и, предлагая спред к доходности Москва-62 порядка 200 б.п., может быть интересен с точки зрения покупки. Для инвесторов, желающих сыграть на более длинной дюрации, может быть интересен выпуск ИКС5 четвертой серии, однако текущие цены (104% от номинала), по нашему мнению, не представляют большого потенциала для роста цены этого выпуска.

ЗАО «Райффайзенбанк»

| | |
|---------|--------------------------------|
| Адрес | 119071, Ленинский пр-т, д. 15А |
| Телефон | (+7 495) 721 9900 |
| Факс | (+7 495) 721 9901 |

Аналитика

| | | |
|------------------|----------------------------------|-------------------|
| Константин Сорин | konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2893 |
| Антон Плетенев | anton.pletenev@raiffeisen.ru | (+7 495) 221 9801 |

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

| | | |
|-----------------------|---------------------------------------|-------------------|
| Наталья Пекшева | npekcheva@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 3609 |
| Андрей Бойко | aboiko@raiffeisen.ru | (+7 495) 775 5231 |
| Анастасия Евстигнеева | anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9971 |
| Антон Кеняйкин | anton.kenyaykin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9978 |

Торговые операции

| | | |
|------------------|--------------------------------|-------------------|
| Александр Лосев | alosev@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9976 |
| Александр Глебов | aglebov@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2857 |
| Семен Гавриленко | semen.gavrilenko@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9974 |

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

| | | |
|-----------------|--------------------------|-------------------|
| Никита Патрахин | npatrakhin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2834 |
|-----------------|--------------------------|-------------------|

Выпуск облигаций

| | | |
|---------------------|---------------------------------|-------------------|
| Олег Гордиенко | ogordienko@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2845 |
| Олег Корнилов | okornilov@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2835 |
| Екатерина Михалевич | emikhalevich@raiffeisen.ru | (+7 495) 775 5297 |
| Дмитрий Румянцев | droumiantsev@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2817 |
| Анастасия Байкова | abaikova@raiffeisen.ru | (+7 495) 225 9114 |
| Татьяна Костина | tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru | (+7 495) 225 9184 |
| Тимур Файзуллин | tfaizullin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9900 |

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.