

Рублевые корпоративные облигации

1 декабря 2009 г.

Аналитический обзор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

X5 обзор результатов за 3кв2009 года

X5 опубликовала показатели по МСФО за 3кв2009 года

Вчера крупнейшая в России розничная сеть X5 опубликовала показатели по МСФО за 3кв2009 года - в целом результаты позитивны и находятся в пределах ожиданий. Однако, по нашему мнению, наиболее интересные с кредитной точки зрения события относятся уже к четвертому кварталу текущего года - достигнутая договоренность со Сбербанком о предоставлении рублевого рефинансирования для синдицированного кредита X5 и приобретение сети универсамов Патэрсон. Мы по-прежнему позитивно оцениваем кредитный профиль компании, но не ожидаем заметной реакции в рублевых облигациях X5 на эти события.

Финансовые результаты X5 по IFRS, US\$ млн

Год	Выручка	Валовая рентабельность	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA	Чистый Долг / EBITDA	EBITDA / Фин.расходы
3кв2008	5 959	25.8%	542	9.1%	2 267	3.1	2.8	5.3
2008	8 353	25.7%	768	9.2%	2 059	2.7	2.3	7.0
2кв2009	3 978	24.6%	347	8.7%	1 962	2.8	2.6	4.6
3кв2009	6 081	24.4%	509	8.4%	2 019	3.0	2.6	4.4

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

В 3кв2009 X5 демонстрирует весьма ожидаемые тенденции

Третий квартал для X5 ознаменовался вполне ожидаемыми тенденциями:

- рост выручки как за счет увеличения сопоставимых продаж (+26% на основе *pro-forma*) так и открытия новых торговых площадей (+116 новых магазинов за 9мес2009);
- большая часть роста сопоставимых продаж по-прежнему приходится на формат «дискаунтер», что компенсирует продолжающееся сокращение трафика в региональных гипермаркетах и супермаркетах;
- «управляемое» сокращение валовой рентабельности до 24.4%, обусловленное введением принципа «самая низкая цена на весь ассортимент» в формате дискаунтер начиная со 2кв2009 года;
- умеренное снижение рентабельности EBITDA до 8.4% благодаря работе по улучшению операционной эффективности (в основном за счет сокращения расходов на персонал).

Основной позитивный момент – договоренность о рефинансировании синдицированного кредита

К ключевым позитивным моментам мы относим не имеющую отношения к публикации отчетности компании новость о том, что X5 достигла соглашения о рефинансировании львиной части долга, представленной синдицированным кредитом в объеме US\$ 1091 млн с единовременным погашением в декабре 2010 года (более 50% валового долга на конец 3кв2009 года). Согласно договоренности, в 4кв2010 года Сбербанк предоставляет компании гарантированную кредитную линию в рублях эквивалентную US\$ 1.1 млрд по курсу на день выдачи с процентной ставкой на уровне 400-650 б.п. в зависимости от срока погашения конкретного транша.

Наличие такой договоренности весьма важно для рейтинговых агентств и как следствие – держателей облигаций

По словам менеджмента компании, несмотря на уплачиваемую комиссию за поддержание обязательства со стороны Сбербанка, X5 может воспользоваться и другими возможностями по рефинансированию, в случае если такие возникнут в 2010 году. Необходимость в заключении этой договоренности уже в 2009 году мы объясняем тем фактом, что когда столь существенный объем долга окажется в категории краткосрочной задолженности компании (что произойдет уже в 4кв2009 года), отсутствие четких планов по его рефинансированию могло бы привести к снижению рейтингов компании и последующему пересмотру дисконтов в сделках РЕПО с ЦБ. Таким образом, наличие договоренности со Сбербанком является существенным фактором комфорта для держателей облигаций X5.

Приобретение Патэрсон не выходит за рамки инвестиционной программы Х5 на 2009 год	Следующим важным моментом является объявленное на прошлой неделе приобретение компанией сети универсамов Патэрсон (82 магазина). Сумма сделки составляет US\$ 190 млн в оплату за 100% акционерного капитала Патэрсон и финансируется полностью за счет собственных денежных средств, при чем инвестиционная программа Х5 в 2009 году остается в пределах ранее озвученного ориентира – 14 млрд рублей. Более половины из приобретенных магазинов (расположенных в основном в Москве и Петербурге) будут переведены в формат супермаркета, а региональные точки в большей части будут функционировать в формате дискаунтера.
Покупка весьма выгодна с точки зрения роста выручки Х5 в 2010 году...	Данное приобретение выглядит весьма обоснованным с точки зрения роста выручки Х5 в следующем году. Уже в 1п2009 года все приобретенные магазины будут функционировать под брендами Х5, что позволит компании увеличить количество супермаркетов на 25% в тех регионах, где такой формат демонстрирует неплохие результаты даже в кризисное время (Москва и Петербург). Весьма важно, что в виду вносимых поправок в закон «О торговле», приобретения такого рода уже в ближайшее время вряд ли будут возможны.
... и нейтральна с точки зрения долговой нагрузки компании	С точки зрения долговой нагрузки Х5 эта сделка скорее нейтральна поскольку объем чистого долга Патэрсон составляет всего US\$85 млн и его консолидация не окажет существенного влияния на кредитные показатели Х5. Во время вчерашней телеконференции, менеджмент компании также озвучил объем инвестиционной программы на 2010 год – 18 млрд рублей. По нашему мнению, учитывая текущие показатели Х5, такой объем капитальных вложений компании вполне будет под силу профинансировать за счет собственных средств, и мы не ожидаем роста долговой нагрузки Х5 в 2010 году.
Мы не ожидаем увидеть заметной реакции котировок облигаций Х5 на опубликованные результаты	Мы придерживаемся нашего мнения о том, что Х5 обладает хорошим кредитным качеством. К тому же разрешение вопроса касательно рефинансирования синдицированного кредита компании устраняет один из ключевых негативных моментов в ее деятельности. Доходности обоих выпусков ИКС5 1 и ИКС5 4 в настоящий момент не выглядят завышенными, и мы не ожидаем увидеть их заметного снижения в связи с опубликованными вчера результатами. Тем не менее, мы считаем, что рублевые облигации Х5 остаются весьма надежными инструментами, а их наличие в ломбардном списке ЦБ делает их привлекательными для удержания в расчете на дальнейшее снижение рыночных ставок.

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.