

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

X5 RG (B+/B2/-): позитивная динамика в финансовом за 2013 г., бумаги компании оценены справедливо

В конце прошлой недели X5 RG опубликовала финансовую отчетность за 2013 г., мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. X5 отразила в отчетности неплохие для компании темпы роста выручки и операционной прибыли, основной вклад в который внесли результаты достаточно успешного 2П13. Так, выручка X5 за 2013 г. выросла на 6.3% г/г (16 785 млн. долл.), тогда как EBITDA – на 7.1% г/г (до 1 204 млн. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA компании сохранилась на уровне прошлого года и составила 7.2% (+0.1 пп г/г). Отметим, что в 4К13, в отличие от большинства других крупных розничных сетей, X5 продемонстрировала заметное ускорение темпов роста (рублевая розничная выручка выросла на 11.9% г/г, в том числе рост сопоставимых продаж составил 3.7% г/г), что позволило улучшить результаты и за 2013 г. в целом.

По итогам 2013 г. X5 сгенерировала свободный денежный поток в размере 220 млн. долл. (в 2012 г. каприходы превысили операционный поток на 159 млн. долл.), что стало следствием хороших результатов 4К13 (за 9М13 величина показателя была отрицательной составляла -249 млн. долл.). В целом же, по прошлому году также отметим высокие темпы роста чистого операционного денежного потока – на 46.3% г/г (до 891 млн. долл.), притом, что расходы на CAPEX (включая НМА) упали на 12.6% г/г (до 671 млн. долл.), снизившись не только в абсолютном, но и в относительном выражении – до 0.6х EBITDA (против 0.7х в 2012 г.). Свободный денежный поток X5 был направлен, главным образом, на погашение долга

На конец 4К13 долг X5 сократился на 16% по сравнению с началом года и составил 3 402 млн. долл. Для финансирования опережающего погашения долга компания использовала как свободный денежный поток, так и накопленную на балансе ликвидность, объем которой сократился почти в 2 раза по сравнению с началом года (до 233 млн. долл.). Также позитивным фактором стало улучшение временной структуры долга: в 4К13 компания рефинансировала часть коротких обязательств за счет трехлетней кредитной линии ВТБ объемом 12.5 млрд. руб., в рамках которой на конец прошлого года X5 выбрала 5 млрд. руб. В итоге, доля краткосрочных обязательств сократилась на конец 4К13 до 28.3% (на конец 3К13 она составляла 36.3%, на начало 2013 г. – 42.1%). В результате снижения долга и роста EBITDA долговая нагрузка компании сократилась на конец 2013 г. до 2.6х в терминах чистый долг/EBITDA (против 3.2х на начало года). С точки зрения влияния отчетности на рейтинги компании, то оно, скорее, нейтрально. Вероятно, стоит ожидать, что в краткосрочной перспективе Moody's могло бы вернуть рейтинг X5 на уровень B1, учитывая что компании, похоже, наконец удалось купировать негативную динамику финансовых результатов, а также планомерное снижение долговой нагрузки, которое она демонстрировала в течение 2013 г. С другой стороны, на какой-то существенный пересмотр кредитных рисков X5 и повышение рейтинга до уровня BB, на наш взгляд, в ближайшее время рассчитывать не стоит, учитывая, что здесь компании, на самом деле, предстоит пройти весьма длинный путь с точки зрения улучшения темпов роста и кредитных метрик, если в качестве бенчмарка ориентироваться, например, на показатели Магнита (S&P: BB/Stable).

На фоне роста доходностей ОФЗ, длинные выпуски X5 Финанс торгуются сейчас со спрэдом около 100-130 бп к суверенной кривой и сохраняют до 100 бп премии к немного более коротким бумагам Магнита, что, на наш взгляд, выглядит вполне справедливо, учитывая более высокие темпы роста и более устойчивый кредитный профиль Магнита.

Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%г
Выручка	16 785	15 795	6.3%
EBITDA	1 204	1 124	7.1%
Операционная прибыль	794	191	x4.1
Чистая прибыль	345	(126)	-
Рентабельность по EBITDA	7.2%	7.1%	0.1 пп
Операционная рентабельность	4.7%	1.2%	3.5 пп
Чистая рентабельность	2.1%	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	1 219	1 135	7.4%
Чистый операцион. ден. поток	891	609	46.3%
CAPEX	671	768	-12.6%
Свободный денежный поток	220	(159)	-
млн. долл.	2013	2012	%г
Активы	9 224	9 582	-3.7%
в т.ч. денежные средства	233	408	-42.9%
Долг	3 402	4 050	-16.0%
доля краткосрочного долга	28.3%	42.1%	-13.8 пп
Чистый долг	3 169	3 642	-13.0%
Капитал	2 377	2 202	8.0%
CAPEX/EBITDA	0.6х	0.7х	-
Долг/EBITDA	2.8х	3.6х	-
Чистый долг/EBITDA	2.6х	3.2х	-
EBITDA/Процентные платежи	3.7х	3.4х	-
Долг/Капитал	1.4х	1.8х	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей X5 RG за 2013 г.

	2013	2012	%г
Всего магазинов, в т.ч.	4 544	3 802	-
Дискаунтеры ("Пятерочка")	3 882	3 220	-
Гипермаркеты ("Карусель")	83	78	-
Супермаркеты ("Перекресток")	390	370	-
Магазины у дома	189	134	-
Торговая площадь (тыс.кв.м.)	2 223	1 970	12.8%
Дискаунтеры ("Пятерочка")	1 414	1 191	18.7%
Гипермаркеты ("Карусель")	376	368	2.2%
Супермаркеты ("Перекресток")	398	383	3.9%
Магазины у дома	35	27	29.6%
LFL-прирост 2013 к 2012	Продажи, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
Итого по Компании, в т.ч.	0.7%	3.7%	(2.9%)
Гипермаркеты ("Карусель")	3.1%	0.6%	2.5%
Супермаркеты ("Перекресток")	(0.2%)	1.8%	(2.0%)
Дискаунтеры ("Пятерочка")	0.3%	4.2%	(3.7%)
Магазины у дома	12.7%	8.1%	4.2%
млн. руб.	2013	2012	%г
Розничная выручка, в т.ч.	532 692	490 088	8.7%
Дискаунтеры ("Пятерочка")	348 390	317 751	9.6%
Супермаркеты ("Перекресток")	110 662	105 472	4.9%
Гипермаркеты ("Карусель")	64 307	61 485	4.6%
Магазины у дома	7 902	4 878	62.0%
Интернет-торговля	1 431	502	x2.9

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

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
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

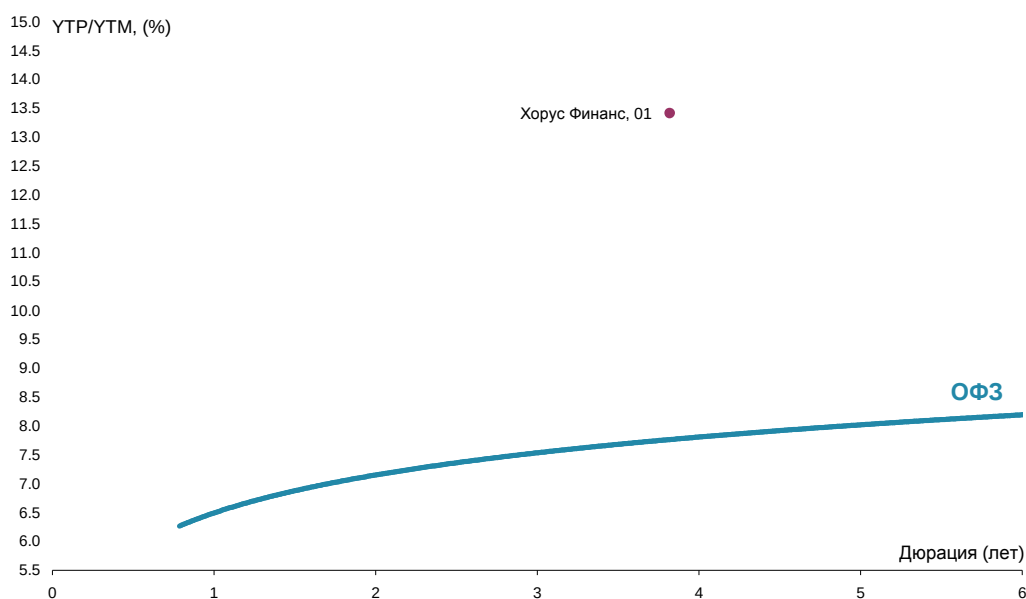
Хорус Финанс, 01 NR нет 5 000 13.42 07.03.2014 12.03.2014 нет / 3.82 г нет / 5 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ba3 / B+	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Baa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Baa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB- / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
Роснефть, БО-06	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 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

Зам. начальника Департамента

Зам. начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Количественный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@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.