

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

X5 (B2/B+/-): хорошая отчетность за 2013 г.

VimpelCom Ltd. (Ba3/BB/-): финансовые результаты за 2013 г.

## X5 (B2/B+/-): хорошая отчетность за 2013 год.

Вчера X5 представила хорошие результаты за 2013 г. по МСФО. Ритейлер смог показать умеренный рост выручки, улучшив прибыльность бизнеса и получив солидную чистую прибыль. Наибольшего внимания заслуживает снижение долговой нагрузки компании, которое стало возможным благодаря сокращению размера долга. Тем не менее, уровень долга остается одним из высоких в отрасли, а его короткая часть лишь на четверть покрывалась денежными средствами на счетах, в то же время у ритейлера были открыты значительные кредитные линии. Реакция на отчетность в облигациях ИКС 5 Финанс, скорее, будет сдержанной в силу их ликвидности, интересным смотрится выпуск биржевых облигаций БО-03.

**X5 представила отчетность за 2013 г. по МСФО ...**

**Сеть показала умеренный рост бизнеса, чуть улучшив его прибыльность...**

**У компании была сформирована чистая прибыль против убытка в 2012 г...**

**Комментарий.** Вчера сеть X5 представила хорошую отчетность за 2013 г. по МСФО. Выручка компании показала относительно умеренный рост бизнеса в сравнении с другими игроками рынка (как Магнит и Лента): выручка увеличилась на 6,3% до 16,8 млрд долл., показателя EBITDA – на 7,2% до 1,2 млрд долл. Причем, рост был продиктован расширением сети и положительным эффектом от мероприятий по повышению эффективности и реновации магазинов.

Вместе с тем, прибыльность бизнеса X5 несколько улучшилась – EBITDA margin составила 7,2% («+0,1 п.п.» (г/г)), была получена чистая прибыль 345 млн долл. против убытка 127 млн долл. годом ранее. Причиной этому стала в том числе работа над сокращением общих, административных и коммерческих расходов, которые в 2013 г. снизились на 6,2% до 3,5 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	X5 (МСФО)			Лента (МСФО)			Магнит (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Выручка	15 795	16 785	6,3	3 537	4 522	27,8	14 430	18 202	26,1
Операционный денежный поток	609	891	46,3	298	340	14,1	n/a	n/a	-
EBITDA	1 124	1 204	7,2	409	514	25,5	1 524	2 032	33,3
EBITDA margin	7,1%	7,2%	0,1 п.п.	11,6%	11,4%	-0,2 п.п.	10,6%	11,2%	0,6 п.п.
Чистая прибыль	-127	345	-	165	222	34,5	808	1 118	38,4
margin	отриц	2,1%	-	4,7%	4,9%	0,2 п.п.	5,6%	6,1%	0,5 п.п.
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %	2012	1 пол. 13	Изм. %
Активы	9 582	9 224	-3,7	1 812	2 692	48,5	7 261	7 029	-3,2
Денежные средства и эквиваленты	408	233	-43,0	116	190	63,0	410	266	-35,1
Долг	4 027	3 377	-16,1	949	1 405	48,1	2 086	1 865	-10,6
краткосрочный	1 681	937	-44,2	126	188	48,7	827	949	14,8
долгосрочный	2 346	2 440	4,0	822	1 218	48,0	1 259	916	-27,3
Чистый долг	3 619	3 144	-13,1	832	1 215	46,1	1 676	1 599	-4,6
Долг/EBITDA	3,6	2,8		2,3	2,7		1,4	1,1	
Чистый долг/EBITDA	3,2	2,6		2,0	2,4		1,1	0,9	

Источники: данные компаний, PSB Research

7 марта 2014

**Уровень долга X5 снизился, но остается одним из высоких в отрасли...**

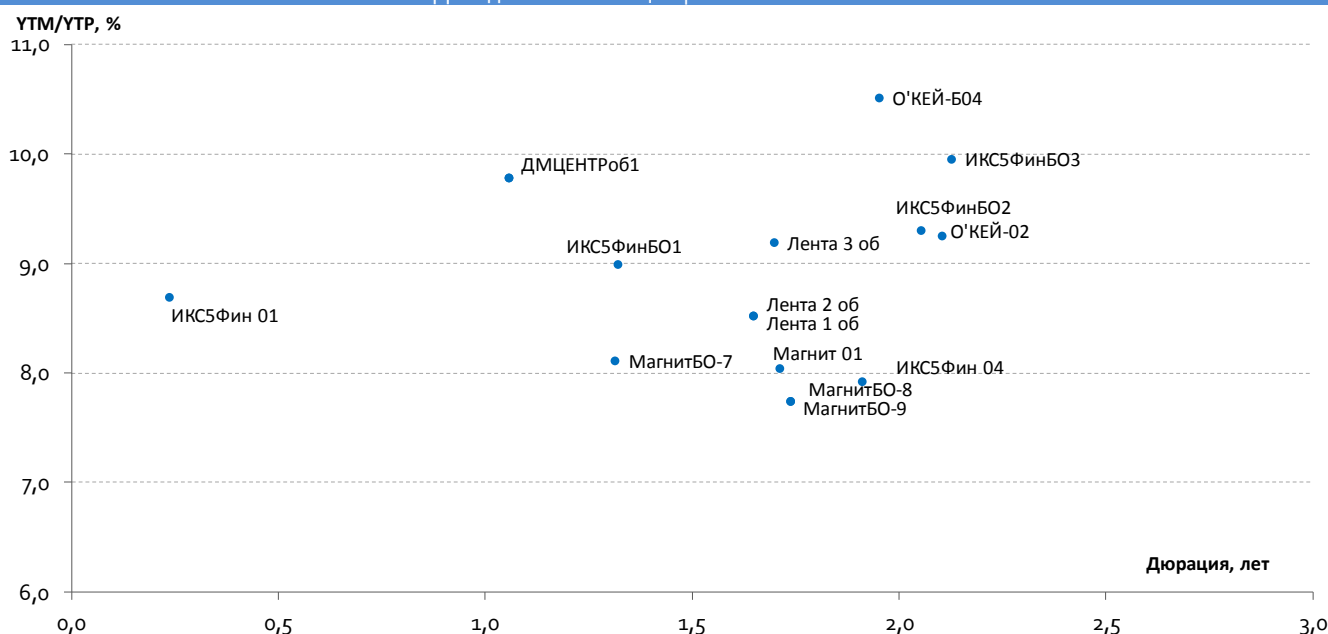
**Отчетность окажет поддержку бондам ИКС 5 Финанс, интересно смотрится выпуск БО-03...**

Отдельно отметим изменение ситуации с долгом, размер которого за год снизился на 16,1% до 3,38 млрд долл., а метрика Долг/ЕБИТДА составила 2,8х против 3,6х в 2012 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 2,6х против 3,2х соответственно. Тем не менее, уровень долга X5 остается одним из высоких в отрасли (у Магнита по итогам 1 пол. 2013 г. метрика Чистый долг/ЕБИТДА – 0,9х, у Ленты на конец 2013 г. – 2,4х). Короткий долг X5 (0,94 млрд долл.) лишь на четверть покрывалась денежными средствами на счетах (0,23 млрд долл.), в то же время у ритейлера были открыты значительные кредитные линии в российских и иностранных банках (около 3,1 млрд долл.), которые полностью обеспечат потребность сети в рефинансировании долга.

Кроме того, доступных кредитных ресурсов и операционного денежного потока (0,89 млрд долл. в 2013 г.) будет достаточно и для реализации инвестиций, которые в минувшем году составили около 0,7 млрд долл.

Реакция на хорошую отчетность в облигациях ИКС 5 Финанс, скорее, будет сдержанной в силу их ликвидности, но поддержка котировкам последует, что довольно актуально в текущих условиях. Интересным на фоне других бондов ИКС 5 Финанс смотрится выпуск биржевых облигаций БО-03 (YTM 9,95%/1,13 г.).

Доходности облигаций российских эмитентов



**Александр Полютков**

## VimpelCom Ltd. (Ва3/ВВ/-): финансовые результаты за 2013 год.

Оператор представил несколько слабые результаты за 2013 г. – ключевые финансовые показатели показали небольшое снижение. При этом компании удалось удержать прибыльность бизнеса, в то же время был сформирован чистый убыток из-за списаний от обесценения активов в Украине и Канаде. Долговая нагрузка оператора остается высокой. Отчетность может оказать некоторое давление на котировки бондов компании наряду с общим негативным сентиментом на рынках.

**VimpelCom Ltd. представил отчетность за 2013 г. по МСФО...**

**Комментарий.** Вчера VimpelCom Ltd. представил несколько слабые финансовые результаты за 2013 г. по МСФО. Выручка компании показала снижение на 2,2% до 22,5 млрд долл. из-за замедления экономического развития стран присутствия холдинга, а также регуляторными изменениями в Африке и Азии, ценовой конкуренции и сокращения тарифа на «приземление» трафика в Италии.

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

7 марта 2014

**Ключевые показатели оператора снизились...**

**Прибыльность удалось удержать, хотя по итогам года был сформирован убыток...**

**Компания списала обесценение активов в Украине и Канаде...**

Тем не менее, оператор в 2013 г. смог удержать прибыльность бизнеса и даже получить небольшое улучшение EBITDA margin на 0,3 п.п. до 42,7% (для сравнения, у МегаФона OIBDA margin была на уровне 44,6%). При этом у оператора был сформирован чистый убыток в размере 1,4 млрд долл., который был вызван списаниями от обесценения активов в Украине (повысился страновой риск, ухудшилась макроэкономика) и Канаде (переоцениваются перспективы продолжения операций в стране). Общий объем неденежных списаний за год составил 2,9 млрд долл., из которых на Украину пришлось 2,09 млрд долл.

Операционный денежный поток VimpelCom Ltd. в 2013 г. сократился на 12,5% до 6,4 млрд долл. на фоне небольшого снижения EBITDA, ухудшения оборотного капитала.

Ключевые финансовые показатели млрд долл.	VimpelCom Ltd. (МСФО)			МегаФон (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Выручка	23,1	22,5	-2,2	8,8	9,3	6,3
Операционный денежный поток	7,3	6,4	-12,5	3,5	3,6	2,1
EBITDA	9,8	9,6	-1,5	3,8	4,2	10,2
EBITDA margin	42,4%	42,7%	0,3 п.п.	43,0%	44,6%	1,6 п.п.
Чистая прибыль	1,5	-1,4	-	1,4	1,6	13,2
margin	6,7%	отриц	-	16,3%	17,4%	1,1 п.п.
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Активы	54,7	50,4	-7,9	11,6	13,2	13,7
Денежные средства и их эквиваленты, депозиты	5,0	4,9	-3,3	0,9	1,5	76,8
Долг	27,0	27,4	1,5	4,8	4,6	-3,4
краткосрочный	2,6	1,8	-31,8	0,7	0,6	-3,9
долгосрочный	24,3	25,6	5,1	4,1	4,0	-3,3
Чистый долг	22,0	22,6	2,6	4,0	3,1	-20,7
Долг/EBITDA	2,76	2,85		1,28	1,12	
Чистый долг/EBITDA	2,25	2,34		1,05	0,76	

Источники: данные компаний, PSB Research

**Долговая нагрузка оператора за 4 кв. не изменилась...**

**По итогам 2013 г. Чистый долг/EBITDA составил 2,3х...**

**Риски рефинансирования короткого долга незначительные...**

**Отчетность окажет давление на бумаги VimpelCom, в первую очередь на длинные выпуски евробондов ...**

Долговая нагрузка VimpelCom Ltd. за 4 кв. существенно не изменилась, и по итогам 2013 г. размер долга составил 27,4 млрд долл. («+1,5%» (г/г)), а метрика Долг/EBITDA – 2,85х против 2,76х в 2012 г., Чистый долг/EBITDA – 2,34х против 2,25х соответственно.

Отметим, что короткий долг оператора (1,8 млрд долл.) полностью покрывался запасом денежных средств на счетах и депозитах (4,9 млрд долл.), а пик погашений приходился на 2017-2018 гг. (9,3 и 6,1 млрд долл. соответственно). В основном это долг итальянской Wind Telecom – 6,3 и 4,2 млрд долл. соответственно, причем, значительная часть долга – 3,7 и 4,2 млрд долл. в 2017 и 2018 гг. соответственно – представлена облигациями итальянского оператора в долларах и евро преимущественно со ставкой купона в диапазоне 7,25-11,75% годовых.

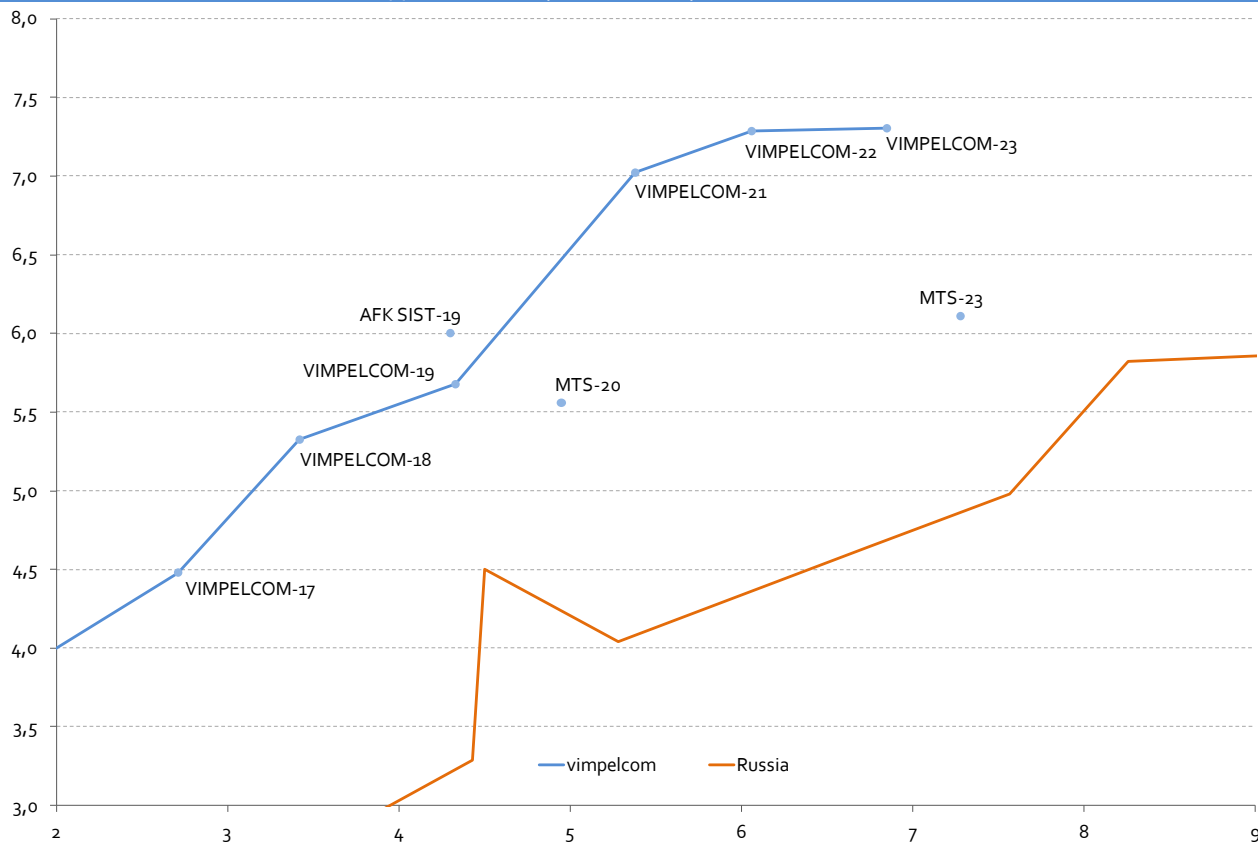
Напомним, что VimpelCom Ltd. в январе объявил, что сократить в более чем 20 раз объем выплат дивидендов (с 1,4 млрд долл. до 61,5 млн долл. в год) до тех пор, пока соотношение Чистый долг/EBITDA не снизится до менее 2,0х, при этом по итогам 2014 г. компания ожидает метрику Чистый долг/EBITDA на уровне 2,3х, то есть как по итогам 2013 г. Похоже, в 2014 г. оператор направит высвободившиеся средства на инвестиции, в частности в России на строительство сетей 3G и 4G, а на долге, вероятно, сосредоточится уже в следующем году.

Слабая отчетность VimpelCom Ltd. окажет давление на котировки бумаг оператора, причем в большей степени можно ожидать реакции в длинных выпусках евробондов компании.

**Александр Полютов**

7 марта 2014

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



**Контакты:****ОАО «Промсвязьбанк»****Управление исследований и аналитики**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB Research****Николай Кащеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

**Роман Османов**

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА****Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

**Илья Фролов**

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

**Олег Шагов**

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

**Екатерина Крылова**

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

**Игорь Нуждин**

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА****Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

**Елена Федоткова**

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

**Алексей Егоров**

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

**Вадим Паламарчук**

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

**Александр Полюттов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

**Алина Арбекова**

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

**Богдан Круть**

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

**Иван Хмелевский**

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

**Ольга Целинина**

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

**Анатолий Павленко**

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

**Андрей Воложев**

Volozhhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

**Евгений Жариков**

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

**Денис Семеновых**

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

**Дмитрий Грицкевич**

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

**ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ****Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

**Иван Заволоснов**

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

**Сурпин Александр**

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-3924

**Виктория Давитиашвили**

davitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ****Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

**Виталий Туруло**

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ****Миленин Сергей**

Milenin@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

**Бараночников Александр**

Baranoch@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

7 марта 2014

© 2013 ОАО «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 ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «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. ОАО «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. ОАО «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.