

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ВОССТАНАВЛИВАЕТСЯ

Результаты за II квартал и I полугодие 2010 г.

Опережающая квартальная динамика EBITDA... Вчера розничная компания X5 Retail Group (X5) опубликовала хорошие результаты по МСФО за II квартал и I полугодие 2010 г., интересные в первую очередь ростом рентабельности по EBITDA на фоне стабильных балансовых показателей. Выручка компании за полугодие возросла относительно I полугодия 2009 г. на 30,3% в долларовом выражении (18% в рублевом) до 5,2 млрд долл., тогда как EBITDA увеличилась на 14,9%. Во II квартале прирост составил 3,9% и 22,8% год к году соответственно. При том что относительно предыдущего квартала выручка почти не изменилась, полугодовой результат достаточно высокий, хотя темпы роста выручки все же уступают показанным конкурентом X5 на федеральном уровне, Магнитом – последний смог увеличить продажи на 45% в долларовом выражении. Зато по темпу прироста EBITDA X5 опередила Магнит на 2,6 п.п. Прирост EBITDA был обеспечен расширением сети, а также ростом сопоставимых продаж (+5% относительно I полугодия 2009 г.). Среди торговых форматов наиболее динамичный рост выручки продолжает демонстрировать сегмент дискаунтеров (+39%), тогда как на сегменте супермаркетов по-прежнему сказывается произошедшее в кризис смещение потребительских предпочтений в сторону более дешевых форматов. Однако с точки зрения долгосрочной стратегии диверсификацию по сегментам мы считаем абсолютно оправданной: даже Магнит, долгое время развивавшийся лишь в сегменте «мягкого дискаунтера», в последнее время активно наращивает присутствие в формате гипермаркетов. Чистая прибыль X5 за полугодие увеличилась на 114,9% год к году, однако этот результат искажен преимущественно неденежными убытками от курсовых разниц, обусловленными переоценкой валютного долга компании при нестабильном курсе рубля к доллару. Так, по итогам I полугодия убыток от курсовых разниц составил 35,8 млн долл. против убытка в размере 77,8 млн долл. в I полугодии 2009 г.

...привела к впечатляющему росту рентабельности. Благодаря ускорению роста EBITDA во II квартале компания смогла существенно улучшить рентабельность по EBITDA – до 8,3% (+1,3 п.п. квартал к кварталу), что, впрочем, все равно ниже, чем было по итогам достаточно благополучного 2008 г. Это, впрочем, объяснимо, поскольку в последний год компания, чтобы удержать покупателей, вынуждена повышать цены на полках существенно медленнее официального темпа инфляции. Операционная эффективность X5 в квартальном выражении улучшилась, поскольку основные затраты на интеграцию приобретенной в конце прошлого года сети «Патэрсон» пришлось на I квартал. Во II полугодии, мы ожидаем, доля операционных затрат в выручке снова возрастет, если компания осуществит запланированные приобретения.

Основные финансовые показатели X5 по МСФО, млн долл.

	2008	2009	I кв. 2010	I п/г 2010	I п/г 2009	Изм. за год, %
Выручка	8 892	8 717	2 543	5 184	3 978	30,3
EBITDA	803,2*	736	179	399	347	14,9
Чистая прибыль	(2 146)	165	79	104	48	114,9
						Изм. с конца 2009 г., %
Совокупный долг	2 059	1 944	1 811	1 899	1 962	(0,0)
<i>Денежные средства</i>	276	412	77	104	145	(0,7)
<i>Краткосрочный долг</i>	578	287	280	12	272	(1,0)
Чистый долг	1 783	1 532	1 735	1 794	1 818	0,2
Собственный капитал	1 638	1 772	1 911	1 828	3 598	0,0
Активы	5 661	6 180	5 786	5 608	5 188	(0,1)
<i>Коэффициенты</i>						
Норма EBITDA (%)	9,0*	8,4*	7,0	7,7	8,7*	
EBITDA/Проц. Расходы	5,4*	4,8*	5,1	6,1	4,6*	
Долг/EBITDA	2,6*	2,6*	2,4	2,4	2,6*	
Чистый долг/EBITDA	2,2*	2,1*	2,3	2,3	2,4*	
Долг/Собственный капитал	1,3	1,1	0,9	1,0	0,5	

* На основе отчета про-форма, включающего показатели "Карусели" с 1 января 2008 г..

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Проблема рефинансирования не стоит. На отчетную дату совокупный долг компании составил 1,9 млрд долл., оставшись практически неизменным с начала года. То, что он на 99% был представлен краткосрочной задолженностью,

Результаты за II квартал и I полугодие 2010 г.

не должно смущать инвесторов. Во первых, 300 млн долл. приходилось на выпуск X5-1, оферта по которому была исполнена в июле (по ее результатам 85% займа осталось у держателей и теперь классифицируется как долгосрочный долг), а 1,1 млрд долл. – это обязательства по синдицированному кредиту (срок погашения – декабрь 2010 г.), о рефинансировании которого X5 договорилась еще осенью прошлого года. Кроме того, текущий объем невыбранных кредитных линий составляет около 705 млн долл., что полностью снимает перед компанией не только проблему рефинансирования, но и финансирования запланированных на нынешний год капитальных затрат. В I полугодии X5 финансировала затраты (в размере 115 млн долл.) из имеющихся у нее денежных средств, поскольку денежный поток от операционной деятельности оказался у X5 отрицательным, что компания объясняет спецификой расчета с поставщиками за поставленную в период новогодних праздников продукцию, а также подготовкой к вступлению в силу нового закона о торговле (действует с 1 августа 2010 г.). Таким образом, мы ожидаем, что во II полугодии операционная деятельность принесет компании существенный приток денежных средств, которые будут использованы не только на покрытие операционных расходов, но и частично на финансирование намеченной инвестиционной программы. X5 подтвердила прогноз капитальных затрат на 2010 г. в объеме около 600 млн долл., что, по нашим оценкам, означает, что компании потребуются дополнительные заемные средства. Однако мы не ожидаем, что в долгосрочной перспективе это окажет значительное влияние на уровень долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA у X5 находится на комфортном уровне 2,3), хотя в краткосрочном периоде некоторое ее увеличение не исключено.

Облигации дорогие, в секторе есть более интересные варианты. Оба находящиеся в обращении выпуска облигаций компании – X5-1 (YTM 8,1% на четыре года) и X5-4 (YTM 5,8% на год), – на наш взгляд, дороги, поэтому практически не обладают ликвидностью. В розничном секторе мы в настоящее время видим более привлекательные варианты – это Копейка БО-01 (YTP 9,1% на два года) и Магнит-2 (YTM 8,0% на полтора года). Столь широкий спред последнего к облигациям X5 мы объясняем отсутствием у Магнита кредитных рейтингов, хотя с точки зрения леввереджа – это одна из наименее обремененных долгом компаний на рынке облигаций. Кроме того, обещает быть интересным новое размещение Магнита, которое состоится в середине сентября. Следите за нашими публикациями.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010