

ПРИБРЕТЕНИЕ «КОПЕЙКИ» НЕГАТИВНО ПОВЛИЯЛО НА РЕЗУЛЬТАТЫ, ОЖИДАЕМ УЛУЧШЕНИЯ ПО ИТОГАМ 2011 Г.

Результаты за IV квартал и полный 2010 г.

Агрессивный рост способствовал заметному увеличению выручки... Сегодня розничная компания X5 Retail Group (X5) опубликовала противоречивые результаты по МСФО за IV квартал и весь 2010 г., отразившие снижение рентабельности и повышение долговой нагрузки вследствие приобретения сети «Копейка». По итогам квартала выручка компании увеличилась на 32% год к году, по итогам года – на 29%, что было достигнуто за счет увеличения сопоставимых продаж (+7%), органического роста (+15%) и присоединения Копейки (+2%). В рублевом выражении выручка возросла на 24%, и, таким образом, компания выполнила прогноз, представленный ею ранее. Прирост EBITDA был менее значительным – 10% год к году за квартал и 14% по итогам года, что стало следствием низких темпов повышения розничных цен (прирост ниже уровня инфляции), возросших расходов на открытие новых магазинов (в 2010 г. компания открыла 437 новых магазинов против 189 в 2009 г.) и приобретения Копейки. Чистая прибыль увеличилась на 99% год к году за квартал и на 64% по итогам года. На 2011 г. компания запланировала прирост выручки примерно на 40% в рублевом выражении, что с учетом результатов приобретенных магазинов Копейки (в отчетности за 2010 г. их показатели консолидированы только с 1 декабря) представляется нам вполне достижимым.

...но привел к падению рентабельности по EBITDA. Под влиянием вышеупомянутых факторов норма EBITDA X5 в IV квартале снизилась на 0,24 п.п. квартал к кварталу и 1,4 п.п. год к году до 7,2%, а по итогам года составила 7,5% (-0,9 п.п.). По данному показателю X5 отстала от своего прямого конкурента на федеральном уровне – Магнита, показавшего рентабельность по EBITDA за квартал и по итогам года на уровне 8,3% и 8,1% соответственно, при том что последний также активно увеличивал свою розничную сеть, правда, исключительно органическим путем. Операционная эффективность X5 повысилась при снижении доли общих и административных расходов в выручке год к году на 2,2 п.п. до 18,5% в IV квартале и на 0,3 п.п. до 19,7% в 2010 г. Изначально X5 планировала полностью интегрировать приобретенные магазины Копейки в свою сеть за три года, однако впоследствии сдвинула сроки на конец 2011 г., что, по нашей оценке, продолжит оказывать значительное давление на маржу в нынешнем году.

Предсказуемое увеличение долговой нагрузки, комфортная структура долга

Основные финансовые показатели X5 по МСФО, млн. долл							
	2008	2009	I кв. 2010	I пол. 2010	9мес.2010	2010**	Изм. за год, %
Выручка	8 892	8 717	2 543	5 184	7 798	11 280	29,4
EBITDA	803,2*	736	179	399	593	844	14,7
Чистая прибыль	(2 146)	165	79	104	183	271	64,0
							Изм. отн. 9 мес.10 г., %
Совокупный долг	2 059	1 944	1 811	1 899	1 965	3 685	87,5
Денежные средства	276	412	77	104	92	271	195,1
Краткосрочный долг	578	287	280	1 886	663	508	(23,4)
Чистый долг	1 783	1 532	1 735	1 794	1 874	3 414	82,2
Собственный капитал	1 638	1 772	1 911	1 828	1 958	2 047	4,5
Активы	5 661	6 180	5 786	5 608	5 935	8 757	47,6
Кэффициенты							
Норма EBITDA, %	9,0*	8,4*	7,0	7,7	7,6	7,5	
EBITDA/Проц. расх	5,4*	4,8*	5,1	6,1	6,1	5,8	
Долг/EBITDA	2,6*	2,6*	2,4	2,4	2,4	4,4	
Чистый долг/EBITDA	2,2*	2,1*	2,3	2,3	2,3	4,0	
Долг/Собственный капитал	1,3	1,1	0,9	1,0	1,0	1,8	

* На основе отчета про-форма, включающего показатели "Карусели" с 1 января 2008 г. ** Показатели "Копейки" включены с 1 декабря 2010 г.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка предсказуемо выросла... За IV квартал совокупный долг X5 увеличился на 87,5% до 3,7 млрд долл., в том числе за счет нового кредита на 1,1 млрд долл., привлеченного для покупки Копейки, и консолидации 0,6 млрд долл. долга самой Копейки. Прочие капитальные затраты в размере 458 млн долл. компания профинансировала за счет собственных средств и поступлений от операционной деятельности. В результате долговая нагрузка, выраженная

отношением Чистый долг/ЕБИТДА, увеличилась до 4,0 с 2,3 на конец III квартала, что, на наш взгляд, довольно много, однако укладывается в рамки ковенантов по новым банковским кредитам (Чистый долг/ЕБИТДА не больше 4,25 непосредственно после сделки и не выше 4,0 в дальнейшем, ЕБИТДА/Процентные расходы не ниже 2,75). Если бы при расчете долговой нагрузки использовалась ЕБИТДА Копейки за полный 2010 г. (что более правильно, и именно так показатель будет рассчитываться в 2011 г.), то отношение Чистый долг/ЕБИТДА составило бы 3,7. Однако на текущий год компания планирует инвестиционные затраты в размере до 40 млрд руб. (порядка 1,35–1,40 млрд долл.), что не позволит ей начать снижать левередж, хоть она и обещает достаточно гибко подходить к осуществлению капвложений.

...но структура долга весьма благоприятна. Тем не менее на конец года временная структура долга X5 была более чем благоприятной: доля краткосрочной задолженности составляла лишь 14% против 34% на конец III квартала и 85% на начало года. Половина долга, подлежащего погашению до конца нынешнего года (253,6 млн долл.), приходится на рублевые облигации Икс5-4, оферта по которым наступает в июне. Мы уверены, что при желании компания сможет оставить бумаги в рынке, назначив адекватную ставку купона. С рефинансированием оставшейся части выпуска, по нашему мнению, также не возникнет проблем. Сроки погашения львиной доли долга X5 приходятся на 2013–2015 гг. Кроме того, в течение года компания сумела значительно снизить свои валютные риски, переведя большую часть долларового долга в рублевый, доля которого выросла с 24% на начало года до 89% на конец года.

Все внимание на выпуски Копейки. Несмотря на возросшую долговую нагрузку, финансовой устойчивости X5, на наш взгляд, ничего не угрожает, особенно учитывая значительные ресурсы ее материнской структуры. В связи с этим нас удивляет, что короткие выпуски облигаций Копейки (Копейка-2 и Копейка-3 с доходностью 7,83% на 10 мес. и Копейка БО-01 с доходностью 8,16% на 15,5 мес.), которые X5 уже консолидировала на балансе в качестве собственных обязательств, в последнее время заметно отстали от рынка. На данном временном горизонте выпуски не только предлагают наибольшую доходность среди бумаг данной рейтинговой категории, но и их спред к Икс5-4 с учетом поправки на дюрацию составляет порядка 150–200 б.п., что слишком много для риска, по сути, одной и той же компании. Мы ожидаем опережающего роста котировок выпусков Копейки после прохождения Икс5-4 через оферту, поскольку тогда на рынке не останется более коротких альтернатив среди бондов компании (с учетом текущей временной структуры долга X5 компания вполне может обойтись без промежуточной оферты перед погашением бондов в 2016 г.).

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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

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

Корпоративные выпуски

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

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

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

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 2011