

ПАДЕНИЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИЗБЕЖАТЬ НЕ УДАЛОСЬ

Опубликованы результаты за 2 кв. и 1 п/г 2011 г.

Рентабельность снова падает. Вчера розничная компания X5 Retail Group (X5) опубликовала в целом нейтральные финансовые результаты за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. Пожалуй, единственным неприятным моментом стало снижение рентабельности, которого, впрочем, не удалось избежать и основному конкуренту компании Магниту. По итогам полугодия выручка ритейлера увеличилась на 52% год к году до 7,9 млрд долл., что было достигнуто за счет увеличения сопоставимых продаж (+11%), органического роста (+16%) и присоединения Копейки (+17%). Рост EBITDA был более медленным – +42% год к году до 566 млн долл. – из-за возросших операционных расходов, доля которых в выручке во 2 кв. увеличилась на 0,7 п.п. до 20,5%. Опережающий рост операционных расходов связан с активно продолжающимся ребрендингом магазинов Копейки (на 30 июня завершено 315 из 647 магазинов), ростом коммунальных платежей и расходов на лизинг, а также прочих расходов – компания существенно увеличила резервирование по сомнительной задолженности. Как результат, рентабельность по EBITDA во 2 кв. снизилась на 0,2 п.п. квартал к кварталу и на 1,2 п.п. год к году, а за 1 п/г она составила 7,2% (6,6% у Магнита). Чистая прибыль увеличилась на 64% год к году, однако динамика показателя сильно искажена преимущественно неденежной статьей «Курсовые разницы»; процентные расходы выросли в 2,4 раза год к году до 153 млн долл., хотя компания сообщила о снижении по итогам 1 п/г средней ставки по кредитам до 7,8% с 8% в 1 кв.

Долговая нагрузка остается стабильной, долг растет в абсолютном выражении

Основные финансовые показатели X5 по МСФО, млн. долл

	1 кв. 2010	1 пол. 2010	9 мес.10	2010*	1 кв. 2011	1 пол. 2011	Изм. за год, %
Выручка	2 543	5 184	7 798	11 280	3 845	7 867	51,8
EBITDA	179	399	593	844	281	566	41,9
Чистая прибыль	79	104	183	271	97	170	64,1
							Изм. отн. 1 кв. 11 г., %
Совокупный долг	1 811	1 899	1 965	3 685	3 800	4 102	8,0
Денежные средства	77	104	92	271	139	152	9,2
Краткосрочный долг	280	1 886	663	508	595	637	6,9
Чистый долг	1 735	1 794	1 874	3 414	3 661	3 951	7,9
Собственный капитал	1 911	1 828	1 958	2 047	2 296	2 397	4,4
Активы	5 786	5 608	5 935	8 757	9 119	9 182	0,7
Коэффициенты							
Норма EBITDA, %	7,0	7,7	7,6	7,5	7,31	7,2	
EBITDA/Проц. расходы	5,1	6,1	6,1	5,8	3,7	3,7	
Долг/EBITDA	2,4	2,4	2,4	4,4	4,0	4,1	
Чистый долг/EBITDA	2,3	2,3	2,3	4,0	3,9	3,9	
Долг/Собственный капитал	0,9	1,0	1,0	1,8	1,7	1,7	

* Показатели "Копейки" включены с 1 декабря 2010 г.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

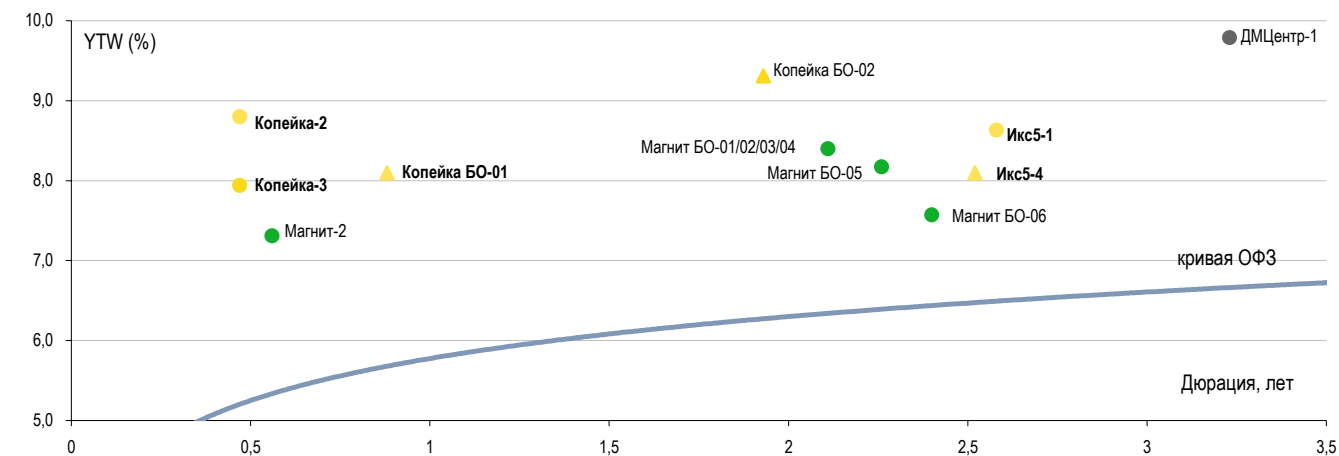
Долговая нагрузка остается высокой, но удовлетворяет ковенантам. За 2 кв. совокупный долг X5 вырос на 300 млн долл. (+8,0%) до 4,1 млрд долл., однако за счет роста EBITDA показатель Чистый долг/LTM EBITDA в отчетном периоде практически не изменился, оставшись на уровне 3,9 (3,59, если учитывать EBITDA Копейки с 3 кв. 2010 г.). Таким образом, у компании остается определенный запас в рамках ковенант (показатель Чистый долг/EBITDA не должен превышать 4,0 через год после покупки Копейки) по ряду кредитов, хотя мы не исключаем роста левереджа по итогам года, если X5 профинансирует все запланированные на этот год капитальные затраты (не более 1,2 млрд долл.). В 1 п/г компания потратила на инвестиции только около 270 млн долл., при этом денежный поток от операционной деятельности составил лишь 9,3 млн долл. (что X5 объясняет сезонной потребностью в увеличении оборотного капитала). В то же время структура долга ритейлера остается благоприятной: доля краткосрочной задолженности составляет лишь 15% (637 млн долл.) от совокупного долга, при этом компании доступны кредитные ресурсы в размере 4,5 млрд долл. (в том числе невыбранные кредитные линии на 2,0 млрд долл.), что многократно превосходит потребности X5 в рефинансировании на ближайшие 12 месяцев.

Опубликованы результаты за 2 кв. и 1 п/г 2011 г.

При желании приобрести риск компании наилучший выбор – короткие бонды Копейки. Несмотря на повышенный уровень лeverежда, мы сомневаемся, что у X5 возникнут трудности с рефинансированием задолженности, тем более в краткосрочной перспективе. В связи с этим для инвесторов, готовых приобрести риск X5, наиболее привлекательные возможности предоставляют короткие выпуски Копейки, которые, судя по текущим котировкам, позволяют заработать 8,0–9,0% годовых на горизонте 6 месяцев.

Среди бондов компании наиболее привлекательно выглядят короткие выпуски Копейки

Облигации розничных компаний по состоянию на 25 августа 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

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

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

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, 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
Ольга Степаненко, stepanenkoa@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, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Английский язык

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

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

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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