

ПАДЕНИЕ МАРЖИ ПОКА НЕ СИЛЬНО ВЛИЯЕТ НА СПОСОБНОСТЬ КОМПАНИИ ОБСЛУЖИВАТЬ ДОЛГ

Результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

Снижение темпов роста и рентабельности не стало неожиданностью. X5 Retail Group опубликовала финансовые результаты по МСФО за 3 кв. и 9 мес. 2011 г., которые, хотя и оказались ожидаемо слабыми, все же превысили прогнозы рынка. Выручка (о чем уже было объявлено раньше) в 3 кв. и за 9 мес. увеличилась на 39% и 47% (все сопоставления проводятся год к году, если не указано иное) до 3,6 млрд долл. и 11,5 млрд долл. соответственно. Замедление роста выручки в 3 кв. было обусловлено слабыми показателями органического роста и сопоставимых продаж, ставших результатом сокращения потока покупателей по всем форматам магазинов. EBITDA в 3 кв. и за 9 мес. увеличилась на 13% и 32% до 220 млн долл. и 786 млн долл. соответственно, что предполагает рентабельность по EBITDA на уровне 6,1% и 6,8% соответственно. Снижение рентабельности стало следствием ускоренного ребрендинга магазинов Копейки, пик которого как раз пришелся на 3 кв. и был сопряжен с временным закрытием магазинов при сохранении оплаты персонала. В результате операционные расходы за 3 кв. и 9 мес. выросли на 40% и 50%, а их доля в выручке увеличилась на 0,2 п.п. и 0,3 п.п. до 21,1% и 20,6% соответственно. Чистый убыток X5 в 3 кв. составил 2,1 млн долл. и был обусловлен неденежной статьей, такой как убыток от курсовых разниц (52,5 млн долл.). За 9 мес. чистая прибыль X5 достигла 168,2 млн долл., что на 8% меньше, чем годом ранее.

Давление на маржу сохранится и в 4 кв. Несмотря на завершение ребрендинга магазинов Копейки, мы ожидаем сохранения давления на маржу в 4 кв., поскольку доведение магазинов до зрелого уровня потребует проведения различных промо-акций. Кроме того, в последние три месяца года X5 предстоит открыть 180 новых магазинов, или треть от того, что было открыто за первые девять месяцев года, поскольку компания подтверждает план по открытию 540 новых магазинов в 2011 г.

Значительное увеличение денежного потока от операционной деятельности. Операционный денежный поток в 3 кв. достиг 308,6 млн долл. против всего лишь 9,3 млн долл. в 1 п/г 2011 г. Его рост был обусловлен значительным высвобождением оборотного капитала и более эффективным управлением кредиторской задолженностью. Тем не менее, капитальные расходы компании все еще превышают объем средств, получаемых ею за счет операционной деятельности, и в отчетном периоде инвестиции частично были профинансированы за счет находившихся на балансе компании денежных средств.

Обращающиеся выпуски X5 Retail Group

| Выпуск | Купон, % | Оф./Пог. | Валюта | Доходн., % |
|--------------|----------|------------|--------|------------|
| ИКС5-1 | 7.95 | 01.07.2014 | RUB | - |
| ИКС5-4 | 7.75 | 06.06.2014 | RUB | - |
| Копейка-2 | 16.50 | 15.02.2012 | RUB | 9.23 |
| Копейка-3 | 9.80 | 15.02.2012 | RUB | - |
| Копейка БО-1 | 9.50 | 30.07.2012 | RUB | 10.18 |
| Копейка БО-2 | 9.00 | 01.10.2013 | RUB | 10.02 |

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Падение рентабельности продолжается

| Финансовые показатели X5 по МСФО, млн. долл. | 3 кв.10 | 3 кв.11 | 9 мес.11 |
|--|---------|---------|----------|
| Выручка | 3 614 | 3 623 | 11 490 |
| ЕБИТДА | 194 | 220 | 786 |
| Чистая прибыль | 80 | (2) | 168 |
| Совокупный долг | | | 3 581 |
| Денежные средства | | | 126 |
| Краткосрочный долг | | | 773 |
| Чистый долг | | | 3 455 |
| Собственный капитал | | | 2 092 |
| Активы | | | 8 265 |
| Кoeffициенты | | | |
| Норма ЕБИТДА, % | 5,4 | 6,1 | 6,8 |
| ЕБИТДА/Проц. расходы | 6,0 | 3,3 | 3,6 |
| Долг/ЕБИТДА | | | 3,5 |
| Чистый долг/ЕБИТДА | | | 3,3 |
| Долг/Собственный капитал | | | 1,7 |

Показатели Копейки включены с 1 декабря 2010 г.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Падение маржи пока не сильно влияет на способность компании обслуживать долг

Капитальные затраты в 2011 г. будут меньше, чем планировалось изначально... За 9 мес. 2011 г. расходы по инвестиционной деятельности составили 496,3 млн долл., тогда как на весь год был установлен лимит в 1,2 млрд долл. С учетом того, что компания уже завершила ребрендинг Копейки, а также открыла 2/3 из запланированного на этот год количества новых магазинов, мы ожидаем, что их совокупный размер по итогам года составит не более 750–800 млн долл.

...что снижает риск увеличения долговой нагрузки. Мы ожидаем, что за весь 2011 г. EBITDA X5 составит порядка 1,1 млрд долл. и превысит инвестиционные расходы компании. Как следствие, риск увеличения долговой нагрузки уменьшится. За 3 кв. совокупный долг X5 снизился на 12,7% до 3,58 млрд долл., что, в первую очередь, было обусловлено ослаблением российской валюты, поскольку 89% долга компании номинировано в рублях. В результате, показатель Долг/EBITDA снизился с 4,1 до 3,5, а Чистый долг/EBITDA – с 3,9 до 3,3. Снижение показателя проформа Чистый долг/EBITDA, определяемого для целей расчета ковенантов по банковским кредитам компании, было менее существенным – с 3,59 до 3,57, но угрозы их нарушения нет. Временная структура долга X5 также довольно благоприятна: доля краткосрочной задолженности, составляющая 22% против 15% на конец 1 п/г (увеличение обусловлено приближением срока погашения двух выпусков рублевых облигаций Копейки номинальным объемом 8 млрд руб.), с запасом покрывается невыбранными кредитными линиями в размере 1,9 млрд долл.

Снижение долговой нагрузки за счет эффекта от изменения валютных курсов

Основные финансовые показатели X5 по МСФО, млн. долл

| | 1 пол. 2010 | 9 мес.10 | 2010* | 1 кв. 2011 | 1 пол. 2011 | 9 мес.11 | Изм. за год, % |
|--------------------------|-------------|----------|--------|------------|-------------|----------|--------------------------|
| Выручка | 5 184 | 7 798 | 11 280 | 3 845 | 7 867 | 11 490 | 47,4 |
| EBITDA | 399 | 593 | 844 | 281 | 566 | 786 | 32,5 |
| Чистая прибыль | 104 | 183 | 271 | 97 | 170 | 168 | (8,2) |
| | | | | | | | Изм. отн. 1 п/г 11 г., % |
| Совокупный долг | 1 899 | 1 965 | 3 685 | 3 800 | 4 102 | 3 581 | (12,7) |
| Денежные средства | 104 | 92 | 271 | 139 | 152 | 126 | (16,6) |
| Краткосрочный долг | 1 886 | 663 | 508 | 595 | 637 | 773 | 21,4 |
| Чистый долг | 1 794 | 1 874 | 3 414 | 3 661 | 3 951 | 3 455 | (12,5) |
| Собственный капитал | 1 828 | 1 958 | 2 047 | 2 296 | 2 397 | 2 092 | (12,7) |
| Активы | 5 608 | 5 935 | 8 757 | 9 119 | 9 182 | 8 265 | (10,0) |
| Коэффициенты | | | | | | | |
| Норма EBITDA, % | 7,7 | 7,6 | 7,5 | 7,31 | 7,2 | 6,8 | |
| EBITDA/Проц. расх | 6,1 | 6,1 | 5,8 | 3,7 | 3,7 | 3,6 | |
| Долг/EBITDA | 2,4 | 2,4 | 4,4 | 4,0 | 4,1 | 3,5 | |
| Чистый долг/EBITDA | 2,3 | 2,3 | 4,0 | 3,9 | 3,9 | 3,3 | |
| Долг/Собственный капитал | 1,0 | 1,0 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | |

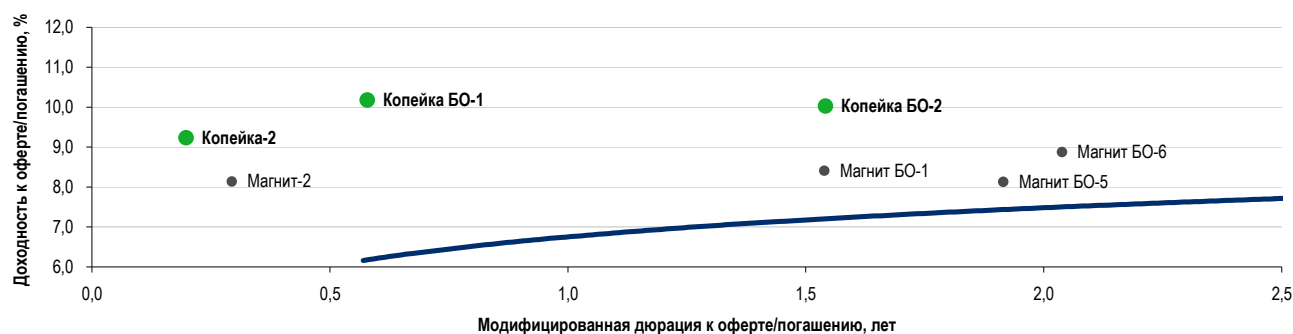
* Показатели Копейки включены с 1 декабря 2010 г.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Короткие выпуски Копейки сохраняют привлекательность. Несмотря на то, что в следующем году мы не ожидаем заметного снижения долговой нагрузки X5, мы оцениваем финансовый профиль компании как довольно устойчивый. В связи с этим доходности коротких облигаций Копейки – Копейка-2 (УТМ 9,23% на 2,6 мес.) и Копейка БО-1 (УТР 10,18% на 8,1 мес.) – представляются нам привлекательными для удержания до оферты/погашения.

Короткие выпуски Копейки сохраняют привлекательность

Облигации розничных компаний по состоянию на 28 ноября 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
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@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
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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