

РЕЗУЛЬТАТЫ СООТВЕТСТВУЮТ ОЖИДАНИЯМ РЫНКА, РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ОБУСЛОВЛЕН УКРЕПЛЕНИЕМ РУБЛЯ

Результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО

Снижение всех основных финансовых показателей год к году, как и ожидалось. Сегодня X5 Retail Group опубликовала ожидаемо низкие результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО. EBITDA и чистая прибыль компании сократились относительно соответствующих прошлогодних показателей. Объем розничных продаж компания уже сообщала, с учетом статьи «Прочая выручка» показатель увеличился лишь на 4,1% (здесь и далее – год к году) до 117 млрд руб. (в долларовом выражении – на 0,7% до 3,87 млрд долл.) вследствие снижения сопоставимых продаж на 3,9% при умеренном росте торговых площадей на 12,6%. EBITDA сократилась на 2,5% до 274 млн долл. (что соответствует консенсус-прогнозу, но выше нашей оценки на 2,6%). Чистая прибыль упала на 32% до 66 млн долл., превысив ожидания рынка на 4%..

Падение рентабельности по EBITDA на фоне опережающего роста административно-хозяйственных расходов. Валовая рентабельность подросла на 0,7 п.п. год к году, однако квартал к кварталу сократилась на 0,3% до 24,5% благодаря улучшению условий закупки. Однако это не смогло компенсировать более низкий, чем ожидалось, доход от субаренды и опережающий рост административно-хозяйственных расходов, увеличившихся на 0,9 п.п. до 18,5% в процентном отношении к выручке (исключая износ и амортизацию) на фоне снижения роста сопоставимых продаж и открытия большого числа новых торговых точек в 4 кв. 2011 г. – 1 кв. 2012 г. Это оказало давление на рентабельность по EBITDA, в результате показатель снизился на 0,2 п.п. до 7,1% (соответствует консенсус-прогнозу, но выше нашей оценки на 0,2 п.п.). Убыток компании от курсовых разниц в 1 кв. 2012 г. составил лишь 1 млн долл. (поскольку X5 перевела весь долг в рубли) против дохода на сумму 32 млн долл. в 1 кв. 2011 г., что привело к снижению чистой прибыли на 0,8 п.п. до 1,7% (выше ожиданий рынка на 0,1 п.п.).

Отрицательный денежный поток – обычное явление для 1 кв. Операционный денежный поток в 1 кв. 2012 г. составил минус 77,1 млн долл. против 608,2 млн долл. в 4 кв. 2011 г. и 74,9 млн долл. в 1 кв. 2011. Столь низкий результат 1 кв. 2012 г. является следствием расчетов с поставщиками за большой объем продукции, поставленной в 4 кв. Капитальные затраты, напротив, оказались почти вдвое больше, чем годом ранее (173,7 млн долл. против 93,3 млн долл.), что является следствием двукратного роста числа открытых новых магазинов относительно уровня годичной давности. А поскольку привлечение нового долга в отчетном периоде было ограниченным, чистый отток денежных средств в 1 кв. составил 196,2 млн долл. (132,0 млн долл. в 1 кв. 2011 г.).

Обращающиеся выпуски

KOPEIK (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Копейка БО-1	3 000 R	9,50	30 июл 12	9,67
Карусель-1	3 000 R	12,00	12 сен 13	
Копейка БО-2	3 000 R	9,00	1 окт 13	9,37
ИКС5-4	8 000 R	7,75	6 июн 14	9,23
ИКС5-1	9 000 R	7,95	1 июл 14	9,39

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Рост долговой нагрузки в 1 кв. в основном носит технический характер

Результаты X5 по МСФО, млн долл.

	2011	1 кв. 2012	2012П
Выручка	15 455	3 871	17 852
EBITDA	1 130	274	1 239
Чистая прибыль	302	66	300
Совокупный долг	3 614	4 000	4 982
<i>Денежные средства</i>	385	189	128
<i>Краткосрочный долг</i>	915	1 094	764
Чистый долг	3 229	3 812	4 854
Собственный капитал	2 196	2 480	2 777
Активы	8 810	9 449	11 167
<i>Коэффициенты</i>			
Рентабельность по EBITDA, %	7,3	7,1	6,9
EBITDA/Проц. расходы	3,8	3,4	
Долг/EBITDA	3,2	3,6	4,0
Чистый долг/EBITDA	2,9	3,4	3,9
Долг/Собственный капитал	1,6	1,6	1,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Рост долговой нагрузки был преимущественно техническим и обусловлен укреплением рубля. Согласно отчетности, общий долг в 1 кв. увеличился на 386 млн долл. до 4 млрд долл. Однако это увеличение является преимущественно техническим (в реальности долг компании возрос лишь на 32,2 млн долл.) и обусловлено укреплением рубля, поскольку 100% долга X5 номинировано в российской валюте. Техническое увеличение долга вкуче с падением рентабельности привело к росту показателя Долг/ЕБИТДА до 3,6 против 3,2 на начало года. Вследствие оттока денежных средств отношение Чистый долг/ЕБИТДА также выросло – с 2,9 до 3,4. Временная структура долга компании, тем не менее, остается комфортной – доля краткосрочного долга составляет 27,3% и с большим запасом покрывается доступными X5 кредитными линиями, невыбранный лимит которых равняется порядка 2 млрд долл.

Покупка Холидей Классик сопряжена с риском краткосрочного роста долговой нагрузки. Недавно X5 раскрыла параметры планируемой в скором времени сделки по покупке розничной сети «Холидей Классик». X5 оценила сибирскую розничную сеть в 800 млн долл., что предполагает EV/ЕБИТДА приблизительно на уровне 9, то есть даже с небольшой премией к собственным мультипликаторам (8,7). Если исключить 200 млн долл. чистого долга, то стоимость капитала компании составит 600 млн долл. X5 готова немедленно оплатить 51% стоимости капитала и ведет переговоры с банками о привлечении необходимых дополнительных средств. Группа желает также получить колл-опцион на остающиеся 49% бумаг со сроком исполнения до 2014 г. и будет оценивать этот пакет по тому же коэффициенту EV/ЕБИТДА, равному 9. Поэтапный выкуп позволит X5 держать под контролем долговую нагрузку, поскольку оплата части акций, приходящаяся на нынешний год, укладывается в рамки запланированной X5 на нынешний год инвестиционной программы. Однако после покупки сети «Холидей Классик» X5 придется консолидировать ее чистый долг, что в краткосрочном периоде приведет к росту долговой нагрузки, что впоследствии, однако, будет компенсировано увеличением ЕБИТДА компании.

Рост долговой нагрузки в 1 кв. по большей части является техническим

Основные финансовые показатели X5 по МСФО, млн. долл

	2010*	1 кв. 2011	1 п/г 2011 г.	9 мес.11	2011	1 кв. 2012	Изм. за год, %
Выручка	11 280	3 845	7 867	11 490	15 455	3 871	0,7
ЕБИТДА	844	281	566	786	1 130	274	(2,5)
Чистая прибыль	271	97	170	168	302	66	(31,6)
							Изм. относит. 2011 г., %
Совокупный долг	3 685	3 800	4 102	3 581	3 614	4 000	10,7
<i>Денежные средства</i>	271	139	152	126	385	189	(51,0)
<i>Краткосрочный долг</i>	508	595	637	773	915	1 094	19,5
Чистый долг	3 414	3 661	3 951	3 455	3 229	3 812	18,1
Собственный капитал	2 047	2 296	2 397	2 092	2 196	2 480	12,9
Активы	8 757	9 119	9 182	8 265	8 810	9 449	7..3
Коэффициенты							
Рентабельность по ЕБИТДА, %	7,5	7,31	7,2	6,8	7,3	7,1	
ЕБИТДА/Проц. расходы	5,8	3,7	3,7	3,6	3,8	3,4	
Долг/ЕБИТДА	4,4	4,0	4,1	3,5	3,2	3,6	
Чистый долг/ЕБИТДА	4,0	3,9	3,9	3,3	2,9	3,4	
Долг/Собственный капитал	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	

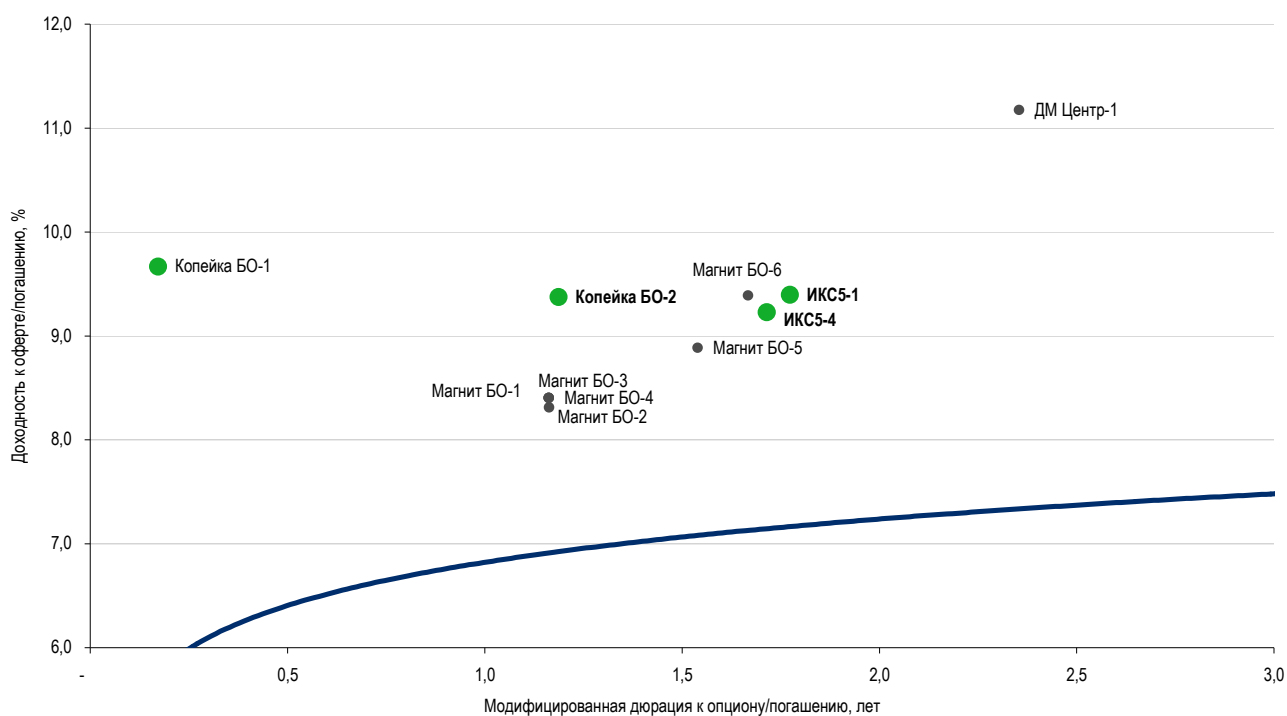
* Показатели Копейки включены с 1 декабря 2010 г.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Короткий выпуск Копейки сохраняет привлекательность. Несмотря на некоторое ослабление кредитных метрик компании, отчасти вызванное укреплением рубля в 1 кв., мы оцениваем финансовый профиль X5 как довольно устойчивый. В связи с этим доходность короткого выпуска Копейки – Копейка БО-01 (УТР 9,67% на 2,5 мес.) – представляется нам привлекательной для удержания бумаги до оферты. Более длинные облигации X5 выглядят дорогими на фоне выпусков Магнита, которому недавно был присвоен кредитный рейтинг «ВВ-», что на одну ступень выше, чем у X5.

Облигации X5 не выглядят привлекательными

Рублевые облигации российских ритейлеров по состоянию на 17 мая 2012 г.



Источники: ММВБ-РТС, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

20 апреля 2012 X5 Retail Group – Рентабельность намного выше ожиданий рынка, долговая нагрузка существенно снизилась. Результаты за 4 кв. и полный 2011 г. по МСФО

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120420_FI_X5%20Retail%20Group_4Q11%20Review.pdf?docid=12811&lang=ru

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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 Девятков, 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, degtyarevm@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
Алексей Андреев, andreevae@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
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 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 2012