



Утренний Express-О

23 марта 2015 г.



Технический монитор



КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

X5 (B2/B+/BB): результаты 2014 г. по МСФО.

X5 (B2/B+/BB): результаты 2014 г. по МСФО.

В пятницу X5 следом за другими крупными игроками представил финансовые результаты за 2014 г. По динамике выручки ритейлер уступал Магниту и Ленте, опередив О'КЕЙ, при этом по уровню EBITDA margin компания прошла по нижней границе своего прогноза в 7,2-7,5%, на уровне результата годом ранее, что оказалось хуже консенсус-прогноза. Рост был за счет органического расширения сети магазинов, в частности запуска Пятерочек. Уровень долга остался прежним – Долг/EBITDA составил 2,9х как и годом ранее, хотя X5 сформировал «подушку» ликвидности в 26 млрд руб., в результате метрика Чистый долг/EBITDA снизилась до 2,3х против 2,7х в 2013 г. Данных средств также было достаточно и для погашения короткого долга в 16 млрд руб. Ликвидность облигаций ИКС 5 Финанс остается низкой, в рамках стратегии buy&hold интерес может представлять короткий выпуск БО-01 (YTM 15,69%/0,5 г.) по цене ниже номинала 97,05%, хотя здесь конкуренция возможна со стороны займа О'КЕЙ 02 (YTP 17,66%/0,71 г.) при цене 95,5%.

X5 представил итоги 2014 г. по МСФО...

Выручка X5 показала рост на 18,6%, EBITDA margin осталась на уровне 7,2%...

Выручка прошла по верхней границе прогноза X5 - 17-19%, EBITDA margin – по нижней – 7,2-7,5%...

Рост был за счет органического развития, в частности запуска Пятерочек...

Уровень долга X5 не изменился – Долг/EBITDA осталась 2,9х как и в 2013 г., хотя метрика Чистый долг/EBITDA улучшилась – 2,3х против 2,7х соответственно...

X5 сформировал «подушку» ликвидности в 26 млрд руб., покрывает короткий долг в 16 млрд руб...

Комментарий. В пятницу X5 следом за другими крупными игроками представил финансовые результаты за 2014 г. По динамике выручки ритейлер уступал Магниту и Ленте, опередив О'КЕЙ, при этом по уровню EBITDA margin компания прошла по нижней границе своего прогноза в 7,2-7,5%, на уровне результата годом ранее, что оказалось хуже консенсус-прогноза.

Тем не менее, выручка X5 прибавила на 18,6% (г/г) до 634 млрд руб. (ближе к верхней планке своего прогноза в 17-19%), показатель EBITDA - на 19,6% (г/г) до 46 млрд руб., EBITDA margin составила 7,23%.

Рост был обеспечен органическим развитием сети (торговая площадь за год расширилась на 15,7% до 2,572 млн кв. м.), главным образом за счет магазинов Пятерочка (торговая площадь «+24%» г/г, доля в продажах 69%), а также увеличением LfL-продаж на 9,8% (11,6% в 4 кв.) – лучший результат за последние годы.

Долговая нагрузка X5 по итогам 2014 г. существенно не изменилась – метрика Долг/EBITDA составила 2,9х как и годом ранее, при этом размер долга показал рост на 18,5% до 131 млрд руб. В целом, долговая нагрузка ритейлера остается высокой. В то же время X5 сформировал солидную подушку ликвидности на конец 2014 г. в размере 26 млрд руб., что способствовало улучшению метрики Чистый долг/EBITDA с 2,7х в 2013 г. до 2,3х в 2014 г. К тому же данных средств было достаточно и для погашения короткого долга в размере 16 млрд руб. Более того, у X5 имелись невыбранные кредитные линии на 84 млрд руб. Учитывая планы менеджмента ускорить экспансию в 2015 г. (предполагает строительство и модернизацию магазинов, инвестиции в логистику и IT-инфраструктуру), данные ресурсы вполне могут быть задействованы на расширение сети, при этом нельзя исключать роста долга, но учитывая в целом взвешенный подход руководства в данном вопросе (Сарех в 2014 г. составил 34,4 млрд руб.), скорее всего, в разумных пределах.

23 марта 2015

Ключевые финансовые показатели (МСФО) млрд руб.	X5 (B2/B+/BB)			Магнит (-/BB/-)			О'КЕЙ (-/-/B+)			Лента (B1/B+/-)		
	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %
Выручка	535	634	18,6	580	764	31,7	139	152	9,0	144	194	34,5
EBITDA	38	46	19,6	65	86	32,1	11,0	11,3	2,2	16	21	29,8
EBITDA margin	7,17%	7,23%	0,06 п.п.	11,2%	11,2%	0,04 п.п.	7,9%	7,4%	-0,5 п.п.	11,4%	11,0%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	11	13	15,5	36	47	33,0	5,0	5,2	5,0	7	9	27,0
margin	2,1%	2,0%	-0,1 п.п.	6,1%	6,2%	0,1 п.п.	3,6%	3,4%	-0,2 п.п.	5,0%	4,7%	-0,3 п.п.
	2013	2014	Изм. %	2013	1 пол.14	Изм. %	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %
Активы	302	351	16,2	268	280	4,5	65	87	33,9	88	141	59,9
Денежные средства и эквиваленты	8	26	236,7	6	4	-37,1	3	6	93,2	6	12	93,8
Долг	111	131	18,5	74	68	-8,2	17	32	91,5	46	71	54,8
краткосрочный	31	16	-48,4	36	13	-63,4	2	12	437,2	6	13	106,7
долгосрочный	80	115	44,2	37	54	45,4	14	20	36,1	40	59	46,9
Чистый долг	103	105	2,4	68	64	-5,7	14	26	91,1	40	59	48,8
Долг/EBITDA	2,9	2,9		1,1	0,9		1,5	2,8		2,8	3,3	
Чистый долг/EBITDA	2,7	2,3		1,0	0,9		1,2	2,3		2,4	2,8	

Источники: данные компаний, PSB Research

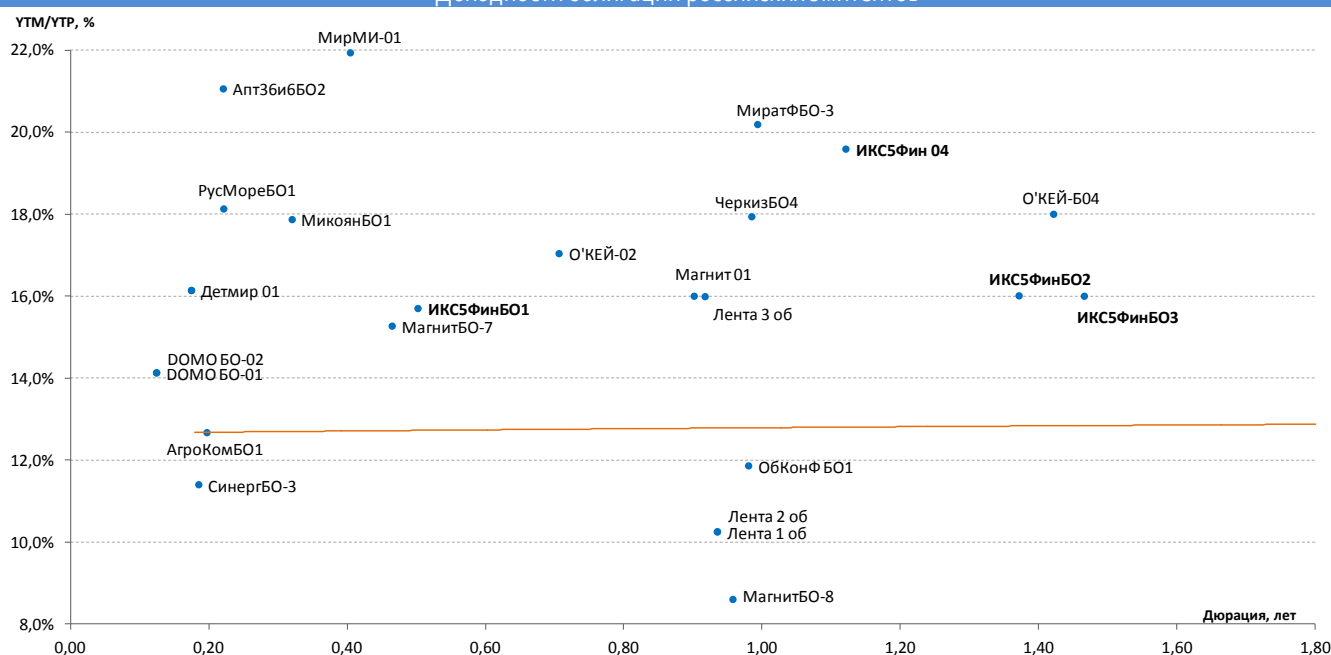
**X5 получил в феврале
рейтинг Fitch на уровне
«BB»/Стабильный ...**

**Отчетность вряд ли окажет
влияние на бонды ИКС 5
Финанс, ликвидность
которых довольно низкая...**

Напомним, что в начале февраля агентство Fitch присвоило кредитный рейтинг X5 на уровне «BB»/Стабильный, который является наивысшим для эмитента среди международных агентств, что в текущих условиях череды рейтинговых downgrade суверенных рейтингов является позитивным событием. Эксперты Fitch отметили, что рейтинг «отражают сильную рыночную позицию X5 и хорошие операционные показатели в 2014 г. (в среднесрочной перспективе тенденции продолжатся), умеренное значение коэффициента долговой нагрузки и достаточную финансовую гибкость, обеспечиваемая за счет низких валютных рисков, масштабируемости капитальных затрат и достаточных показателей ликвидности в среднесрочной перспективе».

Тем не менее, что касается рублевых облигаций ИКС 5 Финанс, то их ликвидность остается весьма низкой, в том числе и выпуска серии 04 (YTM 19,58%/1,12 г.), который предлагает наиболее высокую доходность. В то же время наиболее ликвидный ИКС 5 Финанс БО-01 (YTM 15,69%/0,5 г.) может представлять интерес в рамках стратегии buy&hold по цене ниже номинала 97,05%. Впрочем, здесь по доходности конкуренцию может составить заем О'КЕЙ 02 (YTP 17,66%/0,71 г.) при цене 95,5%.

Доходности облигаций российских эмитентов



Александр Полютков

23 марта 2015

Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

Дмитрий Иванов

Ivanovdv@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Константин Квашнин

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Сибяев Руслан

sibaevrd@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

Устинов Максим

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Skabelin@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

23 марта 2015

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.