

«Магнит»: финансовые результаты 1 полугодия 2010 года – опережая X5?

Вчера торговая сеть «Магнит» первой из продуктовых ритейлеров опубликовала свои финансовые результаты за первое полугодие 2010 года по МСФО, которые мы оцениваем как в меру позитивные. Среди ключевых моментов деятельности Сети в отчетном периоде можно выделить: уверенный рост доходов при снижающейся рентабельности, а также сохраняющуюся на комфортном уровне долговую нагрузку, которая, скорее всего, традиционно будет на самом низком уровне среди розничных компаний, представленных на долговом рынке.

Убедительный рост доходов «Магнита» на фоне снижающейся рентабельности

Впечатляющая динамика развития розничной сети «Магнит» (с начала года Компания открыла 264 магазина при этом торговая площадь возросла на 27,7% до 1,156 млн кв. м.) и достаточно ощутимое увеличение сопоставимых продаж (LFL) на 4,93% (без НДС) в январе–июне этого года стали основой роста выручки Компании на 45% до 3,448 млрд долл. По данному показателю «Магнит» превзошел свое ближайшего конкурента X5, который, согласно операционным результатам за 1 полугодие 2010 года, продемонстрировал рост выручки только на 31% до 5,172 млрд долл. Вместе с тем, прирост выручки «Магнита» в рублевом выражении был менее динамичным нежели в долларах и составил 32% до 103,7 млрд руб., что было обусловлено укреплением рубля в отчетном периоде относительно доллара.

Отдельно стоит отметить, что добиться роста LFL в период экономической нестабильности «Магниту» удалось благодаря «масштабным инвестициям в снижение цен», проводимым с февраля по май этого года, которые привели к положительной тенденции изменения трафика («-0,6%» по итогам 1 квартала 2010 года против «+1,3%» уже по итогам полугодия) и при сохранившемся росте среднего чека (3,58% (без НДС)).

Финансовые результаты 2009-2010 гг.					
млн долл.	1 пол.2010	1 пол.2009	2009	1 пол.2010/ 1 пол.2009	1 пол.2010/ 2009
Основные финансовые показатели					
Чистая выручка	3 447.7	2 377.8	5 354.5	45.0%	-
ЕБИТДА	251.8	224.2	509.5	12.3%	-
Чистая прибыль	131.2	117.9	275.2	11.3%	-
Операционный денежный поток	156.8	44.5	376.2	252.5%	-
% расходы	10.0	29.1	53.5	-65.8%	-
Активы	2 513.3	-	2 528.5	-	-0.6%
Денежные средства и их эквиваленты	51.5	-	371.0	-	-86.1%
Финансовый долг, в т.ч.	333.6	-	418.9	-	-20.4%
долгосрочный	243.1	-	152.3	-	59.6%
краткосрочный	90.5	-	266.6	-	-66.0%
Чистый долг	282.1	-	47.8	-	489.9%
Кредиторская задолженность	563.0	-	572.3	-	-1.6%
Показатели эффективности и покрытия долга					
Рентабельность ЕБИТДА	7.30%	9.43%	9.52%	-2.13 п.п.	-
Рентабельность по чистой прибыли	3.81%	4.96%	5.14%	-1.15 п.п.	-
Фин. долг/ЕБИТДА	0.66	-	0.82	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	0.56	-	0.09	-	-
ЕБИТДА/%	25.27	7.69	9.52	-	-
Фин. долг/Активы	0.13	-	0.17	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

В то же время реализуемая Ритейлером политика низких цен при одновременном агрессивном развитии сети привела к заметному снижению эффективности бизнеса: рентабельность ЕБИТДА уменьшилась на 2,1 п.п. до 7,3% относительно 1 полугодия 2009 года, рентабельность по чистой прибыли – на 1,2 п.п. до 3,8% при этом сам показатель ЕБИТДА за этот же период продемонстрировал рост на 12,3% до 252 млн долл., а чистая прибыль – на 11,3% до 131 млн долл.

Кроме того, дополнительное давление на маржинальность бизнеса «Магнита», как удалось узнать из вчерашнего conference-call с руководством Ритейлера, оказало развитие относительно нового для Компании направления «фрукты и овощи», которое ранее было слабо представлено в магазинах Сети. Отсутствие

необходимого опыта работы с этим сегментом, начиная от процедуры закупок, заканчивая логистикой и хранением «скоропортящегося продукта» (особенно в условиях экстремально холодной зимы и жаркого лета), стало причиной возникновения серьезных товарных потерь в отчетном периоде (рост в 2,65 раза до 38,5 млн долл. к 1 полугодию 2009 года), а также привело к значительному увеличению транспортных расходов (в 2,7 раза до 81,2 млн долл.). В свою очередь, менеджмент «Магнита» сообщил, что по итогам июля–августа в этом сегменте наблюдается улучшение ситуации с расходами и потерями как в результате «отладки» бизнес-процессов, так и улучшения погодных условий, что положительно скажется на рентабельности Сети.

По итогам всего 2010 года Компания ожидает повышения эффективности бизнеса, в частности рентабельность EBITDA – в диапазоне 8–8,5% при сильном росте чистой выручки на уровне 35%. На наш взгляд, добиться поставленных задач по росту выручки «Магниту» вполне под силу, учитывая рост трафика от ценовых вливаний, эффект от которых, вероятно, сохранится и до 4 квартала – традиционно сильного для ритейлеров периода предпраздничных продаж, а также активное расширение сети (планирует открыть за этот год 650 магазинов). Между тем, масштабная программа развития Ритейлера, несмотря на операционные «совершенствования» в сегменте «фрукты и овощи», вряд ли позволит Компании получить по итогам текущего года рентабельность EBITDA выше 8%.

Долговая нагрузка по–прежнему на комфортном уровне

За 1 полугодие 2010 года Финансовый долг «Магнита» сократился на 20,4% до 333,6 млн долл. относительно конца 2009 года, что в основном и позволило Компании уменьшить соотношение Финансовый долг/EBITDA с 0,82x в 2009 году до 0,66x по полугодию. При этом стоит отметить, существенное улучшение временной структуры долга Ритейлера: доля краткосрочных обязательств снизилась с 63,6% до 27,1% (или 90,5 млн долл.) после погашения кредита от Альфа–Банка на сумму 215 млн долл. Причем, краткосрочный долг полностью покрывается денежными средствами (51,5 млн долл. на конец июня 2010 года) и операционным денежным потоком (156,8 млн долл. за 6 месяцев 2010 года). Очевидно, что ситуация с долгом у «Магнита» достаточно комфортная. В то же время по итогам января–июня этого года у Ритейлера произошли изменения в соотношении Чистый долг/EBITDA, которое возросло с 0,09x до 0,56x. Данный рост был обусловлен значительным снижением объема денежных средств на счетах Компании на 86% с 371 млн до 51,5 млн долл., которые, скорее всего, пошли на реализацию инвестпрограммы – было открыто 264 магазина, запущен 1 распределительный центр, закуплено около 270 автомобилей. В целом на весь 2010 год программа капитальных затрат Сети была пересмотрена ее руководством в сторону повышения. Так, ранее планировалось, что на инвестиции будет направлено около 1 млрд долл., но вчера Ритейлер обозначил новую цифру в размере 1,1–1,3 млрд долл., оставив прежним открытие 30 гипермаркетов и увеличив при этом количество новых магазинов «у дома» с 450–550 до 650. Кроме того, по данным менеджмента Сети, программа капзатрат в том числе была расширена за счет увеличения вложений в землю под гипермаркеты, на их строительство, а также на закупку транспорта.

Реализация данной инвестиционной программы наверняка потребует наряду с собственными финансовыми ресурсами (которых явно будет недостаточно) привлечение заемных денежных средств. По состоянию на конец июня 2010 года у «Магнита» были открыты кредитные линии в 5 банках (Альфа–Банк, БСЖВ, Кредит Европа банк, Абсолют банк и Сбербанк) на общую сумму порядка 228 млн долл., причем невыбранный объем денежных средств равнялся 96 млн долл., которого также не хватит на все намеченное в этом году. Поэтому, мы считаем, что следует ждать новых заимствований от Компании. В частности, не исключено появление Ритейлера на долговом рынке рублевых облигаций, поскольку у «Магнита» имеется 4 уже зарегистрированных выпуска биржевых облигаций общим объемом 5,5 млрд руб. При этом, по нашим оценкам, вряд ли долговая нагрузка Сети существенно выйдет за «рамки» 1,4–1,6x – по соотношению Финансовый долг/EBITDA, что является абсолютно не критичным для ее финансовой устойчивости.

Текущая доходность обращающегося выпуска облигаций Магнит–Финанс серии 02 (УТМ 7,83% годовых/536 дн.) делает бумаги вполне интересными для инвестирования, в том числе и на фоне облигаций конкурента ИКС 5 Финанс серии 04 (УТР 6,14% годовых/281 дн.), который, в свою очередь, предлагает более короткую дюрацию, а также входит в Ломбардный список ЦБ. Вместе с тем, «неломбардность» бумаг Магнита, а также отсутствие кредитного рейтинга у Эмитента вряд ли может «преградой» для инвестирования в облигации Компании, учитывая ее достаточно сильные кредитные метрики. Кроме того, мы считаем, что выход Ритейлера на долговой рынок с новыми выпусками биржевых облигаций может встретить повышенный спрос со стороны инвесторов, в том числе и из–за дефицита бумаг данного сектора.

Контакты

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.