

Рублевые корпоративные облигации

27 августа 2009 г.

Аналитический обзор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Магнит обзор результатов за 1п2009 года

Магнит опубликовал хорошие показатели по МСФО за 1п2009 года

Вчера вторая по размеру в России розничная сеть Магнит опубликовала свои аудированные результаты по МСФО за 1п2009 года. Результаты ритейлера за 1п2009 года подтверждают его устойчивое положение несмотря на довольно агрессивную модель развития. Тем не менее, рублевые облигации Магнит Финанс 2 мы по-прежнему не считаем привлекательными для покупки.

Финансовые результаты Х5 и Магнита по МСФО (млн долл.США)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, Раз	Чистый Долг / ЕБИТДА, Раз
Магнит 2008	5 348	401	7.5%	406	1.01	0.7
Магнит 1кв2009	1 128	102	9.0%	н.д.	н.д.	н.д.
Магнит 1п2009	2 378	224	9.4%	421	0.94	0.8

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Рублевая выручка выросла на треть за счет новых магазинов

Рублевая выручка Магнита выросла на 33% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (такой же показатель планируется достичь по итогам 2009 года). Рост выручки произошел в основном за счет увеличения торговых площадей (Магнит открыл 226 магазинов в 1п2009 года) и в меньшей степени за счет роста сопоставимых продаж (+10%).

Снижение трафика оказывает незначительное давление на рост выручки

Незначительное давление на рост выручки оказывает снижение трафика по сопоставимым магазинам (-1%), что, однако, компенсируется ростом среднего чека (+11%). Снижение трафика менеджмент компании считает ожидаемым и объясняет стабилизацией потока покупателей (изначально несколько большего, чем ожидаемый), а также «каннибализацией» трафика дискаунтеров Магнита со стороны своих же гипермаркетов, открытых в небольших городах.

Рентабельность существенно увеличилась по сравнению с 2008 годом...

Рентабельность сети по ЕБИТДА увеличилась до уровня 9.4% по результатам полугодия, что в основном произошло за счет получения более выгодных условий от поставщиков, эффективного контроля над прочими издержками, а также качественными улучшениями в логистике. Так, к примеру, по формату дискаунтеров более 80% товаров обрабатывается и доставляется в магазины Магнита через собственную логистическую сеть, а затраты на оплату труда не увеличиваются по отношению к выручке несмотря на бурный рост сети.

... но по результатам 2009 года будет несколько меньше

Тем не менее, во 2п2009 Магнит планирует ввести более агрессивный метод ценообразования путем снижения торговых наценок, и рентабельность по ЕБИТДА за полный 2009 год, скорее всего, будет несколько ниже показателя за полугодие.

Существенного роста долговой нагрузки не ожидается...

Существенным преимуществом Магнита в текущих рыночных условиях является его низкий уровень долговой нагрузки – менее 1х Долг/ЕБИТДА по результатам 1п2009 года. Инвестиционная программа компании на 2009 года составляет 17-18 млрд. рублей и почти полностью будет профинансирована из собственных средств, объем которых, судя по результатам за первое полугодие (более 7 млрд. рублей), будет достаточен.

... в т.ч. из-за отсутствия валютных рисков и интереса компании к М&А активности

Магнит не планирует проведения сделок М&А, что снимает потенциальную угрозу роста долговой нагрузки компании. Также, по заявлениям менеджмента Магнита, компания уже расплатилась по валютным кредитам, привлеченным во 2кв2009 года, и не несет рисков, связанных с курсовыми колебаниями.

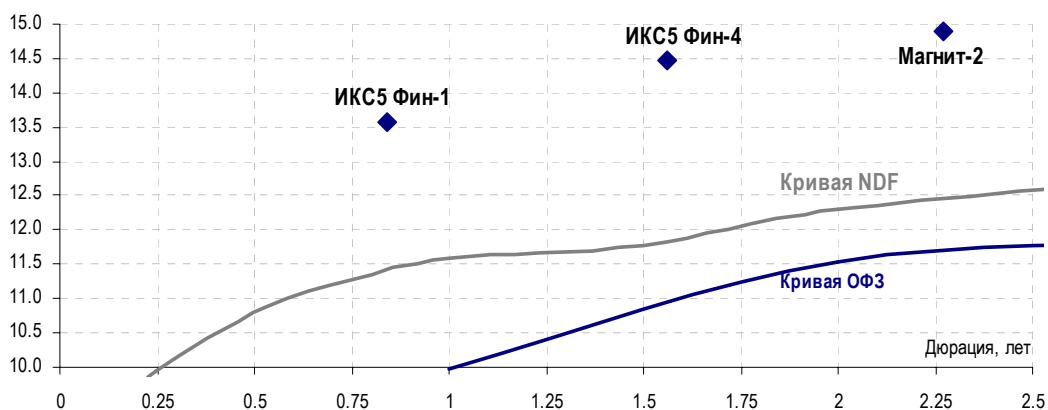
Основной риск – ухудшение операционной среды, но мы считаем, что Магнит обладает хорошим запасом прочности

Кредитное качество Магнита как эмитента приемлемо, но его рублевые бумаги не привлекательны

Как мы уже отмечали в нашем специальном обзоре от 27 июля 2009 года, основным риском для Магнита с кредитной точки зрения мы считаем ситуацию, когда ставка на экстенсивный рост сети может не оправдать себя из-за продолжения сокращения реальных доходов населения и розничного оборота в регионах присутствия сети. Однако реализация такого сценария вряд ли может произойти «одномоментно», что, с учетом хороших финансовых показателей Магнита, позволит ему подстроиться под изменившиеся условия.

Несмотря на столь позитивную оценку кредитного профиля Магнита, мы не считаем его рублевые облигации привлекательными для покупки ввиду сравнительно низкой доходности (YTM 14.92%) при довольно длинной дюрации в 2.3 года, а также отсутствия бумаги в ломбардном списке ЦБ. По нашему мнению, более привлекательными являются выпуски X5, которые несмотря на несколько худшие кредитные характеристики эмитента предлагают лучшее соотношение доходность/дюрация и могут использоваться в сделках РЕПО с ЦБ. Обзор финансовых результатов X5 за 1п2009 по МСФО мы опубликуем завтра.

Доходность облигаций ритейлеров



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.