

X5: Достойные результаты за I полугодие 2010 года по МСФО

Российский рынок облигаций
27 августа 2010 г.

Выводы

Финансовые результаты X5 (S&P: BB-) во II квартале 2010 г по МСФО свидетельствуют о позитивных тенденциях в кредитном профиле эмитента. В частности, мы отмечаем положительную квартальную динамику операционной рентабельности. Долговая ситуация у X5 остается стабильной и не внушает оснований для беспокойств. В целом, с кредитной точки зрения, мы оптимистично оцениваем перспективы компании, которая, являясь крупнейшим в России продовольственным ритейлером, в большей степени по сравнению с конкурентами выигрывает от посткризисного восстановления покупательского спроса в России.

Выпуск X5-Финанс-1 в настоящий момент предлагает доходность на уровне YTM 8,1-8,2% при дюрации 3,4 года (спрэд к ОФЗ 150-160 б.п.), что представляется нам справедливым уровнем компенсации за кредитный риск эмитента с рейтингом уровня «BB-». Принимая во внимание «ломбардный» статус облигаций X5 (в отличие например от бумаг Магнита), а также учитывая общую ограниченность выпусков качественных эмитентов в секторе розничной торговли, мы считаем целесообразным включение облигаций X5 в диверсифицированный инвестиционный портфель с уровнем кредитного риска ниже среднего.

Положительная динамика рентабельности. В долларовом выражении выручка X5 в 1П10 увеличилась на 30% год-к-году (до \$5,2 млрд.) и на 18% в рублях. Росту показателей способствовало расширение торговых площадей и увеличение сопоставимых продаж (LFL) на 5%. Среди торговых форматов, наиболее динамичные темпы прироста выручки (+39% год-к-году) и LFL (11%) продолжает демонстрировать сегмент «дискаунтер». Это, как мы считаем, отражает общие экономические тренды и настроения потребителей.

Стоит отметить достаточно агрессивную ценовую политику X5 направленную на увеличение своего покупательского трафика (повышение цен на прилавках компании за год закончившийся 30 июня 2010 года составило 1,5% против инфляции в 5,75% по данным Росстата за аналогичный период). Впрочем, во многом благодаря эффективному контролю над издержками, во II квартале 2010 года X5 показала уверенные темпы повышения рентабельности EBITDA в сопоставлении с предшествующим кварталом (+1.3 п.п.)

Из наиболее важных с кредитной точки зрения моментов отчетности мы отмечаем, что операционный денежный поток X5 во 2Кв10 остался отрицательным (-\$9,5 млн), что все же значительно выше результата 1Кв10 (-\$129,4 млн). Отрицательный показатель руководства компании объясняет оптимизацией оборотного капитала в преддверии подготовки к вступившему в силу с 1 августа новому закону о торговле.

Инвестиционный анализ

Вопросы с рефинансированием короткого долга решены. Совокупный финансовый долг X5 во II квартале 2010 года увеличился на 4,8% и на отчетную дату составлял \$1,89 млрд. Долговая нагрузка эмитента в терминах Долг/EBITDA сохранилась на уровне 2,4x (см. финансовую таблицу на стр.2). Хотя практически весь финансовый долг компании является краткосрочным, вопросы с его рефинансированием X5 уже заблаговременно решила.

Основная часть задолженности эмитента (87%) по состоянию на конец 2Кв10 была представлена синдицированным кредитом на \$1,1 млрд с погашением в декабре нынешнего года и облигационными займами 1-й и 4-й серии (общий объем \$535 млн). После отчетной даты (в июле) X5 успешно прошла offeru по выпуску X5-1 объемом 9 млрд руб (\$289 млн) Инвесторы предъявили к погашению 15% от объема займа, который теперь будет классифицироваться на балансе компании как долгосрочный (погашение в 2014 г).

Для рефинансирования синдицированного кредита в декабре у X5 существует договор со Сбербанком об открытии кредитной линии в рублях в объеме эквивалентном \$ 1.1 млрд сроком на 5 лет. По состоянию на отчетную дату компания также имела доступ к невыбранным банковским кредитным линиям в общей сложности на \$705 млн.

Таким образом, к концу 2010 года финансовый долг X5 в полном объеме можно будет классифицировать как долгосрочный. Добавим, что ожидаемое замещение эмитентом своего валютного долга рублевым снизит для X5 подверженность валютному риску, с учетом того, что практически всю выручку компания получает в рублях. По результатам II квартала текущего года курсовые потери X5 от переоценки долга составили \$72 млн.

Перспективы достаточно благоприятные. Менеджмент X5 подтвердил свои ранние прогнозы по росту рублевой выручки компании в 2010 году примерно на 20% и объему капитальных затрат на уровне 18 млрд руб (примерно \$599 млн). В I полугодии 2010 г. капитальные затраты X5 составили порядка \$115 млн. Выполнение намеченной на текущий год программы капвложений может потребовать от эмитента привлечения нового долга, однако мы не ожидаем, что это окажет значимое влияние на уровень долговой нагрузки X5 по итогам 2010 года.

Что касается возможных новых приобретений эмитента (сетей «Копейка» и «Остров»), то руководство X5 отмечает, что окончательных решений на этот счет еще не принято. Мы полагаем, что учитывать данные сделки как фактор потенциального увеличения финансового рычага эмитента пока преждевременно.

В целом, с кредитной точки зрения мы оптимистично оцениваем перспективы компании, которая, будучи крупнейшим в России продовольственным ритейлером, должна будет выиграть от посткризисного восстановления покупательского спроса в России в большей степени, нежели ее конкуренты.

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Илл. 1: Ключевые финансовые показатели X5

МСФО, \$ млн	2009	1Кв10	2Кв10	Изм. Кв/Кв, %
Выручка	8 717	2 543	2 641	3,9
ЕВITDA	736	179	220	22,9
Чистая прибыль	165	79	25	(68,3)
Совокупный долг	1 944	1 811	1 899	4,8
Краткосрочный долг	1 654	1 531	1 886	23,2
Денежные средства	412	77	105	37,1
Чистый долг	1 532	1 735	1 794	3,4
Собственный капитал	1 772	1 911	1 828	(4,4)
Активы	6 180	5 786	5 608	(3,1)
<i>Коэффициенты</i>				
Норма ЕВITDA, %	8,4	7,0	8,3	
ЕВITDA / Проц.расходы (x)	4,8	5,1	7,4	
Долг / ЕВITDA (x)	2,6	2,4	2,4	
Чистый долг/ЕВITDA (x)	2,1	2,3	2,3	
Долг/Собственный капитал (x)	1,1	0,9	1,0	

* ЕВITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, оценки Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов Торговые операции	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Станислав Боженко, Ph.D, старший кредитный аналитик (+7 495) 924-25-15 (доб. 71-21) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.