

Рублевые корпоративные облигации

28 августа 2009 г.

Аналитический обзор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

X5 обзор результатов за 1п2009 года

X5 опубликовала показатели по МСФО за 1п2009 года

Вчера крупнейшая в России розничная сеть X5 опубликовала свои аудированные показатели по МСФО за 1п2009 года. Результаты отражают довольно консервативную стратегию развития X5 в 2009 году на фоне довольно агрессивной ценовой политики, а основной ее проблемой по-прежнему является крупный объем долга. В целом, мы полагаем, что кредитный профиль X5 выглядит устойчивым, однако рублевые облигации X5, которые за последнее время существенно выросли в цене, могут быть привлекательны для покупки лишь для ограниченного круга инвесторов.

Финансовые результаты X5 и Магнита по МСФО (млн долл.США)

Период	Выручка	Валовая рентабельность	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, Раз
X5 2008	8 353	25.7%	768	9.2%	2 059	2.7
X5 1кв2009	1 867	24.5%	163	8.7%	1 864	2.9
X5 1п2009	3 978	24.6%	347	8.7%	1 962	2.8

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Рублевая выручка выросла в основном за счет дискаунтеров

Рублевая выручка X5 на основе *pro-forma* выросла на 27% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рост выручки произошел как за счет открытия новых площадей (+ 63 новых магазина в 1п2009), так и за счет существенного роста сопоставимых продаж (+12% в рублях к аналогичному периоду прошлого года). Большая часть роста сопоставимых продаж приходится на формат дискаунтер благодаря довольно агрессивной ценовой политике

Снижение трафика в регионах компенсируется ростом продаж в столице

Негативным фактором с точки зрения роста выручки является сокращение трафика в региональных гипермаркетах и супермаркетах (-5% и -7%). В региональных супермаркетах произошло и падение среднего чека (-1%). Однако более 50% чистых продаж X5 приходится на Москву, и компания успешно компенсирует сокращение темпов роста трафика в своих региональных сетях, значительным его ростом в столичных магазинах.

Рентабельность сократилась за счет агрессивной ценовой политики

Валовая рентабельность X5 сократилась в 1п2009 года на 12% по сравнению с аналогичным периодом 2008 года до уровня 24.6% с 25.8%, что обусловлено введением принципа «самая низкая цена на весь ассортимент» в формате дискаунтер начиная со 2кв2009 года X5. Однако, благодаря работе по улучшению операционной эффективности (в области IT, логистики, а также оптимизации расходов на персонал), рентабельность по EBITDA показала менее негативную динамику, сократившись только на 10% до уровня 8.7% с 9.0%.

Основной негативный момент – высокая долговая нагрузка...

Основным негативным моментом с кредитной точки зрения для X5 является ее высокая долговая нагрузка – 2.8x Долг/EBITDA на конец 1п2009 года. Дополнительным фактором риска является то, что львиная часть долга компании приходится на синдицированный кредит в объеме US\$ 1091 млн с единовременным погашением в декабре 2010 года. Мы по-прежнему считаем, что X5 пока еще обладает достаточным запасом времени для того, чтобы подготовиться к рефинансированию данного кредита и, учитывая существенный масштаб сети, мы рассчитываем, что X5 не сможет достичь договоренностей с кредиторами

...которая, хотя и не увеличивается, включает в себе существенные валютные риски

Довольно консервативная стратегия развития, выбранная X5 подразумевает, что инвестиционная программа на 2009 год (14 млрд рублей) будет полностью профинансирована за счет операционного денежного потока компании. Риски, связанные с колебаниями валютных курсов, были несколько сглажены путем погашения краткосрочных валютных кредитов X5, за счет средств от размещения рублевых облигаций в 1п2009 года. Тем не менее, в более долгосрочной перспективе X5 остается подверженной существенному валютному риску из-за упомянутого выше синдицированного кредита.

*Х5 хорошо
подготовлена к
дальнейшему
сокращению
потребления в стране*

Как мы уже отмечали в нашем обзоре от 27.07.2009, выбрав довольно консервативную стратегию развития, Х5 будет проигрывать своему ближайшему конкуренту по основным показателям в ближайшее время, однако будет лучшим образом подготовлена к усугублению негативных тенденций в потреблении.

*Кредитное качество Х5
как эмитента
приемлемо, но
доходность его
рублевых бумаг уже не
так привлекательна*

В целом мы полагаем, что кредитный профиль Х5 выглядит весьма приемлемо и не должен вызывать особого беспокойства у держателей рублевых облигаций компании. Доходности обоих выпусков ИКС5 1 и ИКС5 4 заметно снизились в последнее время и уже не являются столь интересными для покупки. Тем не менее, по сравнению с выпуском рублевых облигаций основного конкурента Х5 – сети Магнит, отличительным преимуществом первых является их наличие в ломбардном списке ЦБ.

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.