

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdakov@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

X5 RG (B+/B2/-): умеренно-негативный финансовый отчет по итогам 1K14, бумаги компании выглядят не очень привлекательно

Вчера X5 RG опубликовала финансовый отчет по итогам 1K14, мы оцениваем раскрытые показатели умеренно-негативно. Так, если в рублях выручка компании выросла в 1K14 на 13.9% г/г, а EBITDA – на 13.3% г/г, то в долларовом выражении эти показатели практически не изменились г/г, составив 4 190 млн. долл. (+0.7% г/г) и 285 млн. долл. (+0.3% г/г) соответственно, причиной чего стало существенное ослабление рубля в течение прошлого квартала. Рентабельность по EBITDA составила 6.8%, также не изменившись по сравнению с прошлым годом. Отметим, что после сильных итогов 4K13, когда X5 в противофазе с прочими крупными розничными игроками показала ускорение темпов роста розничной выручки, в 1K14 все вернулось на круги своя – компания вновь заметно отстает по темпам роста оборота от Магнита (S&P: BB/St), который увеличил долларовую выручку на 8.7% г/г, а EBITDA – на 6% г/г.

В 1K14 компания получила отрицательный свободный денежный поток на сумму -276 млн. долл. (в 1K13 отток составил -85 млн. долл.), что, с одной стороны, также не ново для X5 – у компании был отрицательный свободный денежный поток на протяжении первых трех кварталов 2013 г. и только 4K13 компания смогла вывести показатель в плюс. С другой стороны, существенным негативным моментом являются его масштабы: так, в прошлом году сопоставимый по величине отток X5 накопил только за 9M13 (-249 млн. долл.). Основной причиной такой динамики по итогам 1K14 стало то, что дефицит средств у компании возник уже на уровне чистого операционного потока (-135 млн. долл.), что было обусловлено, главным образом, негативными изменениями в оборотном капитале (потенциал оптимизации запасов был, скорее всего, в значительной мере задействован в 4K13), что дополнительно усугубил рост расходов на капвложения, которые выросли более чем на четверть г/г. Расходы на CAPEX составили по итогам 1K14 около 142 млн. долл., при этом, в относительном выражении, они снизились до 0.5x EBITDA (против 0.6x в 1K13). Отток средств по операционной деятельности и инвестиционные расходы были покрыты за счет привлечения долга, а также, в меньшей степени, за счет накопленной на балансе ликвидности.

На конец 1K14 долг X5 в рублевом выражении вырос на 5.7% к началу года и достиг 117.7 млрд. руб., тогда изменение валютных курсов привело к тому, что в долларовом выражении его объем снизился на 1.4% – до 3 354 млн. долл. Доля краткосрочных обязательств в структуре долга не изменилась к уровню начала года и составила 28.1%. В то же время, долговая нагрузка в терминах чистый долг / EBITDA LTM чуть подросла – до 2.7x (против 2.6x на конец 2013 г.) – в результате расходования части накопленных на балансе X5 денежных средств, объем которых уменьшился на 39.8% к началу года (до 140 млн. долл.). В целом, финансовый отчет за 1K14 г нейтрален для кредитных рейтингов компании, в качестве существенного негативного момента можно отметить, разве что, масштабы отрицательного потока от операционной деятельности в 1K14. В то же время, если раньше относительно рейтингов X5 присутствовал определенный оптимизм, обусловленный улучшением кредитных метрик по итогам 2013 г., то теперь об этом сложно говорить, учитывая негативную проекцию суверенного рейтинга и неоднозначные перспективы роста экономики в текущем году.

Сегмент потребительских компаний, как, впрочем, и рублевый рынок в целом (за редким исключением), сейчас характеризуется достаточно ограниченным уровнем ликвидности. Так, последние крупные сделки в наиболее ликвидных бумагах X5 проходили со спрэдом 240-250 бп к кривой ОФЗ, то есть с премией в диапазоне 50-70 бп к наиболее ликвидным выпускам Магнита. Сужающаяся премия к Магниту, на наш взгляд, ухудшает привлекательность выпусков X5 с учетом заметной разницы, сохраняющейся в темпах роста и кредитном качестве между Магнитом и X5.

Ключевые финансовые показатели X5 RG по МСФО по итогам 2013 г.

млн. долл.	1K14	1K13	%
Выручка	4 190	4 160	0.7%
ЕБИТДА	285	284	0.3%
Операционная прибыль	172	174	-1.2%
Чистая прибыль	72	65	10.2%
Рентабельность по EBITDA	6.8%	6.8%	-
Операционная рентабельность	4.1%	4.2%	-0.1 пп
Чистая рентабельность	1.7%	1.6%	0.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	267	290	-7.8%
Чистый операцион. ден. поток	(135)	28	-
CAPEX	142	113	25.6%
Свободный денежный поток	(276)	(85)	x3.2

млн. долл.	1K14	2013	%
Активы	8 394	9 224	-9.0%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	140	233	-39.8%
Долг	3 354	3 402	-1.4%
<i>доля краткосрочного долга</i>	28.1%	28.3%	-0.2 пп
Чистый долг	3 214	3 169	1.4%
Капитал	2 288	2 377	-3.7%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	2.8x	2.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.7x	2.6x	-
EBITDA/Процентные платежи	4.0x	3.7x	-
Долг/Капитал	1.5x	1.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

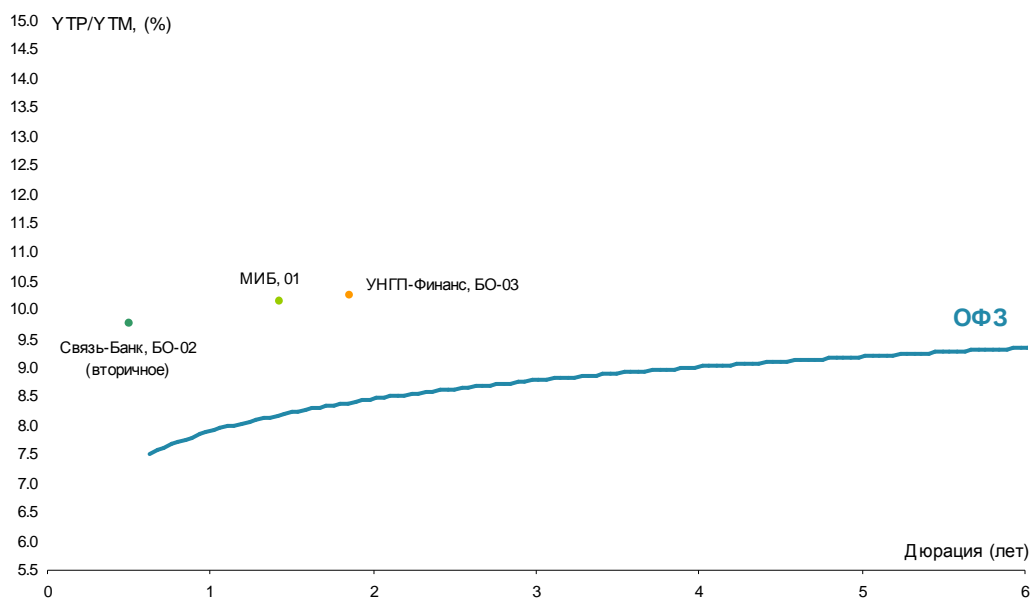
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	10.15	24.04.2014	29.04.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 10 лет
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	10.25	28.04.2014	29.04.2014	нет / 1.86 г	2 г. / 7 лет
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 9.75	30.04.2014	05.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 2 г

Цветом выделены в выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, АЗ0	BBB / Baa1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Baa3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Baa3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Baa3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Baa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.