



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Детский мир (-/B+/-): финансовые результаты за 1 кв. 2017 г.**

Детский мир (-/B+/-): финансовые результаты за 1 кв. 2017 г. по МСФО.

Детский мир хорошо отчитался за 1 кв. 2017 г., превзойдя консенсус-прогноз по EBITDA и EBITDA margin. Выручка компании увеличилась на 28% г/г до 21,1 млрд руб., что сопоставимо с ее среднегодовым приростом в 2013-2016 гг. на уровне 30%. Скорректированная EBITDA выросла на 38% до 1,1 млрд руб., а EBITDA margin составила 5,3% против 4,9%. Чистый долг/EBITDA за 1 кв. 2017 г. вырос 1,5х до 1,9х, но может сократиться до 1,4х-1,6х к концу года благодаря ожидаемому нами росту EBITDA на 25-30% г/г до 10,2-10,7 млрд руб. Основные риски для кредитных метрик связаны с возможными финансовыми проблемами у мажоритарного акционера компании – АФК Системы, из-за судебного иска Роснефти и Башнефти. Справедливую доходность облигаций Детского мира серии БО-04 с 3-летней офертой мы оцениваем на уровне 9,8%-9,9% годовых, что делает их не слишком интересными для покупки по текущим ценам. Более привлекательно, на наш взгляд, сейчас смотрятся бонды АФК Системы (-/BB/BB-) серии Б1Р5, торгующиеся с более высокой доходностью (YTP 10,6%) при сопоставимой дюрации (2,4 г.).

Комментарий.

Детский мир отчитался за 1 кв. 2017 г. по МСФО...

Выручка компании по сравнению с 1 кв. 2016 г. увеличилась на 28% до 21,1 млрд руб., EBITDA – на 38% до 1,1 млрд руб...

Фактические показатели превзошли консенсус-прогноз, у бизнеса сохраняются хорошие перспективы...

Вчера Детский мир представил неаудированные финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2017 г. Выручка ритейлера по сравнению с 1 кв. 2016 г. увеличилась на 28% до 21,1 млрд руб., что сопоставимо с ее среднегодовым приростом в 2013-2016 гг. на уровне 30%. Основным драйвером роста доходов стало увеличение числа магазинов и торговой площади на 20-21%. Выручка на 1 кв. км. торговой площади выросла на 7% до 35 тыс. руб. при росте сопоставимых продаж сети магазинов «Детский мир» в России на 11%. Онлайн-продажи ритейлера поднялись на 83% г/г, достигнув 0,9 млрд руб., а их доля в выручке возросла с 3,0% до 4,3%. Таким образом, компании по-прежнему удается демонстрировать сильную динамику продаж, несмотря на продолжающееся сокращение оборота розничной торговли в России.

Показатели EBITDA и чистой прибыли Детского мира для сравнения с 1 кв. 2016 г. целесообразно скорректировать на бонусные выплаты менеджменту в рамках программы долгосрочной мотивации, составившие 226 млн руб. с учетом налоговых эффектов. Скорректированная EBITDA Детского мира выросла на 38% г/г до 1,1 млрд руб., а маржа скорректированной EBITDA составила 5,3% против 4,9%. Таким образом, фактические показатели превзошли консенсус-прогноз на уровне 1,02 млрд руб. и 4,9% соответственно. Скорректированная чистая выросла на 34% до 137 млн руб. по сравнению с 1 кв. 2016 г.

Мы высоко оцениваем результаты работы Детского мира с учетом кризисных явлений в экономике и с оптимизмом смотрим на ее дальнейшие перспективы. В планах ритейлера открыть 70 магазинов в 2017 г. и 250 магазинов до конца 2020 г.

Ключевые финансовые показатели (МСФО) млн руб.	Детский мир		
	1 кв. 2016	1 кв. 2017	Изм. %
Количество магазинов	429	521	21
Торговая площадь, кв. км.	495	596	20
Выручка	16 414	21 061	28
Выручка на 1 кв. км. торг. площади	33	35	7
adj. EBITDA	806	1 109	38
adj. EBITDA margin	4,9%	5,3%	0,4 п.п.
Скорр. чистая прибыль	102	137	34
margin	0,6%	0,7%	0,1 п.п.
Сарех	269	253	-6
Сарех, % от выручки	1,6%	1,2%	-27
	2016	1 кв. 2017	Изм. %
Денежные средства и эквиваленты	2 445	524	-79
Долг	14 638	16 325	12
Чистый долг	12 193	15 801	30
Долг/adj. EBITDA	1,8	1,9	-
Чистый долг/adj. EBITDA	1,5	1,9	-

Источники: данные компании, PSB Research

Чистый долг Детского мира за первые 3 месяца 2017 г. вырос на 30% до 15,8 млрд руб., при этом капитальные расходы компании составили лишь 253 млн руб. или 1,2% от выручки против 1,6% в 1 кв. 2016 г. Детали по денежным потокам пока не раскрываются, но можно предположить, что данная динамика объясняется изменениями в оборотном капитале.

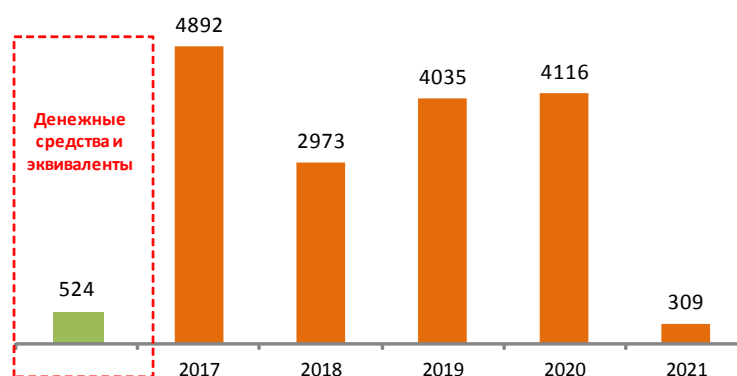
Чистый долг/EBITDA
за 1 кв. 2017 г. вырос 1,5х
до 1,9х, но может
сократиться до 1,4-1,6х
к концу года...

Метрика Чистый долг/EBITDA увеличилась с 1,5х до 1,9х, что все еще является комфортным значением: средний ковенантный уровень по долговому портфелю составляет 4,0х. Ожидаем, что EBITDA компании в 2017 г. вырастет на 25-30% г/г до 10,2-10,7 млрд руб., что при стабильном уровне чистого долга приведет к сокращению метрики Чистый долг/EBITDA с текущих 1,9х до 1,4-1,6х.

**Основные риски для
кредитных метрик
связаны с возможными
финансовыми проблемами
у мажоритарного
акционера компании –
АФК Системы...**

По нашему мнению, основные риски для кредитных метрик Детского мира на данный момент связаны с возможными финансовыми проблемами у мажоритарного акционера компании – АФК Системы. Во вторник, 2 мая, Арбитражный суд Москвы зарегистрировал иск Роснефти и Башнефти к АФК Система и АО Система-инвест (на 100% ее «дочка», совместно с АФК Система владела Башнефтью в 2009-2014 гг.) на 106,6 млрд руб. Перспективы его удовлетворения пока трудно оценить, но если это произойдет, то ритейлеру придется существенно нарастить дивидендные выплаты, уже достигшие 4,4 млрд руб. по итогам 2016 г. (около 54% от EBITDA), а при сохранении высоких темпов расширения сети высоки риски наращивания уровня долга.

График погашения долга Детский мир (31.03.2017 г.), млн руб.



Источники: данные компании, PSB Research

Весь долг Детского мира является рублевым, курсовые риски отсутствуют. По состоянию на 31 декабря 2016 г. общий объем неиспользованных кредитных линий Детского мира составил 12,0 млрд руб., включая 8,2 млрд руб. по долгосрочным кредитным линиям. Этот объем полностью покрывает долговые обязательства компании в 2017-2018 гг. величиной 7,9 млрд руб., поэтому никаких проблем с рефинансированием задолженности в ближайшее время мы не ожидаем.

21 марта 2017 г. агентство S&P присвоило Детскому миру рейтинг «В+» со Стабильным прогнозом, выделив широкое покрытие в России и сильный бренд в качестве конкурентных преимуществ ритейлера. Ключевыми факторами риска аналитики агентства называют склонность населения страны к неравномерному потреблению и небольшой размер компании по сравнению с международными аналогами.

На облигационном рынке Детский мир представлен единственным выпуском серии БО-04 с 3-летней офертой, размещенном в начале апреля 2017 г. После новостей о судебном иске к АФК Системе со стороны Роснефти и Башнефти его доходность поднялась примерно на 20 б.п. до 9,6% годовых (+150 б.п. к кривой ОФЗ).

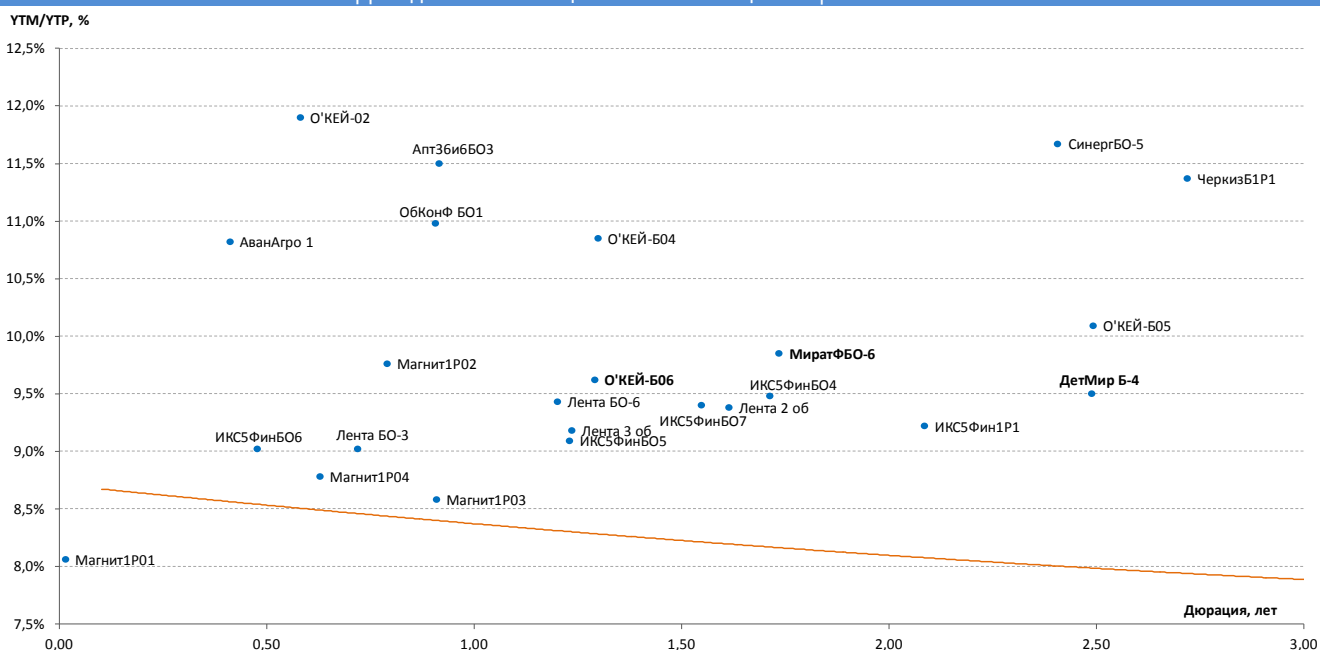
Ликвидные облигации сектора с сопоставимыми рейтингами – О'КЕЙ-Бо6 (–/–/В+) и МиратФБО-6 (–/–/В+) торгуются с доходностью 9,8%-9,9% годовых, что предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 170-180 б.п. На наш взгляд, более низкая долговая нагрузка Детского мира: 1,9х против 2,4-2,7х по метрике Чистый долг/EBITDA и лучшие перспективы его бизнеса должны транслироваться в дисконт 30-40 б.п. к доходностям этих выпусков.

Однако выпуск Детский мир БО-4 должен также давать премию к спредам бондов О'КЕЙ Мираторг порядка 20-30 б.п. за счет более высокой дюрации: 2,5 г. против 1,3-1,7 лет и 20-30 б.п. с учетом рисков, связанных с инициированным судебным процессом в отношении мажоритарного акционера Детского мира. Таким образом, справедливую доходность бумаг компании мы оцениваем на уровне 9,8%-9,9% годовых, что делает их не слишком интересными для покупки по текущим ценам.

Более привлекательно, на наш взгляд, сейчас смотрятся бонды АФК Системы (–/ВВ/ВВ-) серии Б1Р5, торгующиеся с более высокой доходностью (УТР 10,6%) при сопоставимой дюрации (2,4 г.). По нашим оценкам, ее метрика Чистый Долг/EBITDA в случае заимствований средств для покрытия судебных требований может подняться с 2,6х в 2016 г. в район 3,2х, но не выше 3,5х. Таким образом, даже если АФК Системе придется выплатить всю требуемую сумму, то котировки облигаций уже учитывают это обстоятельство, а в случае сокращения ее итогового размера они могут подрасти на 1-2 п.п., при условии, что для корпорации и акционеров не возникнет дополнительных рисков.

Справедливая доходность облигаций Детский мир БО-4 – 9,8-9,9% годовых, выпуск АФК Системы серии Б1Р5 (УТР 10,6%) сейчас более интересен...

Доходности облигаций: Ритейл и пищевая промышленность



ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>
PSB RESEARCH
Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ
Александр Полютов
Дмитрий Монастыршин
Роман Насонов
Михаил Поддубский

PolyutovAV@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

NasonovRS@psbank.ru

PoddubskiyMM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА
Евгений Локтюхов
Илья Фролов
Екатерина Крылова
Игорь Нуждин

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ
Дмитрий Иванов
Руслан Сибяев
Пётр Федосенко
Константин Квашнин
Евгений Жариков
Михаил Маркин
Алексей Кулаков
Павел Демещик
Евгений Ворошнин
Сергей Устиков
Александр Орехов
Операции на финансовых рынках
FICC
Еврооблигации
Рублевые облигации
ОФЗ, длинные ставки
Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities
FX, короткие ставки
Денежный рынок
РЕПО
Акции

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 411-5133

+7 (495) 705-9758

+7 (495) 411-5132

+7 (495) 411-5135

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ
Ольга Целинина
Александр Аверочкин
Филипп Аграчев
Александр Сурпин
Виктория Давитиашвили
Татьяна Муллина
Владислав Риман
Максим Сушко
Давид Меликян
Александр Борисов
Олег Рабец
Александр Ленточников
Глеб Попов
Игорь Федосенко
Виталий Туруло
Операции с институциональными клиентами Fixed Income
Центр экспертизы для корпоративных клиентов
Конверсии, Хеджирование, РЕПО,
Структурные продукты, DCM
Конверсионные и валютные форвардные операции
Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 228-39-22

+7 (495) 733-96-28

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2017 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.