

## ДОСТОЙНЫЙ ДЕБЮТ

### Компания размещает выпуск облигаций объемом 4 млрд руб.

**Трехлетний выпуск от качественного эмитента.** Группа Лента впервые выходит на рынок публичного долга, предлагая инвесторам классические облигации объемом 4 млрд руб. Срок обращения выпуска серии 03 составляет семь лет, предусмотрена оферта через три года. Сбор заявок пройдет с 25 февраля по 1 марта, а размещение на бирже запланировано на 5 марта. Эмитент обладает кредитным рейтингом от агентства S&P на уровне «B+», прогноз «Стабильный», благодаря чему выпуск соответствует критериям включения в ломбардный список ЦБ.

**На эмитенте концентрируются все операционные денежные потоки и недвижимость группы.** Эмитентом облигаций выступает ООО «Лента», находящаяся в 100-процентной собственности Lenta Ltd (рейтинги на уровне «B+» и «B1» от S&P и Moody's соответственно) и являющая ее основным дочерним подразделением. Lenta Ltd – холдинговая компания группы, именно на нее составляется консолидированная отчетность группы по МСФО. Lenta Ltd зарегистрирована на Британских Виргинских островах. В то же время юридическим лицом, которому принадлежат все находящиеся в собственности группы магазины и на котором концентрируются все ее денежные потоки, является ООО «Лента». Кроме того, структура займа усилена безотзывной офертой от холдинговой компании на выкуп облигаций.

**Под контролем крупных институциональных инвесторов.** Контролирующим бенефициаром Ленты является американский фонд прямых инвестиций TPG Capital, которому принадлежит 50,1% акций ритейлера (58,5% голосующих акций), два других крупных акционера – ЕБРР и ВТБ Капитал с 21,6% и 11,8% акций (21,6% и 13,9% голосующих соответственно). Остальные акции принадлежат миноритариям. Текущая структура собственности Ленты сложилась в 2011 г., когда был успешно разрешен тянувшийся с 2006 г. конфликт между акционерами компании. Тогда же крупнейшие акционеры увеличили свое участие в Ленте, выкупив долю у прежнего мажоритария – Августа Мейера.

#### Один из национальных лидеров в формате гипермаркета...

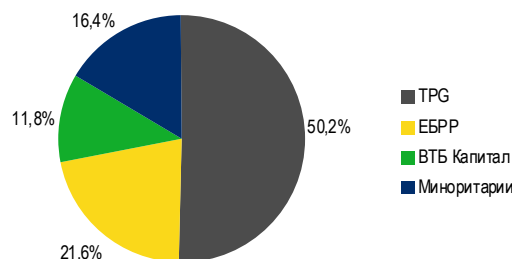
По итогам 2012 г. Лента заняла седьмое место по объему выручки среди работающих на российском рынке ритейлеров, уступив лидерство таким компаниям, как X5 Retail Group (рыночная доля – около 5%), Ашан (3%), Магнит (3%), Metro (2%), Дикси (1%) и О'КЕЙ (1%). На Ленту приходится порядка 1% всего российского рынка розничной торговли, при этом десять крупнейших розничных игроков в сумме контролируют чуть менее 20%, что оставляет значительный потенциал для консолидации. Лента работает исключительно в формате гипермаркетов, занимая в данном сегменте рынка, по собственным оценкам, второе место по размеру выручки после Ашана. В процессе дальнейшего развития, продвигаясь

#### Информация о выпусках

| Эмитент                   | ООО «Лента»                              |
|---------------------------|------------------------------------------|
| Обеспечение               | безотзывная оферта от Lenta Ltd (B+/B1-) |
| Рейтинг эмитента          | B+/S&P                                   |
| Серия облигаций           | 03                                       |
| Объем                     | 4 млрд руб.                              |
| Дата размещения           | 5 марта 2013 г.                          |
| Срок обращения            | 7 лет                                    |
| Оферта                    | 3 года                                   |
| Купон                     | полугодовой                              |
| Ломбардный список ЦБ      | соответствуют критериям                  |
| Ориентир по ставке купона | 10,0-10,5% (УТР 10,25-10,78%)            |

#### Под контролем крупных институциональных инвесторов

Структура акционеров Lenta Ltd



Источники: данные компании

#### Лента – не самая крупная, но самая эффективная компания

Операционные показатели представленных на публичном долговом рынке ритейлеров

| 2012 г.                            | X5 Retail Group | Магнит | О'КЕЙ | Лента |
|------------------------------------|-----------------|--------|-------|-------|
| Выручка, млрд руб.                 | 490             | 449    | 116   | 110   |
| Города присутствия                 | 746             | 1 605  | 20    | 31    |
| Кол-во магазинов                   | 3 802           | 6 884  | 83    | 56    |
| Торговая площадь, тыс. кв. м.      | 1 970           | 2 549  | 428   | 382   |
| Удельная выручка, тыс. руб./кв. м. | 248,8           | 176,0  | 271,0 | 287,4 |

Источники: данные компаний

Компания размещает выпуск облигаций объемом 4 млрд руб.

в более мелкие города (целевым для себя рынком компания считает города с населением свыше 100 тыс. человек), Лента не исключает для себя возможность выхода в другие, помимо гипермаркетов, форматы. Первый магазин под брендом «Лента» был открыт в 1999 г. в Санкт-Петербурге, а активная региональная экспансия сети пришлась на 2006–2007 гг., когда за пределами Санкт-Петербурга было открыто 13 магазинов. Не текущий момент 16 (то есть около 30%) из 56 магазинов компании находится в городе на Неве. Розничная сеть Ленты покрывает 31 российский город, преимущественно в центральной части страны и в Сибири, также у компании есть три распределительных центра, расположенных в Санкт-Петербурге, Москве и Новосибирске. Кстати, на столичный рынок компания пока так и не вышла, а задержку объясняет отсутствием подходящих для магазинов земельных участков и высокой конкуренцией. Однако в 2013 г. открытие первого гипермаркета «Лента» в Москве должно все-таки состояться.

**...планирующий активное расширение в ближайшие годы.** В 2009–2011 гг., то есть в период наиболее острой фазы конфликта акционеров, Лента объективно отставала от конкурентов по темпам развития розничной сети: за эти три года компания открыла лишь восемь новых магазинов. Как следствие, сейчас у Ленты наименьшее количество магазинов среди крупнейших десяти российских ритейлеров. Наверстывать упущенное компания начала уже в 2012 г., когда было открыто 14 новых гипермаркетов (на два больше, чем изначально планировалось), а в период по 2016 г. включительно Лента планирует открывать по 18 магазинов ежегодно, что позволит ей довести общее количество торговых точек на конец 2016 г. до 128. Учитывая, что уже сейчас Лента является наиболее эффективным ритейлером (если рассматривать удельную выручку на квадратный метр торговой площади), в ближайшие годы у компании есть все шансы обойти по размеру выручки игроков, отставание от которых не столь велико (Дикси, О'КЕЙ). В настоящий момент 95% площади гипермаркетов Ленты находится в собственности компании (лишь 4 магазина из 56 работают на арендованных площадях), и в дальнейшем ритейлер намерен придерживаться той же стратегии: доля собственных площадей планируется на уровне не ниже 85%. На конец 2012 г. чистая балансовая стоимость недвижимости компании (по МСФО) составляла 37,6 млрд руб.

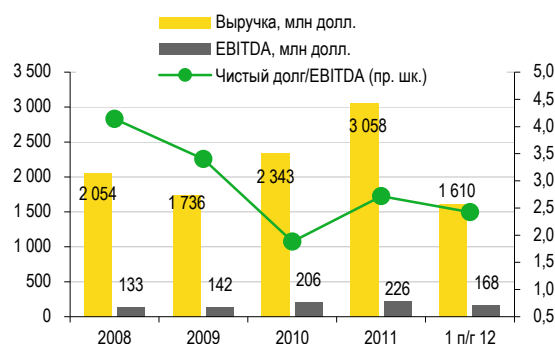
### Высокие темпы роста выручки, несмотря на задержку с расширением сети.

Несмотря отмечавшиеся в последние несколько лет низкие темпы открытия новых магазинов, выручка компании стабильно растет. За 2012 г. рублевая выручка увеличилась на 22,4%, а в период 2007–2012 гг. среднегодовые темпы роста составили 27,3% (24,6% в долларовом выражении), что было достигнуто в первую очередь благодаря наращиванию сопоставимых продаж, а в меньшей степени – за счет расширения торговой площади. EBITDA и операционный денежный поток в 2007–2012 гг. росли опережающими темпами – в среднем на 28,6% и 75,4% в год, и в последние годы рентабельность Ленты по EBITDA держалась выше 8%. Серьезное падение (до 7,4%) имело место лишь в 2011 г. по причине резкого (на 40%) роста операционных расходов. Однако уже в 1 п/г 2012 г. рентабельность восстановилась до 10,4% – рекордного уровня для представленных на долгом рынке розничных компаний (см. таблицу на стр. 4). Причины более высокой рентабельности Ленты кроются в незначительных по рыночным меркам арендных платежах. Дело в том, что подавляющее большинство магазинов компании находится у нее в собственности против примерно 45–55% у конкурентов. За счет этого ритейлер, по словам менеджмента, имеет также возможность удерживать цены на полках в среднем на 5% ниже, чем у конкурентов, и этот разрыв планируется сохранять. Учитывая предстоящую Ленте фазу активного роста в ближайшие годы, мы полагаем, что на рентабельности компании будут негативно отражаться увеличивающиеся операционные расходы, однако снижение, по нашим оценкам, не превысит 1,5 п.п., так что все равно по этому показателю Лента останется одним из лидеров отрасли.

**Масштабная инвестиционная программа...** Благодаря низким темпам открытия новых магазинов в 2009–2011 гг. Лента получала положительный свободный денежный поток. Однако уже в 1 п/г 2012 г., когда компания вошла в активную фазу инвестирования, капитальные затраты более чем в четыре раза превысили денежный поток от операционной деятельности (по итогам 2012 г. разница будет не столь существенна, поскольку в 1 п/г у розничных компаний традиционно происходит накопление оборотного капитала). В ближайшие годы такая ситуация сохранится, и ритейлеру придется финансировать запланированные инвестиции частично за счет привлечения долга. По планам Ленты, в 2013 г. ее капитальные затраты составят порядка 23 млрд руб., после чего в 2014–2016 г. снизятся до 18–20 млрд руб. в год (рост в 2013 г. обусловлен финансированием строительства трех распределительных центров). Порядка 70% этих средств будет направлено на открытие новых магазинов (по данным Ленты, стоимость открытия одного гипермаркета, находяще-

### Долговая нагрузка на умеренном уровне и в перспективе будет снижаться

Динамика выручки, EBITDA и долговой нагрузки



Источники: отчетность МСФО, оценка УРАЛСИБа

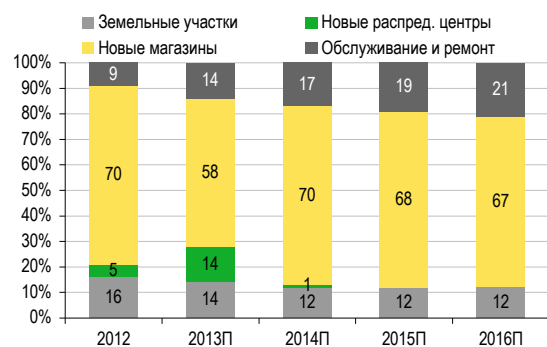
Компания размещает выпуск облигаций объемом 4 млрд руб.

гося у нее в собственности, составляет с учетом инвестиций в земельный участок 740–900 млн руб. в зависимости от его площади). Около 12% пойдет на приобретение земельных участков, а остальные средства будут потрачены на обслуживание и ремонт.

**...потребуется увеличения долга, но долговая нагрузка останется умеренной.** В отличие от инвестиций, операционный денежный поток будет расти довольно плавно и, согласно прогнозу компании, сможет превысить капитальные затраты лишь в 2015 г. Следовательно, до этого времени компании потребуется привлечение нового долга. По данным Ленты, на конец 2012 г. ее совокупный долг составлял 29,2 млрд руб., а в 2013 г. и 2014 г. его предполагается увеличить до 36,0 млрд руб. и 40,5 млрд руб. соответственно, а впоследствии удерживать на этом уровне. На конец 1 п/г 2012 г. показатель Чистый долг/EBITDA Ленты составлял, по нашим расчетам, 2,4. Планируемое увеличение долга частично будет компенсировано ростом операционных показателей Ленты, так что увеличение долговой нагрузки в ближайшие пару лет будет умеренным и не превысит 0,2 в терминах Чистый долг/EBITDA. Это укладывается во внутренние ограничения компании на показатель долговой нагрузки, который установлен на уровне 3,0. Начиная с 2015 г. леведж Ленты будет падать, – по нашим оценкам, он опустится ниже 2,0. На текущий момент по уровню обремененности долгом Лента смотрится хуже, чем Магнит и О'КЕЙ (Чистый долг/EBITDA – 1,1 и 1,5 соответственно), превосходя X5 (3,2) и Дикси (2,7). В то же время по отношению Долг/Собственный капитал компания выглядит слабее всех своих конкурентов, хотя этот недостаток отчасти компенсируется наличием большого портфеля недвижимости в собственности.

### Новые магазины – основная статья расходов

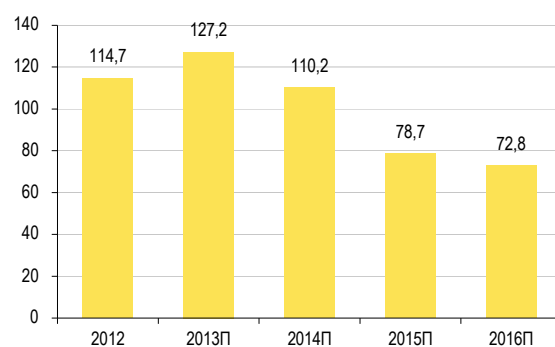
Структура планируемых капзатрат Ленты



Источники: данные компании

### Пик капитальных затрат придется на ближайшие два года

Капитальные затраты/ОСФ, %



Источники: данные компании

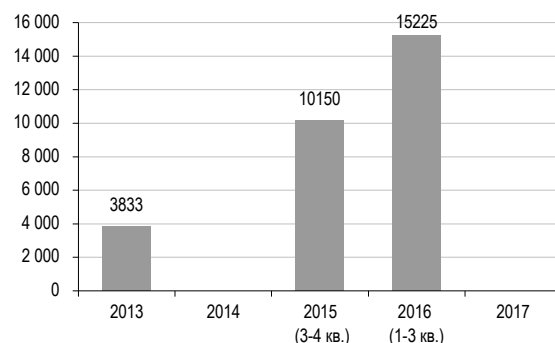
### Преимущественно долгосрочный долг; пик погашений приходится на 2016–2017 гг.

На конец 2012 г. совокупный долг Ленты составлял 29,2 млрд руб. (вырос с 23,5 млрд руб. на конец 1 п/г), из которых лишь 3,8 млрд руб., или 13%, относилось к краткосрочной задолженности. Оставшийся долг, представленный преимущественно кредитом от ВТБ, подлежит погашению в 2015–2016 гг. (как раз на этот период приходится оферта по размещаемым облигациям). Насколько мы понимаем, данный кредит был привлечен в 2011 г. с целью замещения обязательств перед миноритарными акционерами по пут-опциону, а также финансирования инвестиций. По словам представителей компании, в настоящее время ведутся переговоры о продлении срока погашения. Учитывая, что кредитором является банк, аффилированный с одним из акционеров, вероятность успешного исхода переговоров, по нашему мнению, велика. В данном контексте

стоит отметить, что средневзвешенная процентная ставка по кредиту ВТБ в 1 п/г 2012 г. составляла 11,41%, то есть была выше, чем компания рассчитывает платить по размещаемым облигациям в первые три года их обращения (ориентир по ставке купона составляет 10,0–10,5%), при том что банковский долг, в отличие от облигаций, является обеспеченным. Так, у компании недвижимость стоимостью 29 млрд руб. (около 77% всей находящейся в собственности недвижимости) заложена по текущим кредитам, что ставит в невыгодное положение потенциальных держателей облигаций Ленты. Весь долг компании номинирован в рублях, так что валютные риски для нее минимальны, учитывая, что всю выручку Лента получает в рублях. Позиция ликвидности компании поддерживается наличием открытых кредитных линий на общую

### Пик погашений приходится на 2015–2016 гг.

График погашений на конец 2012 г., млн руб.



Источники: данные компании

Компания размещает выпуск облигаций объемом 4 млрд руб.

сумму 15,7 млрд руб., из которых неиспользованными остаются 76% (11,9 млрд руб.). Кроме того, в период активного инвестирования (то есть в ближайшие годы) Лента не планирует выплачивать дивиденды.

#### Основные финансовые показатели Ленты по МСФО, млн долл.

|                             | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 1 п/г 12 | 2012 П |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|--------|
| Выручка                     | 1 305 | 2 054 | 1 736 | 2 343 | 3 058 | 1 610    | 3 537  |
| EBITDA                      | 100   | 133   | 142   | 206   | 226   | 168      |        |
| Чистая прибыль              | 20    | (45)  | (30)  | 46    | 35    | 74       |        |
| Операционный денежный поток | 45    | 136   | 84    | 136   | 233   | 31       | 414    |
| Капитальные затраты         | (312) | (219) | (23)  | (43)  | (138) | (131)    | (475)  |
| Свободный денежный поток    | (267) | (84)  | 61    | 93    | 94    | (100)    | (61)   |
| Совокупный долг*            | 543   | 569   | 506   | 413   | 773   | 760      | 962    |
| Денежные средства           | 25    | 20    | 24    | 25    | 160   | 63       | 114    |
| Краткосрочный долг*         | 66    | 287   | 337   | 413   | -     | -        |        |
| Чистый долг*                | 477   | 549   | 482   | 388   | 613   | 697      | 848    |
| Собственный капитал         | 218   | 319   | 194   | 266   | 126   | 192      |        |
| Активы                      | 1 231 | 1 307 | 1 101 | 1 174 | 1 580 | 1 513    |        |
| Кoeffициенты                |       |       |       |       |       |          |        |
| Рентабельность по EBITDA, % | 7,7   | 6,5   | 8,2   | 8,8   | 7,4   | 10,4     |        |
| EBITDA/Процентные расходы   | 3,4   | 3,5   | 3,2   | 6,3   | 5,1   | 3,2      |        |
| Долг/EBITDA                 | 5,4   | 4,3   | 3,6   | 2,0   | 3,4   | 2,6      |        |
| Чистый долг/EBITDA          | 4,8   | 4,1   | 3,4   | 1,9   | 2,7   | 2,4      |        |
| Долг/Собственный капитал    | 2,5   | 1,8   | 2,6   | 1,6   | 6,1   | 4,0      |        |

В 2007-2010 гг. долг включает обязательства по опциону пут перед миноритарными акционерами

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

#### Основные финансовые показатели розничных компаний по МСФО, млн долл.

|                             | X5 Retail Group |          | Магнит |          | О'КЕЙ |          | Лента |          |
|-----------------------------|-----------------|----------|--------|----------|-------|----------|-------|----------|
|                             | 2011            | 1 п/г 12 | 2011   | 1 п/г 12 | 2011  | 1 п/г 12 | 2011  | 1 п/г 12 |
| Выручка                     | 15 455          | 7 859    | 11 423 | 6 776    | 3 171 | 1 771    | 3 058 | 1 610    |
| EBITDA                      | 1 130           | 554      | 939    | 671      | 256   | 121      | 226   | 168      |
| Чистая прибыль              | 302             | 135      | 419    | 340      | 110   | 48,1     | 35    | 73,6     |
| Совокупный долг             | 3 614           | 3 694    | 1 617  | 1 499    | 375   | 427      | 773   | 760      |
| Денежные средства           | 385             | 166      | 534    | 128      | 91    | 48       | 160   | 63       |
| Краткосрочный долг          | 915             | 1 172    | 192    | 107      | 165   | 277      | -     | -        |
| Чистый долг                 | 3 229           | 3 528    | 1 082  | 1 371    | 284   | 380      | 613   | 697      |
| Собственный капитал         | 2 196           | 2 282    | 2 444  | 2 652    | 444   | 453      | 126   | 192      |
| Активы                      | 8 810           | 8 556    | 5 447  | 5 488    | 1 358 | 1 323    | 1 580 | 1 513    |
| Кoeffициенты                |                 |          |        |          |       |          |       |          |
| Рентабельность по EBITDA, % | 7,3             | 7,1      | 8,2    | 9,9      | 8,1   | 6,8      | 7,4   | 10,4     |
| EBITDA/Процентные расходы   | 3,8             | 3,6      | 8,1    | 10,9     | 10,0  | 7,5      | 5,1   | 3,2      |
| Долг/EBITDA                 | 3,2             | 3,3      | 1,7    | 1,2      | 1,6   | 1,7      | 3,4   | 2,6      |
| Чистый долг/EBITDA          | 2,9             | 3,2      | 1,2    | 1,1      | 1,2   | 1,5      | 2,7   | 2,4      |
| Долг/Собственный капитал    | 1,6             | 1,6      | 0,7    | 0,6      | 0,8   | 0,9      | 6,1   | 4,0      |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

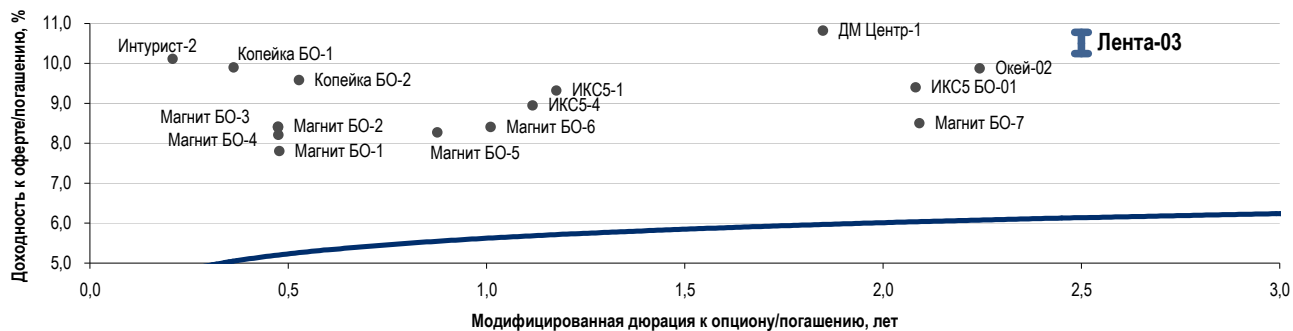
**Привлекательная премия за дебют.** Из ритейлеров, представленных на рынке облигаций, Лента, по нашим оценкам, более всего похожа на недавно дебютировавшую на публичном долговом рынке компанию «О'КЕЙ». Лента немного отстает от последней по величине выручки, а также отличается более высокой долговой нагрузкой, однако превосходит О'КЕЙ по рентабельности и имеет в своем активе сильных акционеров, способных в случае необходимости предоставить фондирование. В целом мы оцениваем финансовый профиль Ленты как устойчивый: долговая нагрузка компании умеренная, несмотря на довольно высокие темпы роста, а рентабельность соответствует, а иногда и превышает уровень конкурентов. Ориентиры по ставке купона по новым выпускам Ленты находятся в диапазоне 10,0–10,25%, что соответствует доходности к оферте в размере 10,25–10,78% и спреду порядка 425–475 б.п. к кривой ОФЗ. Для сравнения, недавно размещенные трехлетние облигации Окей-02 торгуются со спредом 390 б.п. к кривой ОФЗ. По совокупности факторов, из которых определяющим на данный момент является более низкая долговая нагрузка О'КЕЙ, мы считаем, что об-

Компания размещает выпуск облигаций объемом 4 млрд руб.

лигации Ленты должны оцениваться с премией относительно бонда Окей-02. Размер премии, по нашему мнению, не должен превышать 25–30 б.п. Учитывая, что в рамках маркетинга размер премии составляет 35–85 б.п., мы считаем предложение привлекательным даже по нижней границе диапазона.

### Привлекательная премия за дебют

Облигации розничных компаний по состоянию на 27 февраля 2013 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

#### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2013