

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Лента (ВВ-/ВзЗ/ВВ): нейтральные финансовые результаты за 2П17

Вчера Лента объявила финансовые результаты за 2П17, которые мы оцениваем в целом как нейтральные. С одной стороны, во 2П17 выручка компании выросла на 21.3% г/г до 201.6 млрд руб., а долговая нагрузка в терминах $\text{net debt}/\text{EBITDA LTM}$ сократилась до 2.6x на конец 2017 г. с 2.9x на начало 2П17. С другой стороны, во 2П17 EBITDA margin уменьшилась на 1.0 пп г/г до 9.9%.

Основными факторами роста выручки Ленты во 2П17 г/г стали расширение торговых площадей на конец 2017 г. к началу года на 20.6% до 1.4 млн кв. м и увеличение LFL-продаж во 2П17 на 3.2%. В свою очередь, рост сопоставимых продаж во 2П17 был обеспечен увеличением среднего чека на 3.6% г/г (за аналогичный период LFL-трафик уменьшился на 0.4% г/г).

Во 2П17 валовая рентабельность сети уменьшилась на 1.1 пп г/г до 21.2% вследствие осуществления инвестиций в цены и промо-акции. Во 2П17 отношение скорректированных SG&A-расходов (за вычетом расходов на амортизацию) к выручке незначительно изменилось по сравнению со 2П16 и составило 11.3%. В результате осуществления инвестиций в цены во 2П17 EBITDA выросла менее заметно по сравнению с выручкой и составила 19.9 млрд руб. (+9.9% г/г), а EBITDA margin уменьшилась на 1.0 пп г/г до 9.9%.

В отчетном периоде расходы компании на CAPEX сократились на 35.2% г/г до 17.5 млрд руб., при этом по итогам прошлого года они составили 27.6 млрд руб. Увеличение операционного денежного потока и уменьшение расходов на CAPEX позволили компании аккумулировать положительный свободный денежный поток во 2П17 в размере 6.1 млрд руб. (во 2П16 он находился в области отрицательных значений, на уровне -10 млрд руб.). В результате, на конец 2017 г. совокупный долг Ленты сократился к началу 2П17 на 2.7 млрд руб. до 107.1 млрд руб., чистый долг – на 5.6 млрд руб. до 92.8 млрд руб., отношение $\text{net debt}/\text{EBITDA LTM}$ - до 2.6x на конец 2017 г. с 2.9x на начало 2П17. В кредитном портфеле компании на конец 2017 г. доля краткосрочных кредитов и займов является существенной (41.9%). Тем не менее, риски рефинансирования долга Ленты мы оцениваем как умеренные: на конец 2017 г. компания располагала неиспользованными кредитными линиями общим объемом 61.6 млрд руб. и денежными средствами в размере 14.3 млрд руб., что является достаточным для единовременного погашения всего краткосрочного долга на сумму 44.9 млрд руб.

В текущем году Лента намерена открыть около 20 новых гипермаркетов и около 50 новых супермаркетов, при этом общий объем капитальных затрат планируется компанией на уровне 30-35 млрд руб. Учитывая объявленный объем инвестиций, в 2018 г. мы не ожидаем существенного роста долговой нагрузки Ленты.

По нашим оценкам, опубликованные финансовые результаты Ленты являются нейтральными для рейтингов компании от международных рейтинговых агентств.

Компания широко представлена на российском долговом рынке, в обращении находятся около 6 выпусков. В то же время дюрация большинства бумаг Ленты сосредоточена на рубеже 0.5 г., тем самым, выпуски не отличаются высокой ликвидностью. Некоторая активность наблюдается в Лента, БО-03, который по последним сделкам предлагает доходность на уровне 7.52% годовых при дюрации 2.4 г., что транслируется в спред к суверенной кривой в размере около 100 бп. Данный объем премии нам видится более справедливым для эмитентов с композитным «ВВ» рейтингом, в связи с этим, долговые обязательства компании, на наш взгляд, не представляют особого интереса. Рекомендуем обратить внимание на выпуски, которые находятся в процессе сбора заявок или были размещены в недавнем времени, которые при этом отличаются более высоким кредитным качеством эмитентов и достойным уровнем доходности в сочетании с неплохим потенциалом собственного роста на фоне вероятного продолжения смягчения ДКП регулятором в краткосрочной перспективе.

Ключевые финансовые показатели Ленты по МСФО за 2П17 г.

млн руб.	2П17	2П16	%
Выручка	201 647	166 266	21.3%
EBITDA	19 872	18 084	9.9%
Операционная прибыль	14 696	13 620	7.9%
Чистая прибыль	8 772	6 876	27.6%
Рентабельность по EBITDA	9.9%	10.9%	-1,0 пп
Операционная рентабельность	7.3%	8.2%	-0,9 пп
Чистая рентабельность	4.4%	4.1%	0,2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	19 853	18 039	10.1%
Чистый операцион. ден. поток	23 648	17 053	38.7%
CAPEX	17 532	27 040	-35.2%
Свободный денежный поток	6 116	-9 987	

млн руб.	31.12.17	30.06.17	%
Активы	246 731	215 879	14.3%
в т.ч. денежные средства	14 302	11 491	24.5%
Долг	107 082	109 828	-2.5%
доля краткосрочного долга	41.9%	28.5%	13,4 пп
Чистый долг	92 780	98 337	-5.7%
Капитал	71 787	62 860	14.2%
CAPEX/EBITDA	0,8x	0,6x	
Долг/EBITDA LTM	3,0x	3,3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,6x	2,9x	-
EBITDA/Процентные платежи	3,3x	2,5x	-
Долг/Капитал	1,5x	1,7x	-

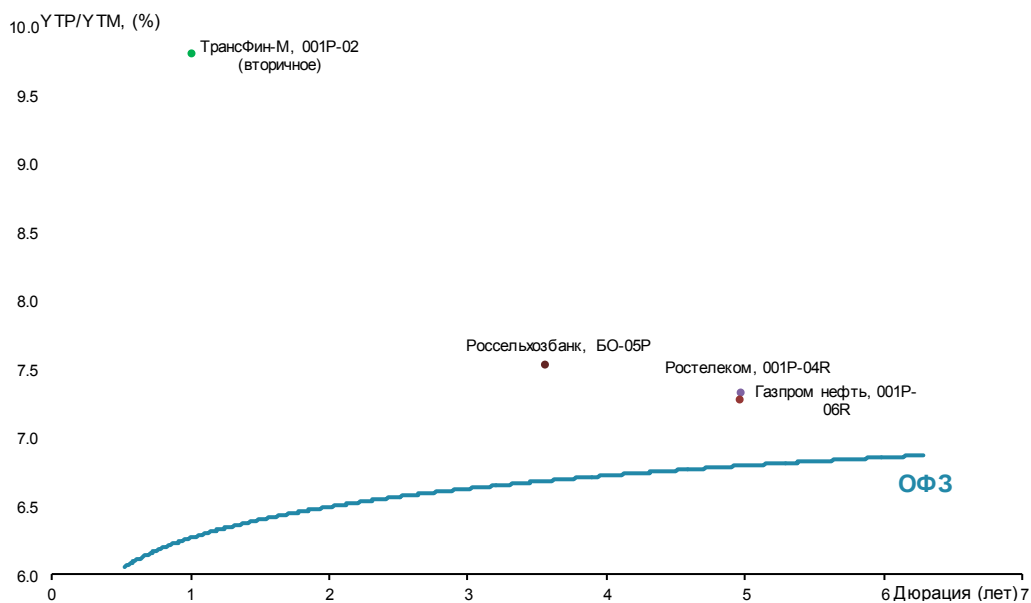
Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F/АКРА (Эксперт)	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/ Погашение
Ростелеком, 001P-04R	BB+ / - / BBB- / AA (RU)	да	10 000	7.28	06.03.2018	16.03.2018	нет / 4.97 г	6 лет / 10 лет
Газпром нефть, 001P-06R	BBB- / Ba1 / BBB- / AAA (RU)	да	20 000	7.33	02.03.2018	15.03.2018	нет / 4.97 г	нет / 6 лет
МФК Смфинанс, БО-01	NR	нет	200	15.56	12.03.2018	14.03.2018	нет / 3.68 г	нет / 5 лет
Россельхозбанк, БО-05P	- / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	25 000	7.54	28.02.2018	14.03.2018	нет / 3.56 г	нет / 4 г
Трансфин-М, 001P-02 (вторичное)	B / - / - / A- (RU)	да	5 000	9.81-10.10	12.03.2018	12.03.2018	нет / 1 г	1 г / 9 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F/АКРА (Эксперт)	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
АФК Система, 001P-08	- / - / BB- / ruBBB+	да	15 000	н/д / 100%	9.46-9.73	9.46	07.03.2018	нет / 1.43 г
ФПК, 001P-03	BBB- / - / BB+ / AA+ (RU)	да	10 000	н/д / 100%	7.54-7.64	7.33	07.03.2018	нет / 5.35 г
МТС, 001P-05	BB / Ba1 / BB+ / ruAA	да	10 000	2.5 / 100%	7.38-7.54	7.23	07.03.2018	нет / 3.18 г
МТС, 001P-06	BB / Ba1 / BB+ / ruAA	да	10 000	2.5 / 100%	7.54-7.74	7.38	07.03.2018	нет / 5.66 г
Альфа-Банк, БО-39	BB+ / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	10 000	н/д / 100%	7.43-7.54	7.48	06.03.2018	нет / 3.17 г
Сбербанк, 001P-04R	- / Ba2 / BBB- / AAA (RU)	нет	25 000	н/д / 100%	7.02-7.23	7.02	02.03.2018	нет / 3.19 г
Роснефть, 002P-05	BB+ / Baa3 / - / ruAAA	да	20 000	н/д / 100%	7.49-7.59	7.43	02.03.2018	нет / 5 лет
Газпром Капитал, БО-01 - БО-04	BBB- / Baa3 / BBB- / AAA (RU)	да	30 000	н/д / 100%	7.43-7.54	7.28	27.02.2018	нет / 5.67 г
Транснефть, БО-001P-09	BBB- / Baa3 / - / ruAAA	да	15 000	н/д / 100%	7.64-7.74	7.28	26.02.2018	нет / 3.57 г
Альфа-Банк, БО-40	BB+ / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	10 000	н/д / 100%	7.64-7.80	7.49	21.02.2018	нет / 2.76 г
Лидер-инвест, БО-П02	NR	нет	4 000	н/д / 100%	12.04-12.31	12.04	21.02.2018	нет / 2.61 г
РЖД, 001P-05R	BBB- / Baa3 / BBB- / AAA	да	20 000	2.8 / 100%	7.54-7.64	7.43	20.02.2018	нет / 6.18 г
НПК, ПБО-01	- / - / - / ruAA	да	5 000	н/д / 100%	7.64-7.90	7.38	20.02.2018	да / 3.75 г
Мегафон, БО-001P-04	BBB- / Ba1 / BB+ / AA	да	15 000	н/д / 100%	7.43-7.54	7.33	19.02.2018	нет / 2.74 г
Роснефть, 002P-04	BB+ / Baa3 / - / ruAAA	да	50 000	1.5 / 100%	7.74-7.85	7.64	15.02.2018	нет / 4.24 г
Газпромбанк, БО-18 и БО-19	BB+ / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	20 000	н/д / 100%	7.74-7.90	7.59	12.02.2018	нет / 3.51 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
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Александр Валканов
Юлия Паршина

bondsales@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Макроэкономика
Кредитный анализ
Кредитный анализ

Акции
Облигации

Владимир Евстифеев
Наталья Толстошеина
Дмитрий Чепрагин

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

v.evstifeev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Фарида Ахметова
Марина Никишова
Алексей Басов

ibcm@zenit.ru

f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин
Иван Рыжиков

t.mukhametshin@zenit.ru
i.ryzhikov@zenit.ru

Доверительное управление активами

Яков Петров

y.petrov@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.