



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Детский мир (-/B+/-): первичное размещение.**

Детский мир (-/B+/-): первичное размещение.

Детский мир 4 апреля планирует сбор заявок на облигации серии БО-04 объемом 3 млрд руб. Бизнес ритейлера в последние годы развивается быстрыми темпами, не теряя эффективности. По итогам 2016 г. его выручка составила 79,5 млрд руб., что в 1,75 раза превышает показатель 2014 г., при этом EBITDA margin сохранялась на уровне 10%. Метрика Чистый долг/EBITDA компании в последние годы находилась в диапазоне 1,5-2,7х. В 2017 г. ждем ее снижения до 1,1-1,3х благодаря росту EBITDA на 25-30% до 10,2-10,7 млрд руб. в условиях стабилизации уровня чистого долга. Справедливую доходность размещаемых бумаг к 3-летней оферте мы оцениваем на уровне 9,8%-9,9% годовых, что делает их привлекательными для покупки на первичном рынке с учетом предложенных ориентиров по доходности 10,09%-10,36% годовых.

Детский мир планирует разместить бонды с 3-летней офертой, ориентир по доходности – 10,09-10,36%...

Компания является крупнейшим розничным оператором торговли детскими товарами в России с долей рынка 17%...

Бизнес ритейлера в последние годы развивается быстрыми темпами, не теряя эффективности...

Комментарий. На прошлой неделе Детский мир анонсировал планы провести 4 апреля сбор заявок на 7-летние облигации серии БО-04 объемом 3 млрд руб. Ориентир ставки первого купона составляет 9,85-10,10%, что соответствует доходности к 3-летней оферте в размере 10,09-10,36% годовых.

Ранее компания уже выходила на рынок облигаций с дебютным выпуском серии 01 в объеме 1,15 млрд руб. с гарантией Москвы. Размещение состоялось в 2005 г., погашение номинала – в 2015 г. На данный момент Детский мир имеет утвержденную программу по размещению 7 выпусков облигаций на общую сумму 20 млрд руб.

О компании

Группа компаний Детский мир является крупнейшим розничным оператором торговли детскими товарами в России и Казахстане. Она объединяет магазины «Детский мир», в т.ч. интернет-магазин «www.detmir.ru», и розничную сеть «ELC» (Early Learning Centre - Центр раннего развития). По данным ритейлера, его доля на рынке детских товаров в России в 2016 году составляла около 17%. Сеть магазинов работает в среднем ценовом сегменте, целевой аудиторией являются семьи со средними доходами.

Основным акционером компании является АФК Система с долей 50,0% + 1 акция и Российско-китайский инвестиционный фонд с долей 13,1%. Еще 34,06% акций было реализовано в пользу широкого круга инвесторов по итогам IPO на Московской бирже в феврале 2017 г.

Финансовые результаты

Бизнес Детского мира в последние годы развивается достаточно быстрыми темпами. По итогам 2016 г. его выручка составила 79,5 млрд руб., что в 1,75 раза превышает показатель 2014 г. Основной прирост выручки обеспечило увеличение торговых площадей в 1,5 раза до 596 кв. км., а доходы на 1 кв. км. торг. площади росли в среднем на 7% в год. При этом операционная эффективность компании не пострадала: в 2014-2016 гг. EBITDA margin сохранялась на уровне 10%, а рентабельность по чистой прибыли в 2016 г. выросла на 1,5 п.п. до 4,8% после снижения с 5,5% до 3,3% годом ранее. Отметим, что резкий рост чистого операционного денежного потока с -678 до 5 801 млн руб. в 2016 г. был на 57% обеспечен приростом торговой кредиторской задолженности, поэтому дальнейшего увеличения показателя в 2017 г. может и не произойти. В целом, мы высоко оцениваем результаты компании с учетом кризисных явлений в экономике и с оптимизмом смотрим на ее дальнейшие перспективы.

Ключевые финансовые показатели (МСФО) млн руб.	Детский мир				
	2014	2015	2016	Изм. %	CAGR %
Количество магазинов	322	425	525	24	28
Торговая площадь, кв. км.	390	491	596	21	24
Выручка	45 446	60 544	79 547	31	32
Выручка на 1 кв. км. торг. площади	117	123	133	8	7
Валовая прибыль	17 263	21 904	27 108	24	25
margin	38%	36%	34%	-2 п.п.	-5
EBITDA	4 463	6 185	8 203	33	36
EBITDA margin	9,8%	10,2%	10,3%	0,1 п.п.	2
Финансовые расходы	918	2 053	1 938	-6	45
Скорр. чистая прибыль	2 509	2 003	3 802	90	23
margin	5,5%	3,3%	4,8%	1,5 п.п.	-7
Операционный денежный поток	1 492	-678	5 801	-956	97
Сарех	1 945	5 308	1 747	-67	-5
Сарех, % от выручки	4,3%	8,8%	2,2%	-75	-28
Выплаченные дивиденды	1 856	2 973	4 427	49	54
	2 014	2 015	2 016	Изм. %	CAGR %
Активы	26 843	39 194	44 729	14	29
В т.ч. товарно-материальные запасы	11 124	17 346	24 796	43	49
ТМЗ, % от активов	41%	44%	55%	25	16
Денежные средства и эквиваленты	1 670	1 934	2 445	26	21
Долг	9 716	18 359	14 638	-20	23
краткосрочный	6 228	12 894	8 124	-37	14
долгосрочный	3 488	5 465	6 514	19	37
Чистый долг	8 046	16 425	12 193	-26	23
Долг/EBITDA	2,2	3,0	1,8	-	-
Чистый долг/EBITDA	1,8	2,7	1,5	-	-
EBITDA/Процентные расходы	4,9	3,0	4,2	-	-

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка

Метрика Чистый долг/EBITDA компании в последние годы находилась в диапазоне 1,5-2,7х, что, на наш взгляд, является достаточно консервативным значением, учитывая высокие темпы роста бизнеса. Рост соотношения с уровня 1,8х до 2,7х в 2015 г. был, в первую очередь, связан со значительным увеличением капитальных расходов (в 2,7 раза до 5,3 млрд руб.) и с необходимостью пополнения товарно-материальных запасов на дополнительные 4,2 млрд руб. При этом резкому сокращению долговой нагрузки в 2016 г. способствовало не только сокращение капитальных расходов на 3 561 млн руб., но и погашение займа, выданного в 2013 г. связанной стороне, на сумму 4 888 млн руб. Оставшаяся часть займа в размере 1 060 млн руб. была погашена в феврале 2017 г. Дополнительных средств в рамках проведенного в марте IPO Детский мир не привлек, однако мы пока не видим причин для существенного роста его долговой нагрузки в ближайший год. Ожидаем, что EBITDA компании в 2017 г. вырастет еще на 25-30% до 10,2-10,7 млрд руб., а что при стабильном уровне чистого долга приведет к сокращению метрики Чистый долг/EBITDA с текущих 1,5х до 1,1-1,3х.

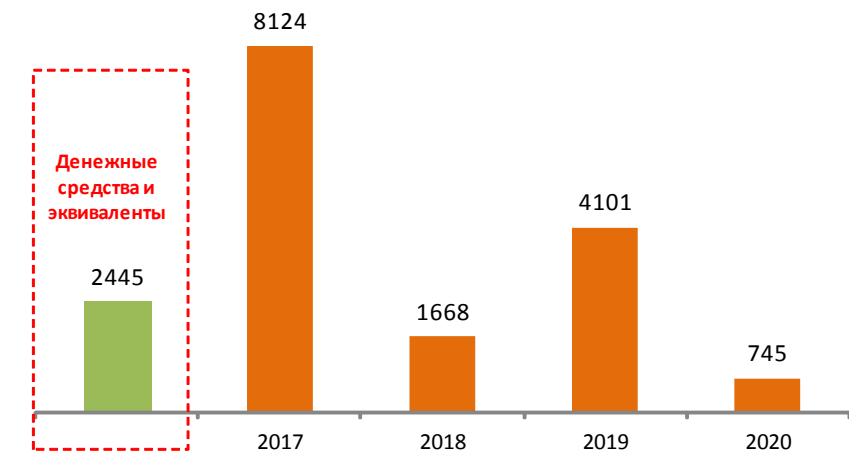
Весь долг Детского мира является рублевым, курсовые риски отсутствуют. Средневзвешенная ставка – 12%, следовательно, размещение облигаций с купоном ниже 10% позволит компании снизить процентные расходы.

По состоянию на 31 декабря 2016 г. общий объем неиспользованных кредитных линий Детского мира составил 11 983 млн руб., включая 8 283 млн руб. по долгосрочным кредитным линиям. Этот объем полностью покрывает долговые обязательства компании на ближайший год величиной 8 124 млн руб., поэтому никаких проблем с рефинансированием задолженности в ближайшее время мы не ожидаем.

Метрика Чистый долг/EBITDA компании в последние годы находилась в диапазоне 1,5-2,7х, ждем ее снижения в будущем...

Проблем с рефинансированием задолженности не ожидается...

График погашения долга Детский мир (31.12.2016 г.), млн руб.



Источники: данные компании, PSB Research

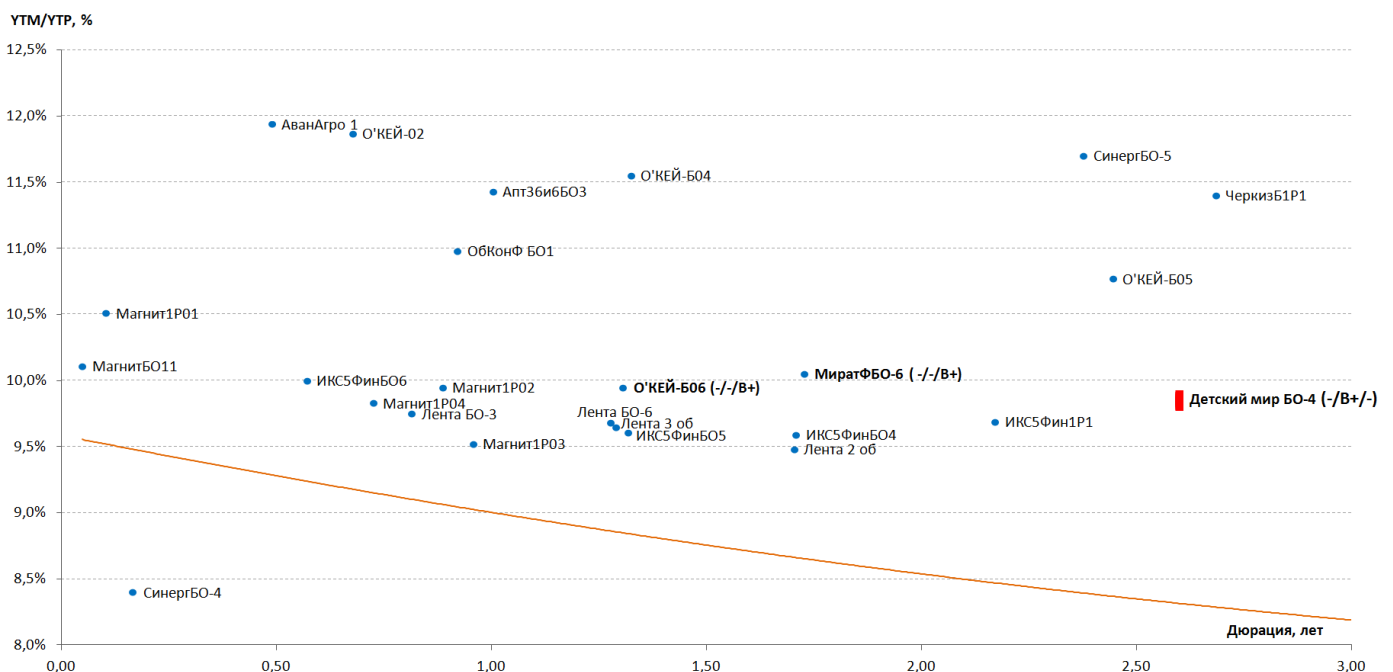
В марте 2017 г. S&P присвоило Детскому миру рейтинг «В+» со Стабильным прогнозом, выделив широкое покрытие в России и сильный бренд в качестве конкурентных преимуществ ритейлера. Ключевыми факторами риска аналитики агентства называют склонность населения страны к неравномерному потреблению и небольшой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

Справедливый уровень доходности облигаций

Справедливая доходность облигаций Детский мир БО-4 – 9,8%-9,9% годовых, рекомендуем участвовать в размещении...

Ликвидные облигации сектора с сопоставимыми рейтингами – О'КЕЙ-Бо6 (-/-/В+) и МиратФБО-6 (-/-/В+) торгуются с доходностью 9,95%-10,05% годовых, что предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 140-170 б.п. На наш взгляд, премия в доходности облигаций Детского мира должна быть на 15-25 б.п. ниже с учетом более низкой долговой нагрузки компании: 1,5х против 2,4-2,7х по метрике Чистый долг/EBITDA. Однако выпуск БО-4 должен также давать премию 20-30 б.п. за счет более высокой дюрации. Таким образом, справедливую доходность размещаемых бумаг мы оцениваем на уровне 9,8-9,9% годовых, что делает их привлекательными для покупки на первичном рынке с учетом предложенных ориентиров по доходности 10,09%-10,36% годовых.

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.