

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Лента (S&P: B+/Stable): сильный финансовый отчет по итогам 2013 г., бумаги компании оценены справедливо

Вчера компания «Лента», один из крупнейших игроков на рынке продуктового ритейла, специализирующийся на развитии формата «гипермаркет», опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2013 г. Мы оцениваем раскрытые показатели как очень сильные. По итогам 2013 г. компания отразила в отчетности рост выручки на 31.3% г/г (до 144.3 млрд. руб.), показателя EBITDA – на 28.9% г/г (до 16.4 млрд. руб.). В результате, в 2013 г. Лента сохранила рентабельность на высоком уровне – 11.4%, сопоставимым с уровнем 2012 г. Быстрый рост финансовых результатов был обеспечен, с одной стороны, активным расширением торговых площадей (в течение 2013 г. Лента открыла 21 гипермаркет и первые 10 супермаркетов сети), которые увеличились более чем на треть к началу года и достигли 508 тыс. м². С другой стороны, заметный вклад внесла и сильная динамика сопоставимых продаж, которые в 2013 г. показали рекордный для российского ритейла рост – на 10% г/г (вклад увеличения трафика составил 1.8%, вклад роста среднего чека – 8.1%). Отметим, что по итогам 2013 г. Лента продемонстрировала, пожалуй, наилучшие результаты в сегменте российского продуктового ритейла: компания превзошла по темпам роста выручки и торговых площадей крупнейшую розничную сеть Магнит (в 2013 г. рост рублевой выручки составил 29.2% г/г на фоне увеличения площадей на 18.1% г/г), а по росту сопоставимых продаж Лента опередила своего ближайшего конкурента – сеть гипермаркетов О'Кей (рост LFL-выручки в 2013 г. составил 8% г/г).

По итогам 2013 г. Лента нарастила отрицательный свободный денежный поток более чем в 2 раза г/г (дефицит средств составил 12.7 млрд. руб.), что стало проявлением обратной стороны высоких темпов расширения, а также стратегии развития компании, предполагающей минимизацию аренды и приоритетное строительство собственных торговых площадей. Рост в течение 2013 г. чистого операционного денежного потока Ленты на 17.2% г/г (до 10.85 млрд. руб.) смог компенсировать лишь небольшую часть опережающего роста капвложений. Так, объем CAPEX в 2013 г. вырос более чем в 1.5 раза по сравнению с 2012 г. и достиг 23.6 млрд. руб., увеличившись не только в абсолютном, но и в относительном выражении (до 1.4x EBITDA против 1.2x в 2012 г.). Основным источником для финансирования капитальных инвестиций компании в 2013 г. стало привлечение нового долга (чистое привлечение с учетом лизинга составило около 16.9 млрд. руб.), в результате чего совокупный долг Ленты на конец года вырос на 59.4% к началу года и превысил 46 млрд. руб. Рост долга был частично сглажен высокими темпами роста EBITDA в 2013 г., а также тем, что Лента израсходовала не все привлеченные средства, и часть денег находилась на счетах компании в конце года. В результате, долговая нагрузка Ленты в терминах чистый долг/EBITDA на конец 2013 г. выросла до 2.4x, тогда как на начало года показатель составлял 2x.

В 2014 г. Лента намерена сохранить высокие темпы расширения сети: в течение года запланировано открытие 24 новых гипермаркетов и 15 супермаркетов, – что предполагает сохранение опережающих темпов роста капитальных инвестиций. В этой связи стоит, вероятно, ожидать дальнейшего роста уровня долговой нагрузки компании. Вместе с тем, определенный комфорт инвесторам может дать наличие у Ленты широкого доступа к ликвидности: помимо 6.2 млрд. руб. денежных средств

Ключевые финансовые показатели Ленты по МСФО за 2013 г.

| млн. руб. | 2013 | 2012 | % |
|------------------------------|----------|---------|---------|
| Выручка | 144 266 | 109 910 | 31.3% |
| EBITDA | 16 395 | 12 718 | 28.9% |
| Операционная прибыль | 13 732 | 10 165 | 35.1% |
| Чистая прибыль | 7 092 | 5 136 | 38.1% |
| Рентабельность по EBITDA | 11.4% | 11.6% | -0.2 пп |
| Операционная рентабельность | 9.5% | 9.2% | 0.3 пп |
| Чистая рентабельность | 4.9% | 4.7% | 0.2 пп |
| Операц. ден.поток до изм. ОК | 16 234 | 11 649 | 39.4% |
| Чистый операцион. ден. поток | 10 853 | 9 261 | 17.2% |
| CAPEX | 23 584 | 14 962 | 57.6% |
| Свободный денежный поток | (12 731) | (5 701) | x2.2 |
| млн. руб. | 2013 | 2012 | % |
| Активы | 88 108 | 55 042 | 60.1% |
| в т.ч. денежные средства | 6 212 | 3 536 | 75.7% |
| Долг* | 46 043 | 28 877 | 59.4% |
| доля краткосрочного долга | 13.3% | 13.3% | - |
| Чистый долг* | 39 831 | 25 341 | 57.2% |
| Капитал | 4 737 | (963) | - |
| CAPEX/EBITDA | 1.4x | 1.2x | - |
| Долг/EBITDA LTM | 2.8x | 2.3x | - |
| Чистый долг/EBITDA LTM | 2.4x | 2.0x | - |
| EBITDA/Процентные платежи | 4.1x | 4.1x | - |
| Долг/Капитал | 9.7x | - | - |

*включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

на балансе, у компании есть около 25 млрд. руб. неиспользованных кредитных линий, – а также тот факт, что около 90% торговых площадей находится у нее в собственности. Кроме того, не исключено, что сама компания получит для развития какие-то средства от ожидаемого в течение ближайших 2-х месяцев IPO (согласно предварительным данным объем размещения может составить 1-1.5 млрд. долл., средства будут привлекать существующие акционеры).

Наиболее ликвидный бонд компании – Лента 03 (УТР 9.06/D 2.18) торгуется со спрэдом около 200 бп к ОФЗ, что означает дисконт 15-20 бп к чуть более длинным бумагам X5 RG (S&P: B+/Stable). На наш взгляд, на текущий момент оценка бумаг Лента близка к справедливым уровням и не обладает существенным потенциалом роста «выше рынка», учитывая, что рост сети сопровождается и соответствующим повышением долговой нагрузки, а также улучшения операционных показателей X5 в 4К13. Вместе с тем, мы не исключаем переоценки рисков компании инвесторами в среднесрочной перспективе при условии сохранения высоких темпов роста.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

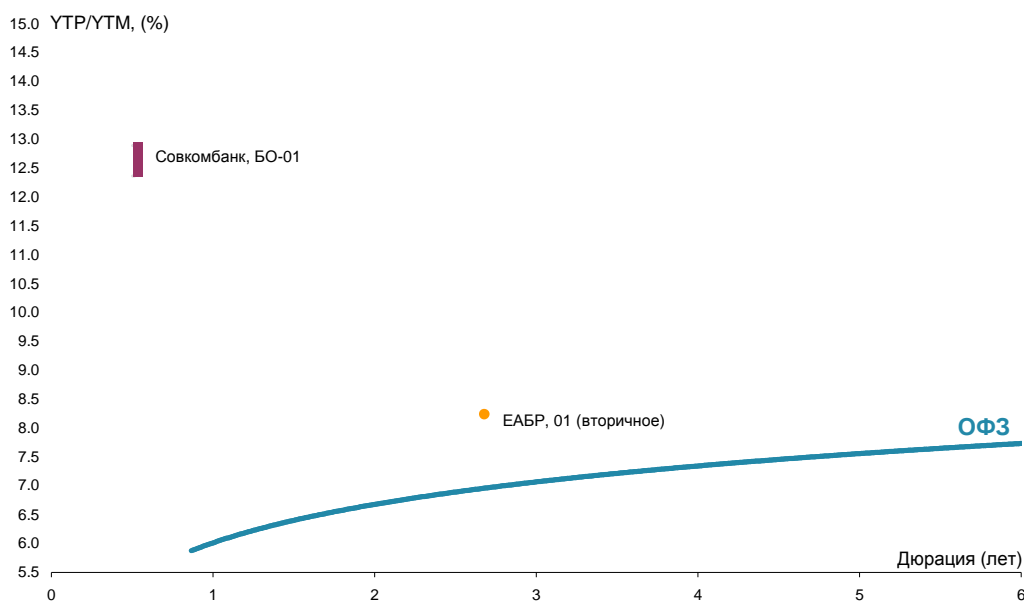
| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/Дюрация | Оферта/Погашение |
|----------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|---------------------|------------------|
| ЕАБР, 01 (вторичное) | BBB / A3 / - | да | до 5 000 | не более 8.24 | 04.02.2014 | 05.02.2014 | нет / 2.68 г. | 3 г. / 5 лет |
| Фарго Финанс, 01 | NR | нет | 6 000 | н/д | 07.02.2014 | 12.02.2014 | н/д | н/д / 5 лет |
| Совкомбанк, БО-01 | B / B2 / - | да | 2 000 | 12.36-12.89 | 11.02.2014 | 13.02.2014 | нет / 0.50 г. | 0.5 г. / 5 лет |

Цветом выделены 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 |
|---------------------------------|-------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------------|
| ВЭБ-Лизинг, БО-01 | BBB / - / BBB | да | 5 000 | н/д / 100% | 8.84 | 8.84 | 28.01.2014 | нет / 4.15 г. |
| Прямые инвестиции Финанс, БО-02 | NR | нет | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 10.25 | 28.01.2014 | нет / 2.66 г. |
| Рисланд, 01 | NR | нет | 6 100 | н/д / 100% | н/д | 9.46 | 16.01.2014 | нет / 4.10 г. |
| Финстоун, 01 | NR | нет | 6 200 | н/д / 100% | н/д | 9.46 | 16.01.2014 | нет / 4.10 г. |
| Прямые инвестиции Финанс, БО-01 | NR | нет | 3 327 | 0.7 / 67% | н/д | 10.25 | 27.12.2013 | нет / 1 г. |
| КИТ Финанс Капитал, БО-02 | NR | нет | 2 000 | н/д / 100% | н/д | 10.25 | 26.12.2013 | нет / 2.66 г. |
| ЛР-Инвест, БО-02 | NR | нет | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 10.25 | 26.12.2013 | нет / 1 г. |
| ГХК Бор, 01 | NR | нет | 4 000 | н/д / 100% | н/д | 10.25 | 26.12.2013 | нет / 4.04 г. |
| ВЭБ, БО-04 | BBB / Ваа1 / BBB | да | до 10 000 | н/д / 100% | 8.62-8.88 | 8.67 | 26.12.2013 | нет / 4.12 г. |
| Глобэкс, БО-09 | BB- / - / BB | да | 1 000 | н/д / 100% | н/д | 8.25 | 25.12.2013 | нет / 0.5 г. |
| Трансаэро, БО-02 | NR | нет | 2 500 | н/д / 100% | 12.63-12.89 | 12.89 | 24.12.2013 | нет / 1.83 г. |
| Роснефть, БО-05 | BBB / Ваа1 / BBB- | да | 20 000 | н/д / 100% | 8.11-8.42 | 8.11 | 23.12.2013 | нет / 4.20 г. |
| Роснефть, БО-06 | BBB / Ваа1 / BBB- | да | 20 000 | н/д / 100% | 8.11-8.42 | 8.11 | 23.12.2013 | нет / 4.20 г. |
| РЖД, БО-10 | BBB / Ваа1 / BBB | да | 25 000 | н/д / 100% | 1-й купон: 7.50 | 1-й купон: 7.50 | 18.12.2013 | н/д |
| ЛК Уралсиб, БО-14 | - / - / B+ | да | 1 000 | н/д / 100% | Конкурс | 9.31 | 16.12.2013 | нет / 2.66 г. |
| ФСК, 30 | BBB / Ваа3 / BBB | да | 10 000 | н/д / 100% | 1-й купон: 7.50 | 1-й купон: 7.50 | 13.12.2013 | н/д |
| ФСК, 34 | BBB / Ваа3 / BBB | да | 15 000 | 0.9 / 93.3% | 1-й купон: 7.50 | 1-й купон: 7.50 | 13.12.2013 | н/д |
| ОВК Финанс, 01 | NR | нет | 15 000 | н/д / 100% | н/д | 1-й купон: 8.70 | 04.12.2013 | н/д |
| Внешэкономбанк, 31 | BBB / Ваа1 / BBB | да | 20 000 | 0.4 / 37.5% | 8.62 | 8.62 | 03.12.2013 | нет / 5.36 г. |
| Вертолеты России, БО-02 | - / Ва2 / BB | да | 5 000 | 1.4 / 100% | 8.78-9.10 | 8.94 | 28.11.2013 | нет / 3.08 г. |
| ХК Финанс, 01 | BBB / Ваа3 / - | да | 5 000 | н/д / 100% | 8.57-8.84 | 8.57 | 28.11.2013 | нет / 2.70 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 |
| Количественный анализ | Дмитрий Чепрагин | d.chepragin@zenit.ru |
| Акции | Евгения Лобачева | evgenia.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.