

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Лента (ВВ-/Ваз/ВВ): осуществление инвестиционной программы привело к росту долговой нагрузки розничной сети на конец 2016 г.

Вчера Лента объявила финансовые результаты за 2П16 и за весь 2016 год, которые мы оцениваем как неоднозначные. С одной стороны, во 2П16 выручка компании выросла на 20.6% г/г до 166.3 млрд руб. С другой стороны, во 2П16 EBITDA margin уменьшилась на 1 пп до 10.9%, а долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM выросла до 2.8x на 31.12.2016 с 2.2x на начало 2П16.

Рост выручки торговой сети во 2П16 г/г был обеспечен расширением торговых площадей на конец 2016 г. к началу 2016 г. на 29.9% до 1.1 млн кв. м, а также увеличением сопоставимых продаж на 2.9%. Рост LFL-продаж во 2П16 стал следствием увеличения среднего чека на 5% г/г (за аналогичный период LFL-трафик в магазинах сети сократился на 2% г/г).

Во 2П16 валовая рентабельность сети уменьшилась на 0.5 пп г/г до 22.3% вследствие осуществления инвестиций в цены и промо-акций. Во 2П16 SG&A-расходы за вычетом расходов на амортизацию увеличились на 26.7% г/г до 20.7 млрд руб., их отношение к выручке – на 0.6 пп г/г до 12.4%. В результате увеличения доли SG&A-расходов в выручке и осуществления инвестиций в цены EBITDA margin Ленты во 2П16 сократилась на 1 пп г/г до 10.9%. В целом по итогам 2016 г. выручка Ленты выросла на 21.2% г/г до 306.4 млрд руб. на фоне расширения сети и увеличения LFL-продаж на 3.9% г/г, в то время как EBITDA margin сократилась на 0.7 пп г/г до 10.4%.

Во 2П16 расходы компании на CAPEX выросли на 93.7% г/г до 38.1 млрд руб. (с начала года расходы на CAPEX составили 54.5 млрд руб.). В результате, 2П16 Лента завершила с большим отрицательным свободным потоком на сумму 21.1 млрд руб., в то время как во 2П15 он составил -2.8 млрд руб. Кроме того, осенью 2016 г. Лента приобрела российский бизнес компании Kesko в сфере торговли продовольственными товарами, в состав которого входит 10 гипермаркетов и 1 супермаркет. Стоимость сделки составила 11.4 млрд руб. Финансирование возникшего дефицита Лента осуществляла за счет расширения кредитного плеча. Так, на конец 2016 г. совокупный долг компании вырос с начала 2П16 на 27 млрд руб. до 102.2 млрд руб., чистый долг – на 22.1 млрд руб. до 89.2 млрд руб., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM – с 2.2x до 2.8x. Несмотря на существенный рост долговой нагрузки, а также увеличение в структуре кредитного портфеля доли краткосрочных кредитов и займов с 18.9% на начало 2П16 до 34.5% на конец 2П16, риски рефинансирования краткосрочного долга компании остались незначительными. Так, на 31.12.2016 компания располагала неиспользованными кредитными линиями общим объемом 44.2 млрд руб. и денежными средствами в размере 13 млрд руб., что является достаточным для единовременного погашения всего краткосрочного долга на сумму 35.2 млрд руб.

Согласно прогнозам компании, в 2017 г. Лента планирует открыть около 30 новых гипермаркетов и около 50 новых супермаркетов. В текущем году компания намерена сократить объем капитальных затрат по сравнению с предыдущим годом до порядка 40 млрд руб., что, по нашим оценкам, позволит предотвратить существенный рост долговой нагрузки в 2017 г.

В целом, несмотря на рост долговой нагрузки, мы не ожидаем пересмотра рейтингов компании в ближайшее время, учитывая высокий для отрасли уровень рентабельности Ленты, быстрые темпы роста бизнеса и доступ к финансированию.

Ключевые финансовые показатели Ленты по МСФО за 2П16 г.

млн руб.	2П16	2П15	%%
Выручка	166 266	137 866	20.6%
EBITDA	18 083	16 333	10.7%
Операционная прибыль	13 620	13 317	2.3%
Чистая прибыль	6 876	7 323	-6.1%
Рентабельность по EBITDA	10.9%	11.8%	-1,0 пп
Операционная рентабельность	8.2%	9.7%	-1,5 пп
Чистая рентабельность	4.1%	5.3%	-1,2 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	18 039	16 325	10.5%
Чистый операцион. ден. поток	17 053	16 940	0.7%
CAPEX	38 141	19 691	93.7%
Свободный денежный поток	-21 088	-2 751	
млн руб.	2016	2015	%%
Активы	226 170	178 392	26.8%
в т.ч. денежные средства	13 038	22 456	-41.9%
Долг	102 201	75 941	34.6%
доля краткосрочного долга	34.5%	14.2%	20,3 пп
Чистый долг	89 163	53 485	66.7%
Капитал	58 369	47 130	23.8%
CAPEX/EBITDA	1,7x	1,1x	
Долг/EBITDA LTM	3,2x	2,7x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,8x	1,9x	-
EBITDA/Процентные платежи	3,6x	2,9x	-
Долг/Капитал	1,8x	1,6x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

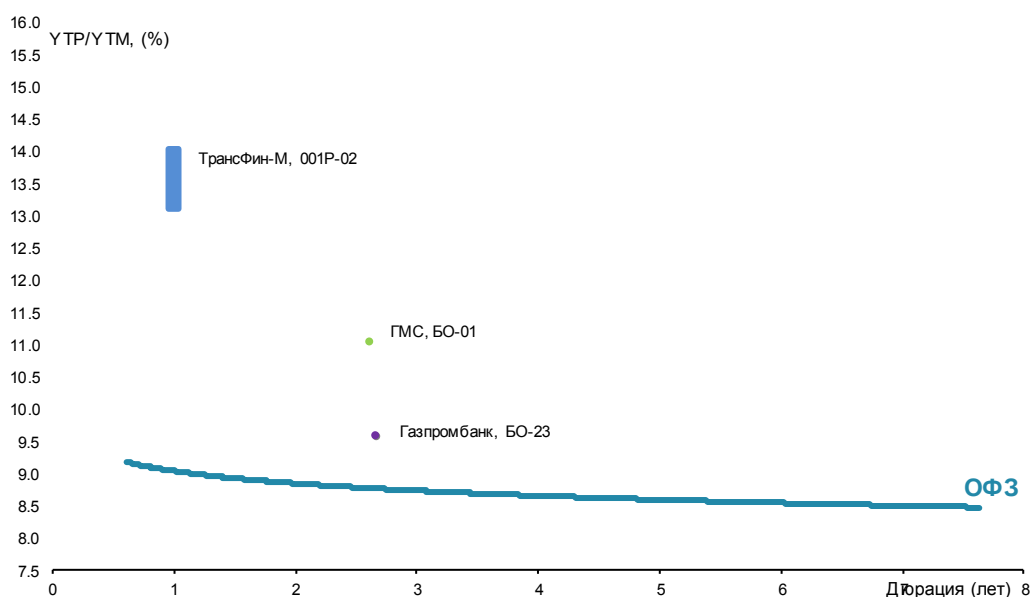
Несмотря на смешанную динамику ключевых финансовых показателей компании, опубликованные результаты, на наш взгляд, будут носить сдержанное влияние на котировки бумаг компании. Причиной этому может служить низкая ликвидность, наблюдаемая практически по всей линейке облигаций компании, а также близкий к справедливому спред (порядка 25 бп.) между наиболее ликвидным выпуском Лента, БО-3 (УТР 10.00%/D 0.93 г.) и Магнит, 001P-02 (УТР 9.75%/D 0.95 г.).

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/IM/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Газпромбанк, БО-23	BB+ / Ba2 / BB+	да	5 000	9.57	15.02.2017	20.02.2017	нет / 2.67 г	нет / 3 г
ГМС, БО-01	- / - / B+	да	3 000	11.04	16.02.2017	21.02.2017	нет / 2.62 г	3 г / 10 лет
Трансфин-М, 001P-02	B / - / -	нет	5 000	13.16-13.96	02.03.2017	06.03.2017	нет / 1 г	1 г / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/IM/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ЧТПЗ, БО-001P-02	- / Ba3 / BB-	да	5 000	3.6 / 100%	10.20-10.46	10.09	16.02.2017	нет / 4.03 г
Соллерс-Финанс, 01	- / - / B+	да	2 500	н/д / 100%	н/д	12.82	14.02.2017	да / 2.13 г
Газпром Капитал, БО-05 и БО-06	BB+ / Ba1 / BBB-	да	30 000	3.2 / 100%	9.2-9.41	9.10	15.02.2017	нет / 5.06 г
МТС, 001P-01	BB / - / BB-	да	10 000	5 / 100%	9.41-9.62	9.20	10.02.2017	нет / 4.13 г
ГТЛК, 001P-03	BB- / Ba2 / BB-	да	10 000	2.5 / 100%	11.90-12.22	11.46	09.02.2017	нет / 5.29 г
Трансмашхолдинг, ПБО-01	- / - / BB-	да	10 000	4 / 100%	10.72-10.93	10.20	07.02.2017	нет / 2.64 г
Транснефть, БО-001P-05	- / Ba1 / BB+	да	15 000	н/д / 100%	9.41-9.62	9.46	03.02.2017	нет / 5.29 г
Бинбанк, БО-07 (допвыпуск N1, 2, 3 и 5)	B - / - / -	нет	5 000	н/д / 100%	13.57-13.27	13.57	31.01.2017	нет / 1 г
Башнефть, 001P-03R	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.62	30.01.2017	нет / 5.27 г
Альфа-банк, БО-18	BB / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	9.73-9.94	9.67	23.01.2017	нет / 2.67 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.00	12.01.2017	нет / 4.06 г
Роснефть, 001P-03	BB+ / Ba1 / -	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.73	29.12.2016	нет / 6.66 г
ЧТПЗ, БО-001P-01	- / Ba3 / BB-	да	5 000	3 / 100%	11.04-11.30	11.04	29.12.2016	нет / 3.35 г
Комкор, П01-БО-01	- / B2 / -	нет	3 500	н/д / 100%	13.43-13.96	13.69	29.12.2016	нет / 1.81 г
Лидер-инвест, БО-П01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	13.96-14.49	13.96	27.12.2016	нет / 1.40 г
АИЖК, БО-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	4 / 100%	9.63-9.68	9.68	23.12.2016	нет / 2.65 г
Роснефть, 001P-02	BB+ / Ba1 / -	да	30 000	н/д / 100%	н/д	9.61	23.12.2016	нет / 4.09 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		bondsales@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	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.