

ТЕРРИТОРИЯ НИЗКИХ ЦЕН

Котировки облигаций МВ Финанс резко упали после публикации неоднозначной отчетности за 1П23 по МСФО материнской компанией — М.видео, которая адаптирует бизнес-модель к новым операционным условиям. Принимая во внимание риски, мы не рассчитываем на быстрое восстановление бумаг, при этом держателям не стоит поддаваться панике — предпочтительнее дождаться результатов за год, которые с высокой вероятностью продемонстрируют улучшение.

Отчетность М.видео расстроила инвесторов. Выход консолидированной отчетности группы за 1П23 по МСФО обвалил котировки облигаций МВ Финанс. Сейчас цены стабилизировались на новых уровнях — существенно ниже, чем до публикации результатов. Бумаги торгуются с доходностями в диапазоне от 20% годовых (в случае самого короткого выпуска 001P-01 с погашением в апреле 2024 г.) до 30% годовых (по бумагам серии 001P-04 с офертой в апреле 2026 г.).

Результаты отражают перестройку бизнес-модели. В 1П23 выручка М.видео снизилась до 179 млрд руб. (-21% г/г), валовая прибыль — до 39 млрд руб. (-13%). Уменьшение показателей отчасти объясняется высокой базой 1П22. С другой стороны, EBITDA выросла на 6% г/г до 7,4 млрд руб., а рентабельность по EBITDA — на 0,9 п. п. в годовом сопоставлении до 4,1%. Долг группы сократился на 3% до 92,6 млрд руб., при этом сроки погашения обязательств немного увеличились, но из-за уменьшения объема денежных средств чистый долг вырос на 27% до 83,4 млрд руб. Как результат, отношение чистый долг / EBITDA увеличилось до высоких, но не критичных 5,3 против 4,2 на конец 2022 г. В отчетности компания указала, что нарушила ковенанты, содержащиеся в кредитных соглашениях с несколькими банками, и это дало кредиторам право требовать досрочного погашения задолженности. Вместе с тем с большинством кредитных организаций уже заключены дополнительные соглашения о пересмотре ковенантов, также получены письма с подтверждением, что банки не станут взыскивать задолженность досрочно. Заметим, что аналогичное заявление содержалось в отчетности по итогам 2022 г., однако тогда инвесторы не отреагировали столь резко.

Второе полугодие может быть лучше. Результаты 1П23 отражают изменение бизнес-модели, которая с прошлого года предполагает покупку товаров за счет заемных средств. В отчетности зафиксировано увеличение товарных запасов (138 млрд руб., +22% с начала года), которое, весьма вероятно, может вылиться в рост продаж в 2П23, когда увеличивается активность покупателей в связи с началом учебного года, традиционными распродажами («черной пятницей») и покупками к Новому году. Кроме того, запасы, созданные при более крепком рубле, дополнительно поспособствуют росту выручки и рентабельности при сохранении курса вблизи текущих уровней.

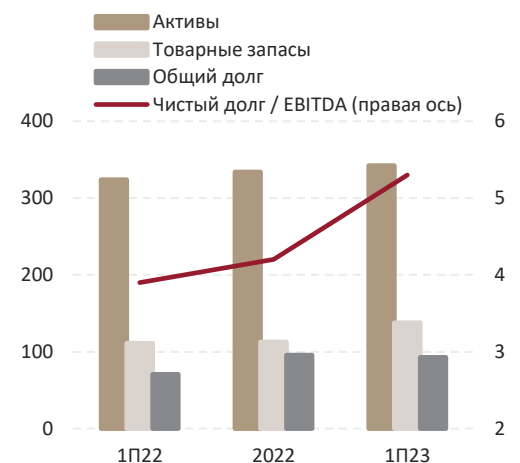
Розница правит бал. На наш взгляд, столь резкое уменьшение цены облигаций после публикации отчетности М.видео объясняется большим количеством розничных владельцев бумаг МВ Финанс. Объемы торгов ими на фоне падения котировок резко увеличились, выросло и количество сделок, в результате чего средний объем транзакции практически не изменился и, в частности, по бумагам серии 001P-04 составил порядка 20 тыс. руб. — как и до публикации отчетности. Небольшой размер сделок косвенно свидетельствует о том, что их основную часть совершали розничные инвесторы, которые, как правило, склонны к более резким действиям. На наш взгляд, представленная М.видео отчетность не дает оснований для радикальных выводов. Мы считаем, что ослабление результатов, скорее всего, временное и по итогам года мы увидим улучшение кредитных метрик. Поэтому держателям бумаг не стоит поддаваться панике, а делать выводы лучше исходя из годовой отчетности.

М.ВИДЕО: КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

млрд руб.	2021	2022	1П23
Активы	443	334	342
Денежные средства и эквиваленты	12	30	9
Чистый долг	57	66	83
Выручка	476	402	179
EBITDA скорр.	9,1	15,5	7,4
Рентабельность по EBITDA	1,9%	4,6%	4,1%
ЧД / EBITDA за 12 месяцев	3,9	4,2	5,3
Денежные средства / краткосрочный долг	30%	37%	15%
Краткосрочный долг / общий долг	58%	85%	67%

Источники: отчетность М.видео по МСФО 17, ИБ Синара

ДИНАМИКА БАЛАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ, МЛРД РУБ.



Источники: данные компании, ИБ Синара

Александр Афонин
Старший аналитик

Макроэкономика**Сергей Коныгин**KonyginSS@sinara-finance.ru**Рынок облигаций****Александр Афонин**AfoninAK@sinara-finance.ru**Зарубежные рынки акций****Сергей Вахрамеев**VahrameevSS@sinara-finance.ru**Российский рынок акций****Нефть и газ****Кирилл Таченников**TachennikovKV@sinara-finance.ru**Металлургия****Дмитрий Смолин**SmolinDV@sinara-finance.ru**Стратегия****Кирилл Таченников**TachennikovKV@sinara-finance.ru**Кирилл Бахтин**BakhtinKV@sinara-finance.ru**Ирина Фомкина**FomkinaIA@sinara-finance.ru**Георгий Горбунов**GorbuNovGI@sinara-finance.ru**Василий Мордовцев**MordovtsevVO@sinara-finance.ru**Василий Мордовцев**MordovtsevVO@sinara-finance.ru**Финансовый сектор****Ольга Найдёнова**NaidenovaOA@sinara-finance.ru**Технологии, телекоммуникации,
ритейл****Константин Белов**BelovKA@sinara-finance.ru**Группа выпуска****Василий Мордовцев**MordovtsevVO@sinara-finance.ru**Девелопмент****Ирина Фомкина**FomkinaIA@sinara-finance.ru**Электроэнергетика, транспорт****Матвей Тайц**TaitsMV@sinara-finance.ru**Станислав Захаров**ZakharovSV@sinara-finance.ru**Инна Драч**DrachIG@sinara-finance.ru**Себастьян Барендт**BarendtSF@sinara-finance.ru**Георгий Горбунов**GorbuNovGI@sinara-finance.ru**Георгий Горбунов**GorbuNovGI@sinara-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожидаемым) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операций интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций в прошлом не определяет дохода в будущем. Судения о финансовых инструментах, содержащихся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления.

Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является offer, предложением делать offer. Не является рекламной ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международное банкоматное сотрудничество, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Вруника. Строительство и девелопмент», АО «Синара – Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Проммед ДМ», ООО «РСО-Лизинг», ООО «Славянское ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сетевая Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Журналзлото Групп Компаний», ООО «Балтийский Лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЯ», ПАО «ТК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Стил Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер ПАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Минга», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН+ ГРУП», ПАО «Вш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Полос», X5 Retail Group N.V., ПАО «Транснефть».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предположения: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель.

В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозируемой дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшееся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «Покупать», если не превышает, оставляется положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предлагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплатой дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●● (очень высокая), ●●●● (высокая), ●●●● (средняя), ●●●● (низкая), ●●●● (очень низкая). Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 075 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.