

Еврооблигации L Brands-29

Трансформация общества ударила по «ангелам»

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Американская компания L Brands, известная по бренду Victoria's Secret переживает сейчас кризис самоидентификации. Бренд, созданный «мужчинами для мужчин» уже называют динозавром индустрии. Однако, компания активно трансформируется под нынешние запросы потребителей, оптимизируя затраты и концентрируя свое присутствие на растущих рынках, в особенности в Китае. «Переходный период» компании отражается в премии в длинных бумагах L Brands по отношению к коротким в ~ 300 б.п.

Эмитент	L Brands
ISIN	US501797AR52
Доходн. к погашению	7,50%
Купон	7,50%
Погашение	15.06.2029
Валюта	USD
Композитный рейтинг	BB
Ранг долга	Старший необеспеченный
Мин. лот	\$2'000
Квал. инвестор	Да

L Brands — американская холдинговая компания, владеющая 1^{ой} по объему продаж в США сетью магазинов нижнего белья **Victoria's Secret** и косметической продукцией **Bath&Body Works** (57% и 33% от общих продаж L Brands соответственно). Помимо США, L Brand представлен в Канаде, Великобритании, Ирландии, Китае, а также других странах мира через свои собственные магазины (~3 тыс.) и франчайзинговые локации (680).

В 2018 г. выручка компании составила \$13 млрд. (+5% г/г), EBITDA \$1,7 млрд. (-20% г/г), чистая прибыль \$644 млн. (-34% г/г), отношение чистого долга к EBITDA выросло до 2,5х с 1,9х в 2017 г. В январе 2019 г. L Brands закрыл знаменитую сеть со 123-летней историей **Henri Bendel** (27 магазинов) и продал канадскую сеть нижнего белья **La Senza** (124 магазинов) на фоне неудовлетворительных операционных результатов этих линеек и сосредоточении внимания на двух наиболее прибыльных бизнесах.

Продажи ключевого актива компании — Victoria's Secret находятся под давлением последние три года после взрыва накопившегося недовольства в медиапространстве по отношению к устарелой самоидентичности бренда, основанной на идее викторианского будуара (отсюда и название), идеализирующей «ангелов с идеальными телами*». Помимо популяризации сексизма и «неправильных идеалов», компания позволила себе резкие замечания в сторону трансгендеров, что еще больше усугубило непростую ситуацию с брендом Victoria's Secret (VS). Сильным ударом для компании стал уход с поста CEO VS Шерри Турни в феврале 2016 г., успешно руководившей VS 10 лет. С тех пор акции L Brands упали с \$100 до \$23. В 2017 г. стратегические ошибки менеджмента привели к падению операционной прибыли VS на 21%. VS страдает и в репутационном аспекте, связанным с возможной связью в прошлом CEO L Brands Леса Векснера с Джеффри Эпштейном, находящимся под следствием.

Анализ

Негативные тенденции в Victoria's Secret, однако, компенсируются набирающей обороты и привлекающей все больше клиентов косметической линейкой Bath & Body Works (BBW). Операционная прибыль BBW выросла до \$1 млрд. в 2018 году, что превратило BBW в крупнейший источник прибыли L Brands.

Менеджмент L Brands старается успевать реагировать на изменение трендов в своих сегментах. С 2018 г. L Brands закрыл 58 магазинов VS и открыл 36 магазинов BBW в США. На стратегически важном международном рынке с 2018 г. было открыто 8 магазинов VS в Китае и 2 в Ирландии. В 2019 г. планируется увечить присутствие за пределами Америки еще на 50-70 новых локаций.

Серьезным шагом на встречу потребительского запроса и приобретения вновь социальной привлекательности стало объявление 5 августа 2019 г. о назначении нового лица компании — девушки-трансгендера и одновременная отставка директора по маркетингу Эда Разека, чьи агрессивные комментарии в отношении трансгендеров спровоцировали настоящий скандал в прошлом году. Помимо этого, знаменитый показ мод «ангелами», проводившийся ежегодно с 1995 г., вероятнее всего будет отменен в этом году и переформатирован в будущем в сторону большего «бодипозитива».

Ликвидность компании продолжает находится на здоровых уровнях. По состоянию на 4 мая 2019 г. компания имеет возобновляемую кредитную линию в размере \$990 млн. и \$1,1 млрд. денежных средств. Этого, вкупе с ожидающимся ежегодным свободным денежным потоком в размере ~\$366 млн., достаточно для погашения долга в 2021-2024 гг., что отражается в разности доходностей коротких и длинных бумаг L Brands.

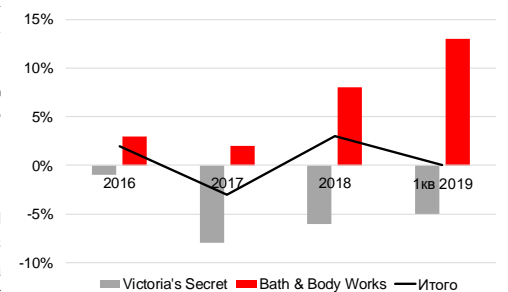
Рейтинговое агентство Moody's 9 апреля 2019 г. снизило прогноз по компании до «негативного», оставив рейтинг на одну ступень ниже инвестиционного уровня Ba1. Снижение связано с ухудшением динамики продаж VS. Рейтинговое агентство S&P в августе 2018 г. понизило рейтинг на одну ступень до BB с «негативным» прогнозом по тем же причинам.

* «The perfect body» — слоган рекламной компании VS в 2014 г., вызвавший огромный резонанс в соцсетях, после чего он был переписан в «A body for everybody».

Риски

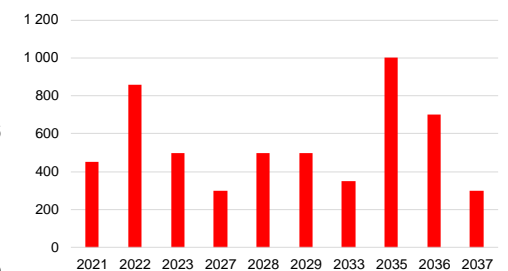
Неспособность развернуть снижающийся тренд продаж VS, неблагоприятные экономические и отраслевые условия приведут к ухудшению ликвидности и росту рисков неплатёжеспособности компании. На валютные облигации компании может повлиять политика ФРС США.

Динамика сопоставимых магазинных продаж L Brands, г/г



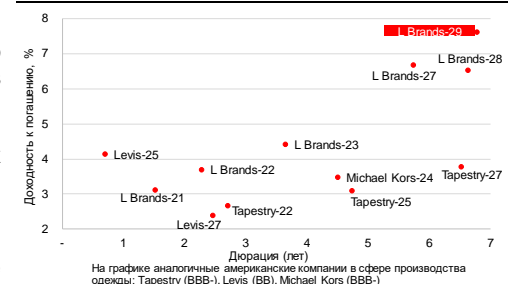
Источники: Отчетность компании

График погашения обязательств L Brands, млн. USD



Источники: Bloomberg

Карта доходностей бумаг L Brands в сравнении с аналогичными американскими компаниями



Источники: Bloomberg

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3712

Начальник управления Константин Шапшаров
+7 (495) 228-8828 kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел	+7 (495) 795-3676	Потребительский	
Начальник отдела		Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Макроэкономика		Финансы	
Наталья Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru + 7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Стратегия		TMT, Сельское хоз-во	
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
Металлы и горная добыча		Олеся Воробьева	
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612		oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Перевод	
Нефть и газ		Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Антон Корыцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Спец. по данным/Аналитик	
Торговые операции и продажи (Москва)	+7 (495) 223-5500	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Международные продажи		Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Директор	
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Аналитический отдел	
РЕПО		Гельды Союнов	gsoyunov@alfabank.ru +7 (495) 641-3673
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru	Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
		Продажи	
		Ирина Фадеева	ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
		Валерий Кремнев	vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009
		Ольга Бабина	obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-груп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами, и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.