

Инвестиционная идея по облигациям

SANLTD 5.4'28

21 июля 2025 г.

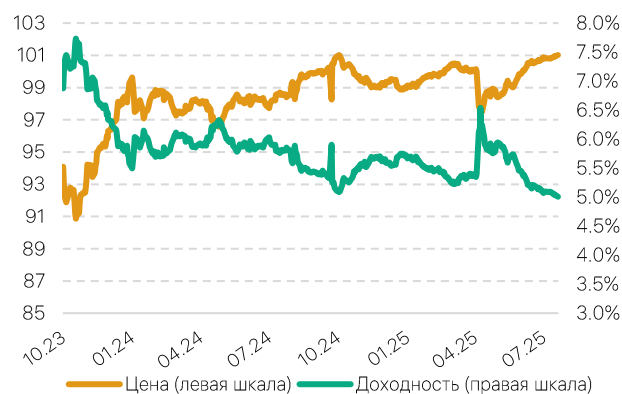
Бондарец Данил
d.bondarets@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Sands China Ltd
Тикер еврооблигаций	SANLTD
Страна риска	Макао
Сектор	Азартные игры
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	Baa2 St./BBB- St./BBB- St.
Рекомендация	Держать до погашения
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	5.04%
Выпуск	SANLTD 5.4'28
ISIN	US80007RAE53
Рынок	Global
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Да
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	5.4%
Доходность к погашению	5.04%
Доходность к худшему	5.01%
G-Spread	120 бп
Текущая цена	101.015%
Дата погашения	08.08.2028
Объем в обращении	\$1892.76 млн
Минимальный лот	\$200 000

Финансовые показатели, \$ млн	2022	2023	2024
Выручка	1 605	6 534	7 080
EBITDA (скорректированная) ²	(323)	2 225	2 329
Чистая прибыль	(1 582)	692	1 045
Активы	10 562	10 258	11 169
Обязательства	11 262	10 262	10 138
Капитал	(700)	(4)	1 031
CFO ³	(824)	1 906	1 736
CFI	(341)	(230)	(872)
CFF	2 188	(2 015)	(260)

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

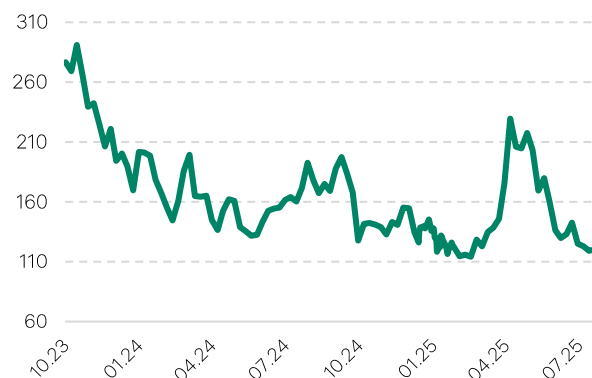
Представляем еврооблигации Sands China Ltd – крупнейшего оператора интегрированных курортов в Макао, с погашением в 2028 году. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 5.01%-5.06% годовых (YTW 4.98%-5.03%). Мы считаем, что данный выпуск предлагает привлекательный уровень доходности при относительно коротком сроке до погашения и довольно высоком кредитном рейтинге. Нам нравится Sands China как качественный эмитент, выделяющийся на фоне позитивной отраслевой динамики. Игровой рынок Макао продолжает устойчивое восстановление после пандемии, чему способствует приток туристов из материкового Китая и активизация массового сегмента. Последний, в отличие от VIP-игроков, отличается большей стабильностью спроса и меньшими регуляторными рисками. Sands China, как крупнейший оператор интегрированных курортов в Макао и единственный игрок с инвестиционным кредитным рейтингом, наилучшим образом позиционирована для извлечения выгоды из этих структурных изменений. Компания сделала стратегическую ставку на премиальный массовый сегмент: в апреле 2025 года завершилась масштабная реновация курорта The Londoner Macao, направленная на повышение привлекательности для этой категории клиентов. Это должно способствовать росту выручки, улучшению операционной рентабельности и увеличению средней цены за номер в ближайшие годы. Дополнительно, компания ожидает существенное снижение капитальных затрат (с \$650 млн до \$325 млн в год), что, наряду с восстановлением доходов, должно позволить генерировать свободный денежный поток свыше \$1 млрд в год. Несмотря на слабость результатов в 1 квартале 2025 года, с июня компания демонстрирует восстановление доли рынка, что совпало с рекордной активностью массового сегмента. Наконец, крупный буфер ликвидности (\$6.15 млрд) укрепляет нашу уверенность в способности компании сохранить свою финансовую устойчивость, несмотря на довольно плотный график погашения обязательств в ближайшие годы. Мы иницируем рекомендацию «Держать до погашения» по выпуску SANLTD 5.4'28 с ожидаемой доходностью за период держания 5.04% годовых.

¹ Moody's/S&P Global/Fitch

² Без учёта расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов

³ Компания признаёт процентные расходы в финансовых денежных потоках, а доходы в инвестиционных денежных потоках. Для сопоставимости с нашими предыдущими отчётами они переклассифицированы в OCF.

Рисунок 2. G-Spread облигации



Источник: Bloomberg

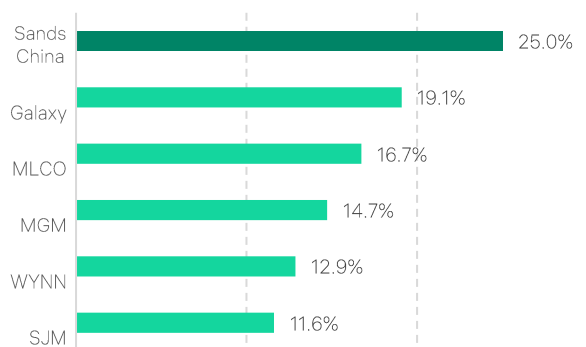
О выпуске

Выпуск SANLTD 5.4'28 является старшим необеспеченным долговым обязательством Sands China. Купонная ставка по данному выпуску составляет 5.40% с полугодовой выплатой. Условия выпуска предусматривают корректировку купонной ставки в зависимости от изменений кредитных рейтингов от Moody's, S&P и Fitch. За каждый один шаг (нотч) снижения рейтинга от одного агентства ставка увеличивается на 25 бп, за повышение – снижается на ту же величину. Корректировка применяется отдельно по каждому агентству, таким образом, одновременное изменение рейтингов всеми тремя агентствами на один шаг приведёт к изменению купонной ставки на 75 бп. При этом ставка не может снижаться ниже первоначального уровня в 5.40% и не может превышать его более чем на 2 пп (до максимума в 7.40%). В случае утраты кредитного рейтинга от двух агентств влияние оставшегося агентства удваивается – ставка корректируется на 50 бп за каждый шаг изменения рейтинга. Если же эмитент лишается рейтингов от всех трёх агентств, купонная ставка автоматически увеличивается на 2 пп. Дюрация по данному выпуску составляет 2.6, что относит его к нижней границе среднего сегмента кривой доходности.

Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 8 мая 2028 года (за 3 месяца до даты погашения) эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) суммы приведенной стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 40 бп, или (2) 100% от номинала. Также, начиная с 9 мая 2028 года, Sands China может выкупить выпуск полностью или частично, в любое время, по цене выкупа равной 100% от номинальной суммы. Компания также вправе досрочно выкупить облигации по цене 100% от номинала с начисленными процентами, если в результате изменений налогового законодательства или официальной позиции налоговых органов у эмитента или гаранта возникает обязанность уплачивать дополнительные суммы (например, налоги на выплаты процентов или основного долга), избежать которой невозможно разумными мерами, за исключением смены юрисдикции регистрации компании.

Держатели облигаций имеют право потребовать досрочный выкуп всех или части своих облигаций (в сумме не менее 200 000 долларов США и кратно 1 000) по цене 100% от номинальной стоимости с начисленными и неоплаченными процентами и, при наличии, дополнительными суммами, если в результате изменения законодательства об азартных играх или действий регулятора Sands China и её дочерние компании в течение 30 и более дней не ведут игорную деятельность в Макао в объеме, сопоставимом с уровнем на дату размещения, и это оказывает существенно негативное

Рисунок 3. Доля Sands China на рынке интегрированных курортов в Макао в 2024 году, %



Источник: Данные компаний, JPMorgan

влияние на финансовое состояние или операционные результаты группы.

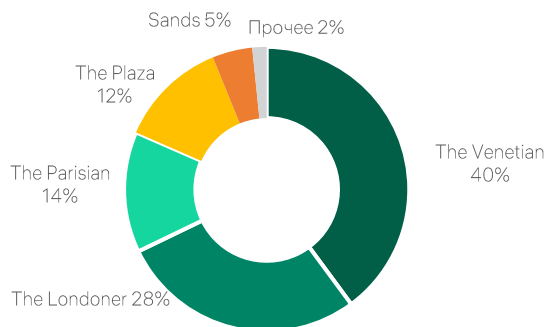
У выпуска отсутствуют существенные защитные ковенанты, за исключением запрета на предоставление обеспечения по новым обязательствам: Sands China (включая её дочерние компании) не может передавать в залог ключевые активы или доли в компаниях, владеющих такими активами, если только одновременно не обеспечивается и текущий выпуск на схожих условиях. Исключения допускаются, например, для существующих залогов, внутригрупповых сделок и проектов по строительству или приобретению активов. Также компания может выпускать обеспеченные долги без обеспечения по облигациям, если их общий объём (включая сделки продажи с обратной арендой) не превышает 15% чистых активов или 1.3 млрд долларов – в зависимости от того, что больше. Также компания ограничена в проведении сделок по продаже активов с обратной арендой, за исключением случаев, когда это краткосрочная аренда (сроком не более трёх лет), сделка внутри группы, либо выручка если выручка от этих сделок направлена на погашение долга или приобретение новых активов в течение 180 дней. Наконец, Sands China не имеет права объединяться или сливаться с другим лицом, а также отчуждать все или практически все активы группы, за исключением случаев, когда (1) Sands China остаётся существующим лицом или правопреемник зарегистрирован в одной из допустимых юрисдикций (включая Гонконг, Макао, США, Каймановы острова); (2) такое лицо принимает на себя все обязательства по выпуску; и (3) после сделки не возникает событие дефолта. При этом передача активов в залог или иное обеспечение не считается их отчуждением.

О компании

Sands China Ltd. (далее «Sands China» или «компания») – крупнейший оператор интегрированных курортов в Макао. Компания владеет и управляет масштабными курортами на Котай-Стрипе – районе Макао, созданном для размещения интегрированных курортов и казино. Sands China предлагает более 10 тыс. гостиничных номеров, свыше 2.1 млн кв. футов торговых площадей, театры и рестораны. Операционная деятельность компании ориентирована преимущественно на туристов из Китая и стран Азии. Sands China была основана в 2009 году и зарегистрирована на Каймановых островах, её штаб-квартира находится в Макао.

Sands China – публичная компания, её акции торгуются на Гонконгской Бирже под тикером «1928». По состоянию на середину июля 2025 года рыночная капитализация компании составляет \$19.0 млрд. Основным акционером компании является американская Las Vegas Sands Corp. с долей владения в 72.29%.

Рисунок 4. Структура выручки компании в 2024 году, %



Источник: Данные компании

Активы компании

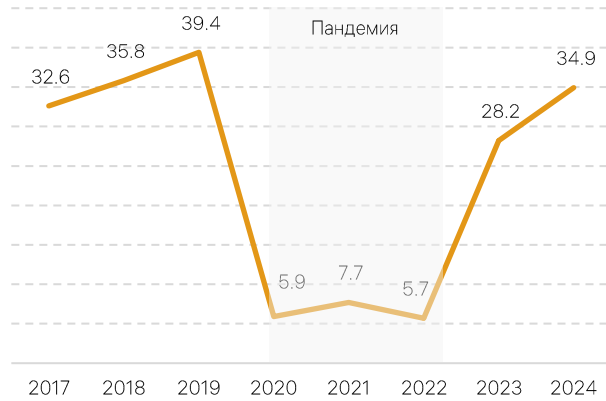
Sands China управляет пятью крупными интегрированными курортами на Котай-Стрипе и полуострове Макао:

1) The Venetian Macao. Флагманский курорт компании, открытый в 2007 году и оформленный в архитектурном стиле Венеции с репликами известных достопримечательностей. Комплекс предлагает около 503 тыс. кв. футов игровых площадей с 678 игровыми столами и 1 140 автоматами, гостиницу на 2 841 стандартный номер и 64 VIP-сюта, а также торговую зону площадью около 952 тыс. кв. футов с более чем 350 магазинами и 60 ресторанами. Курорт оснащён крупным выставочным центром Cotai Expo (~1.2 млн. кв. футов), театром на 1 800 мест и ареной на 14 000 мест для различных мероприятий. В 2024 году на долю The Venetian Macao пришлось 39.9% выручки и 46.9% EBITDA Sands China.

2) The Londoner Macao. Архитектура и концепция курорта вдохновлены образами Лондона и включают реплики знаковых достопримечательностей, таких как Биг-Бен и здание Парламента. Данный объект является крупнейшим гостиничным комплексом в портфеле компании: в 2024 году в его составе насчитывался 2 021 действующий номер, а также две башни, ранее функционировавшие под брендом Sheraton Grand Macao, находящиеся на этапе реновации и перезапуска под брендом Londoner Grand. После завершения работ их номерной фонд составит 1 382 и 1 023 единицы соответственно. К концу января 2025 года было открыто более 1 000 обновлённых номеров, а завершение проекта стоимостью \$1.2 млрд ожидается в первой половине 2025 года. Казино Londoner Grand располагает 400 тыс. кв. футов игровых и вспомогательных площадей с 513 игровыми столами и 1 281 автоматом. Также в комплексе имеются 358 000 кв. футов конференц-пространств, театр на 1 701 место, арена на 6 000 мест и 566 тыс. кв. футов торговой площади с 164 магазинами и 50 ресторанами. В 2024 году курорт сгенерировал 28.0% выручки и 23.3% EBITDA компании.

3) The Parisian Macao. Тематический интегрированный курорт, открытый в сентябре 2016 года и соединённый с The Venetian Macao и The Plaza Macao. Архитектура объекта вдохновлена образом Парижа и включает точную воссозданную копию Эйфелевой башни в половину оригинального размера с обзорной площадкой и рестораном. Курорт располагает 272 тыс. кв. футов игровых и вспомогательных зон с 267 игровыми столами и 900 игровыми автоматами, а также гостиницей на 2 541 номер и сюта. Розничная зона Shoppes at Parisian занимает 297 тыс. кв. футов и включает 109 магазинов международных брендов, 24 ресторана и точки питания. Неигровая инфраструктура также представлена конференц-комплексом площадью 62 тыс. кв. футов и театром The Parisian Theatre на 1 200 мест. В 2024 году на

Рисунок 5. Количество посетителей Макао, млн человек



Источник: DSEC

Рисунок 6. Динамика валового дохода от азартных игр (GGR) в Макао, МОР млн



Источник: DICJ, JPMorgan

долю The Parisian Macao пришлось 13.7% выручки и 12.8% EBITDA компании.

4) The Plaza Macao. В составе комплекса – казино Plaza Casino с 108 тыс. кв. футов игровых и вспомогательных площадей, 105 игровыми столами и 13 автоматами, а также 360 номеров и сьютов, управляемых FS Macau Lda. Курорт предлагает изысканные рестораны, конференц- и банкетные пространства, а также 19 эксклюзивных резиденций Paiza Mansions, доступ к которым предоставляется только по приглашению. В 2020 году был открыт дополнительный гостиничный корпус The Grand Suites at Four Seasons на 289 люксов, также под управлением FS Macau Lda. Розничная зона Shoppes at Four Seasons площадью 262 тыс. кв. футов, соединённая с Shoppes at Venetian, включает 138 магазинов и 10 ресторанов. Вклад курорта в операционные результаты компании состоит из 12.3% выручки и 13.8% EBITDA.

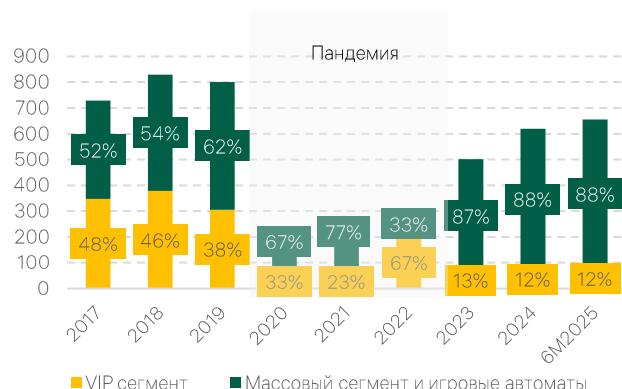
5) Sands Macao. Первый казино-курорт в Лас-Вегасском стиле в Макао, открытый в мае 2004 года. Он расположен на набережной недалеко от внешнего паромного терминала. Комплекс включает 176 тыс. кв. футов игровых и вспомогательных площадей с 117 игровыми столами и 366 игровыми автоматами, а также гостиничную башню на 289 сьютов, спа-центр, театр Sands, несколько ресторанов и развлекательных зон. В 2024 году Sands Macao сгенерировал 4.5% выручки и 2.4% EBITDA компании.

Оставшаяся часть выручки (1.8%) и EBITDA (0.8%) Sands China приходится на прочие услуги компании, включающие высокоскоростной паромный сервис, связывающий Макао с Гонконгом, Cotai Water Jet, парковый сервис Cotai Limo, автобусный сервис Cotai Shuttle, авиапарк из 15 самолётов для перевозки VIP-клиентов, сервис по продаже билетов на мероприятия на объектах компании Cotai Ticketing и туристическое агентство CotaiTravel.

Анализ сектора: Смещение спроса в сторону игроков массового сегмента и растущий объём выручки от неигровых направлений после пандемии способствуют более предсказуемому профилю выручки и устойчивым кредитным метрикам

До 2019 года Макао занимал лидирующие позиции на мировом рынке азартных игр, значительно превосходя по доходам другие крупные игорные центры. Его уникальное положение как единственного региона Китая, где разрешены азартные игры в казино, способствовало стремительному росту количества туристов валового дохода от азартных игр (GGR), которые в 2019 году достигли 39.4 млн человек и 292.5 млрд патак (МОР) соответственно. На тот момент значительную часть выручки обеспечивал VIP-сегмент, ориентированный на

Рисунок 7. Динамика среднего ежедневного объёма ставок в Макао по клиентским сегментам, МОР млн



Источник: DICJ, JPMorgan

клиентов с высокими ставками и тесно связанный с деятельностью джанкет-операторов⁵.

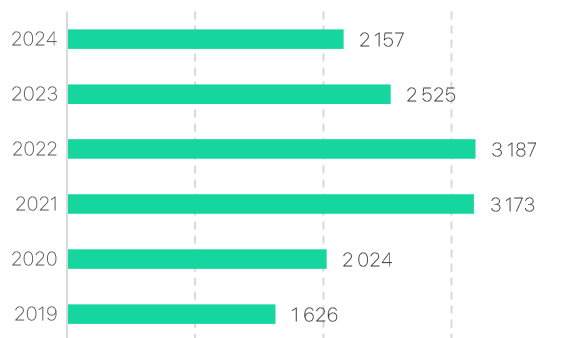
Пандемия COVID-19 привела к резкому сокращению притока туристов в регион: в 2020 году количество посетителей сократилось до 5.9 млн человек, а GGR упал до 60.4 млрд МОР. В 2022 году GGR достиг исторического минимума в 42.2 млрд МОР на фоне сокращения объёма посетителей Макао до 5.7 млн человек. Снятие ограничений в 2023 году способствовало частичному восстановлению – GGR вырос до 183.7 млрд МОР, а количество туристов составило 28.2 млн человек (71.6% от уровня 2019 года). В 2024 году рынок продолжил демонстрировать уверенный импульс восстановления, с GGR на уровне 226.8 млрд МОР, а в мае 2025 года месячный валовой доход достиг 21.2 млрд МОР – максимума с начала пандемии, благодаря праздничной неделе и росту числа туристов. Схожий уровень GGR сохранился и в июне, и в совокупности за первое полугодие 2025 года GGR составил 118.8 млрд МОР (+4.4% г/г), что подтверждает устойчивость текущего тренда. При этом стоит отметить, что в сравнении с до-пандемийным периодом, структура спроса сместилась в сторону массового сегмента и игровых автоматов, на долю которых пришлось 88% GGR. Таким образом, массовый сегмент не только восстановился, но и превзошел допандемийные уровни.

VIP-сегмент, напротив, продемонстрировал ограниченные темпы восстановления и активность в этом направлении остаётся ниже допандемийных уровней. В 2024 году его объём составил лишь 23.6% от уровня 2019 года. Это отражает не столько последствия пандемии, сколько системные изменения. Ещё до 2020 года усиливалось внимание к непрозрачной деятельности джанкетов и трансграничному контролю за капиталом со стороны правительства Китая. После пандемии были реализованы меры по ужесточению регулирования: запрет на приём депозитов джанкетами, введение солидарной ответственности казино, а также усиление контроля за финансовыми потоками из материкового Китая. В результате число лицензированных джанкетов сократилось более чем в шесть раз, а казино-операторы перешли к модели прямых отношений с VIP-клиентами.

Казино адаптировались к новой реальности за счёт инвестиций в премиальный сервис, роскошные отели, программы лояльности и гастрономические предложения, что позволило органически удерживать состоятельных клиентов. VIP-сегмент стал менее масштабным, но более контролируемым и стабильным источником дохода. Его дальнейший рост теперь зависит не от прежних финансовых схем, а от качества интегрированного курортного опыта. В мае и июне 2025 года наблюдалось оживление активности хайроллеров

⁵ Джанкет (junket) – это специализированный туристический оператор или агент, организующий поездки в казино для высокообеспеченных игроков (VIP-клиентов), как правило, из материкового Китая. Такие операторы берут на себя расходы на транспорт, проживание и другие услуги, а также предоставляют игрокам кредит для игры в казино. Взамен казино делится с джанкетом частью дохода от проигрыша этих игроков (комиссионные).

Рисунок 8. Неигровые расходы на посетителя в Макао, МОР



Источник: DSEC

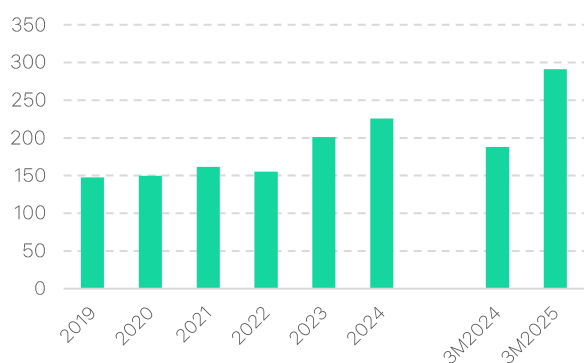
(+20% к апрелю по объёму ставок), однако общий вклад VIP в структуру выручки остаётся ограниченным.

Одновременно наблюдается усиление интереса к неигровому потреблению: в 2024 году расходы на одного посетителя Макао в неигровом секторе выросли на 32.7% по сравнению с 2019 годом, достигнув 2 157 МОР. Эта тенденция совпадает с целями правительства Макао по диверсификации экономики региона и снижению зависимости от доходов от азартных игр. Согласно стратегии властей, к 2028 году доля неигровых отраслей в структуре ВВП Макао должна превысить 60%, по сравнению с 50% в 2019 году. Для достижения этих целей операторам, получившим концессии в 2023 году, дающие право на ведение игровой деятельности на территории Макао, были установлены обязательства по инвестициям в культурные, туристические, развлекательные и выставочные проекты. Выполнение обязательств строго контролируется, а невыполнение может повлечь за собой отзыв лицензии без компенсации. Операторы адаптируются к этим требованиям, инвестируя в розничную торговлю, рестораны, шоу и тематические зоны. Такой подход не только поддерживает рост доходов за счёт увеличения среднего чека на одного посетителя, но и способствует формированию более устойчивой бизнес-модели, менее подверженной волатильности игрового спроса и регуляторным рискам, связанным с VIP-сегментом. Это согласуется с долгосрочной задачей по превращению Макао в более сбалансированное и конкурентоспособное направление для отдыха, туризма и деловых мероприятий.

В рамках своего концессионного соглашения, действующего на протяжении 10 лет, Sands China обязалась инвестировать минимум 30.24 млрд патак (~\$3.78 млрд) в экономику Макао до конца 2032 года. Из них 27.80 млрд патак (~\$3.48 млрд) должны были быть направлены на развитие неигровых направлений. Однако, поскольку в 2023 году валовая выручка игрового сектора Макао превысила порог в 180 млрд патак (~\$22.5 млрд), активировалась провизия о дополнительной нагрузке: инвестиции в неигровой сектор были автоматически увеличены на 20%. Таким образом, общий объём обязательств вырос до 35.80 млрд патак (~\$4.48 млрд), из которых 33.36 млрд патак (~\$4.17 млрд) должны прийти на неигровые инициативы.

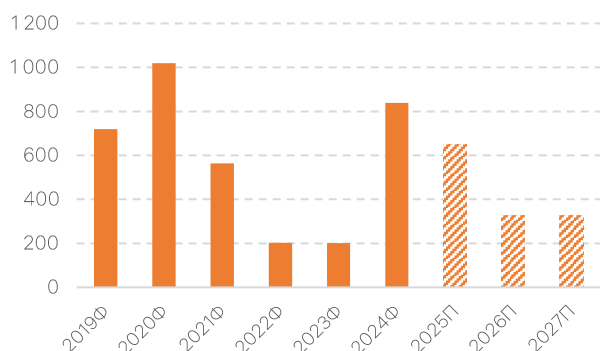
Говоря о дальнейших перспективах сектора, можно отметить, что правительство Макао прогнозирует стабильный объём GGR в 2025 году с ростом в 0.5% по сравнению с уровнями 2024 года. Однако, данный прогноз является относительно консервативным, так как результаты первых шести месяцев 2025 года уже опережают результаты прошлого года на 4%. На фоне этого аналитики крупных инвестиционных банков имеют более оптимистичный взгляд на перспективы сектора, особенно в свете сильных результатов мая и июня. Goldman Sachs и JPMorgan ожидают роста данного показателя на 6%.

Рисунок 9. Средняя стоимость за номер в The Londoner Macao, \$/ночь



Источник: Данные компании

Рисунок 10. Исторический CAPEX и планируемый объём инвестиций в рамках концессионного соглашения, \$ млн



Источник: Данные компании

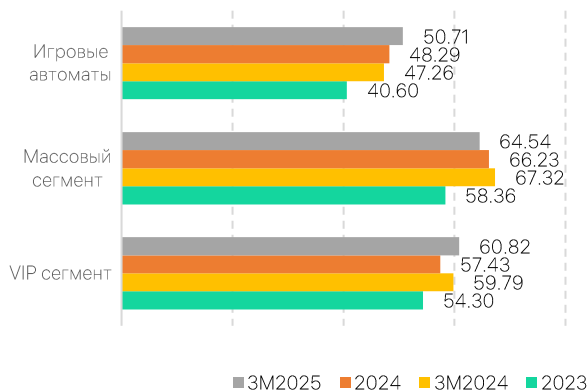
Исходя из вышеописанного можно заключить, что трансформация игровой индустрии Макао в сторону массового сегмента и неигровых направлений снижает операционные риски, делая денежные потоки операторов более стабильными и предсказуемыми, что повышает их устойчивость к шокам и усиливает способность обслуживать долг.

The Londoner Macao: завершение инвестиционной фазы поддержит рост EBITDA и свободного денежного потока на фоне снижения регуляторных рисков

В 2021 году Sands China начала трансформацию Sands Cotai Central в The Londoner Macao – масштабный проект реновации одной из крупнейших курортных площадок Макао, отражающий адаптацию компании к новой рыночной структуре. Первая фаза проекта включала комплексную реконструкцию с акцентом на британскую тематику. К середине 2023 года была завершена основная часть редизайна, включая внешнюю архитектуру и тематические зоны, после чего последовал запуск второго этапа, нацеленного на полную реконфигурацию гостиничных активов. Ключевым элементом второй фазы стало переоснащение отеля Sheraton Grand Macao: количество номеров было сокращено более чем вдвое – с более 4 000 до 2 405, при этом доля люксов была увеличена до 1 500 единиц. Отель был переименован в Londoner Grand и вошёл в состав Marriott International Luxury Collection, став первым представителем отелей этой линейки в Макао. Работы завершились к апрелю 2025 года, перед началом высокого сезона. Дополнительно в рамках проекта были обновлены зоны казино, расширена программа развлечений и добавлены новые рестораны и бутики. Проект был реализован в рамках обязательств компании по концессионному соглашению с правительством Макао, что снижает регуляторные риски для Sands China, в частности риск непродления или отзыва лицензии на ведение игровой деятельности.

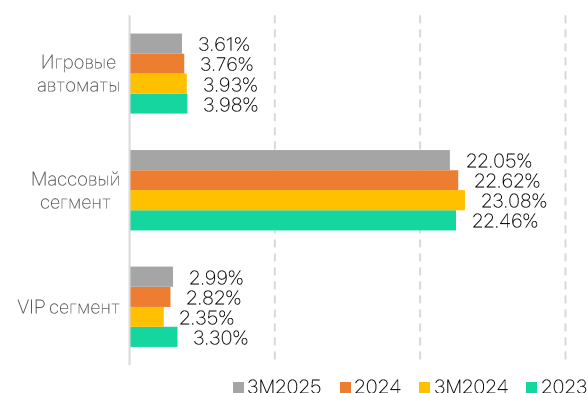
С инвестиционной точки зрения, проект трансформации позволяет Sands China стратегически переформатировать позиционирование бывшего Sands Cotai Central, сместив акцент с массового сегмента на более доходную премиальную аудиторию, с опорой на обновлённую модель привлечения VIP-клиентов, ориентированную на органический спрос и прямое взаимодействие с ними. Ожидается, что такая репозиция приведёт к росту операционной эффективности за счёт увеличения средней цены за гостиничный номер и улучшения маржинальности. В частности, средняя стоимость гостиничного номера в 2024 году составила 226 \$/ночь, что является приростом в 52.7% по сравнению с допандемийным уровнем в 148\$/ночь. Финансовый эффект от новой продуктовой модели реализуется поэтапно, по мере ввода номерного фонда в эксплуатацию и наращивания загрузки. В результате 2025 год может стать первым полноценным периодом реализации выгоды от проекта с точки зрения роста EBITDA и свободного денежного потока The Londoner.

Рисунок 11. Динамика ежедневного объёма ставок в игорных сегментах компании в пост-пандемийный период, млн \$/день



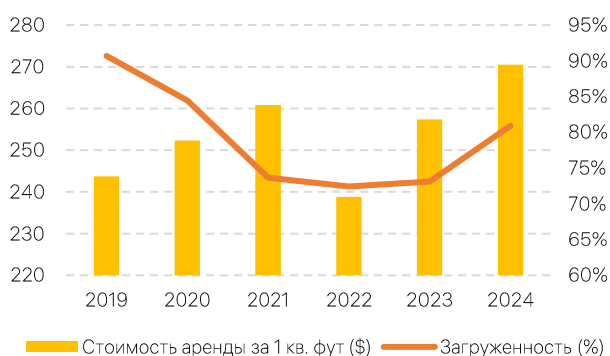
Источник: Данные компании

Рисунок 12. Динамика процента удержания в игорных сегментах компании в пост-пандемийный период, %



Источник: Данные компании

Рисунок 13. Операционные метрики деятельности торговых центров компании



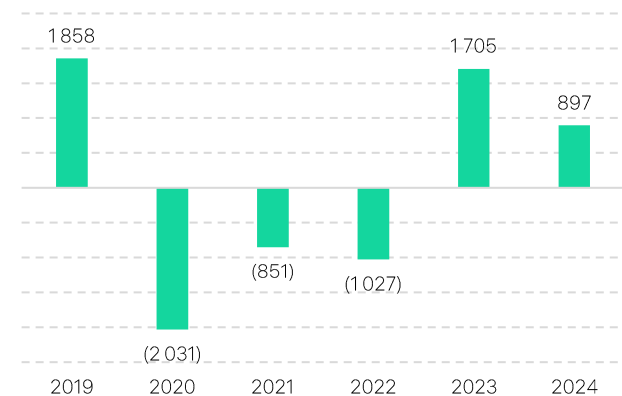
Источник: Данные компании

При этом завершение капиталоемкой фазы реконструкции исключает необходимость значительных дополнительных инвестиций. В связи с этим руководство ожидает существенное снижение объёма капитальных инвестиций в рамках концессионного соглашения: с \$785 млн в 2024 году до \$650 млн в 2025 году, а начиная с 2026 года – до стабильного уровня около \$350 млн в год. Такое сокращение инвестиционной нагрузки создаёт предпосылки для роста свободного денежного потока, что, в свою очередь, усиливает финансовую устойчивость компании.

Продолжение пост-пандемийного восстановления финансовых показателей в 2024 году и стабильный прогноз на ближайшие годы, несмотря на замедление в первом квартале 2025 года

Выручка компании в 2024 году составила \$7.1 млрд, увеличившись на 8.4% по сравнению с предыдущим годом. Основным драйвером роста стала выручка от игровой деятельности, которая увеличилась на \$505 млн или на 10.4% г/г. В свою очередь, результаты игорного направления, преимущественно, были поддержаны ростом объёма ставок в играх массового сегмента. Данный показатель вырос на 13.5% г/г с 58.4 млн \$/день до 66.2 млн \$/день. Вместе с этим Sands China удалось нарастить и процент удержания от ставок в данном сегменте с 22.46% до 22.62%. В свою очередь, VIP сегмент компании продолжил демонстрировать разочаровывающую динамику на фоне сохраняющегося ужесточённого регулирования его деятельности. Несмотря на рост объёмов ставок в данном сегменте с 54.3 млн \$/день в 2023 году до 57.4 млн \$/день в 2024 году, его совокупная выручка значительно сократилась за счёт снижения процента удержания со ставок с 3.30% до 2.82%. Причём, процент удержания снизился г/г во всех казино компании (и даже оказался негативным в The Parisian Macao), за исключением The Londoner, где он вырос с 2.99% до 3.34%. Вкупе с ростом объёма ставок на этом объекте на 3.8% г/г, такая динамика отражает стратегию по переориентации The Londoner в сторону более премиальных клиентов, как это было описано выше. В случае с бизнесом игровых автоматов, компании также удалось нарастить объём дневного оборота при снижении процента удержания. Однако, в данном случае, темпы роста оборота в 18.9% г/г (с 40.6 млн \$/день до 48.3 млн \$/день) нивелировали большую часть негативного эффекта от снижения процента удержания с 3.98% до 3.76% и совокупная выручка данного направления выросла с \$590 млн в 2023 году до \$665 млн в 2024 году (+12.7% г/г). В рамках других направлений бизнеса компания зафиксировала положительную динамику выручки от гостиничного бизнеса, еды и напитков, развлечений и розничной торговли, а также прочих услуг (+1.7%, +8.3%, +2.8% и +27% соответственно), в то время как выручка от деятельности торговых центров, наоборот, снизилась на 3.9%. Однако, стоит отметить, что непосредственные доходы компании от сдачи торговых площадей в аренду продемонстрировали положительную динамику, так как

Рисунок 14. FCF компании, \$ млн



Источник: Данные компании

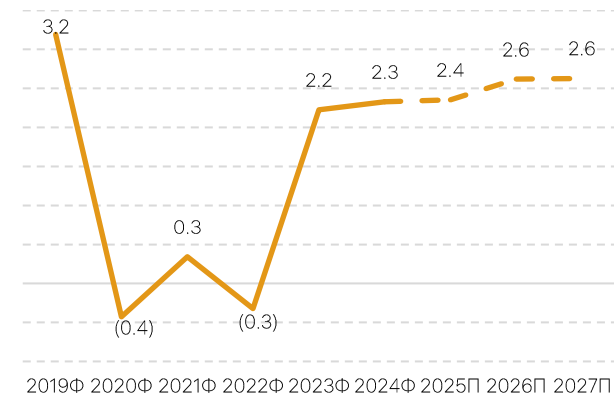
ей удалось увеличить арендную ставку за квадратный фут с \$257 до \$270, а уровень занятости торговых площадей с 73.1% до 80.9%. Основной причиной снижения совокупной выручки от данного направления стало значительное снижение прочих доходов (доходов от деятельности торговых центров за вычетом непосредственных доходов от аренды) со \$111 млн в 2023 году до \$41 млн в 2024 году.

Также стоит отметить, что несмотря на довольно внушительный рост в 8.4% в 2024 году, доходы бизнеса всё ещё значительно уступают своим пре-пандемийным уровням. Так, выручка в 2019 году составляла \$8.8 млрд, что на 24.4% больше, чем в 2024 году. Это связано с двумя факторами: 1) поток туристов в Макао в 2024 году уступал уровням 2019 года (34.9 млн человек против 39.4 млн человек соответственно) и; 2) более чем трёхкратное сокращение объёмов ставок в VIP сегменте (в 2019 году данный показатель составлял 178.6 млн \$/день против \$57.4 млн в 2024 году) из-за упомянутого выше ужесточения регулирования игровой деятельности в рамках данного направления.

Скорректированная EBITDA Sands China (EBITDA за вычетом расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов) в 2024 году составила \$2.3 млрд, увеличившись на 4.7% по сравнению с предыдущим годом. При этом, как видно из сравнения темпов роста выручки с темпами роста EBITDA, бизнес компании продемонстрировал ухудшение маржинальности. В 2023 году валовая маржа компании составляла 34.1%, в то время как в 2024 году она сократилась до 32.9%. В основном это было связано с ростом расходов по налогу на игорную деятельность на фоне увеличения объёмов игровой выручки (\$2.7 млн против \$2.4 млн или 38.1% от совокупной выручки против 36.9%). Однако, компании удалось значительно сократить расходы на амортизацию с \$809 млн в 2023 году до \$754 млн в 2024 году (12.4% от выручки против 10.6%), на фоне чего маржа операционной прибыли, составившей \$1.4 млрд, возросла до 19.3% (в сравнении с 18.7% при операционной прибыли в \$1.2 млрд в 2023 году). Процентные расходы компании также сократились с \$532 млн до \$424 млн на фоне сократившегося объёма долговых обязательств, и компания признала налоговую выгоду в размере \$35 млн (по сравнению с налоговым расходом в \$49 млн годом ранее) за счёт использования избыточного резерва по налогу, сформированного в предыдущем периоде, в объёме \$47 млн. Таким образом, маржа чистой прибыли компании выросла с 10.6% до 14.8%, а абсолютное значение чистой прибыли составило \$1.0 млрд.

Операционный денежный поток (OCF) Sands China сложился на уровне в \$1.7 млрд, что на 8.9% меньше, чем \$1.9 млрд в 2023 году. Основной причиной сокращения операционного денежного потока стали расходы на оборотный капитал на сумму в \$63 млн, против дохода от изменений в оборотном капитале в \$227 млн в 2023 году. Компания также значительно нарастила свои

Рисунок 15. Динамика и консенсус-прогноз EBITDA на 2025–2027 гг., \$ млрд



Источник: Данные компании, Bloomberg

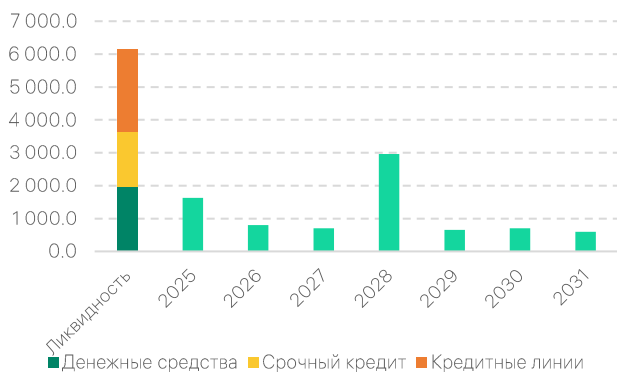
капитальные затраты с \$201 млн в 2023 году до \$829 млн в 2024 году, в связи с чем свободный денежный поток компании составил \$0.9 млрд, против \$1.7 млрд в 2023. Как было упомянуто выше, рост капитальных затрат был связан со второй фазой реновации The Londoner Macao.

Регуляторные требования Гонконгской Биржи, где торгуются акции компании, не предписывают обязательной публикации квартальных финансовых отчетов. Однако, свой отчет за 1 квартал опубликовала материнская компания Sands China – Las Vegas Sands, акции которой торгуются на NYSE, в котором были отражены частичные результаты операционной деятельности Sands China. Так, можно увидеть, что 1 квартал нового года выдался для компании относительно слабым. Выручка компании, составившая \$1.7 млрд сократилась на 5.7% г/г. В основном это объясняется снижением выручки от игровой деятельности на 7.2% г/г из-за сокращения объемов ставок на игры массового сегмента до 64.5 млн \$/день (-4.1% г/г) и ухудшением процента удержания со ставок в массовом сегменте и на игровых автоматах. Наибольшее ухудшение операционных метрик игр массового сегмента наблюдалось в крупнейшем казино компании – The Venetian Macao, которое, в основном обслуживает нижние и средние сегменты массового рынка, восстановление спроса со стороны которых, как отмечают аналитики Goldman Sachs, было медленнее, чем среди более состоятельных представителей данного рынка (premium-mass segment). На фоне этого EBITDA компании составила \$535 млн при марже в 31.5% (против \$610 млн и 33.8% в 1 квартале 2024 года).

При этом, несмотря на разочаровывающие результаты первого квартала, консенсус-прогноз аналитиков (по данным Bloomberg) ожидает, что компания сумеет нарастить выручку в 2025 году на 3.9% г/г до \$7.4 млрд и сгенерировать EBITDA сопоставимую с уровнем 2024 года в \$2.4 млрд при сокращении маржи до 32%. В последующие 2 года ожидается, что выручка компании продолжит расти на 6%-8% в год, достигнув \$8.4 млрд к концу 2027 года. Аналитики также прогнозируют, что маржа EBITDA компании продолжит оставаться в диапазоне 31%-33%, а в абсолютном выражении данный показатель будет складываться на уровне \$2.6-\$2.7 млрд.

Стабильный денежный поток и резерв ликвидности формируют прочный фундамент для обслуживания плотного графика погашений в 2025–2028 гг.

По состоянию на конец 2024 года валовой долг компании составил \$8.2 млрд, сократившись на 2% по сравнению с предыдущим годом. Объем денежных средств и эквивалентов на конец того же периода составлял \$1.97 млрд. На основе этого чистый долг компании на конец 2024 года равнялся \$6.2 млрд (-11.2% г/г), а левэридж (выраженный как отношение чистого долга к EBITDA) – 2.7x (-0.4x г/г). Коэффициент покрытия процентных расходов компании (выраженный как отношение EBITDA к процентным расходам) в конце 2024 года находился на

Рисунок 16. Ликвидность и график погашения долга, \$ млн⁴


Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

комфортном уровне и составлял 5.5х, что является улучшением по сравнению с 4.2х в конце 2023 года.

Sands China имеет довольно плотный график погашения долга: в 2025 году ей предстоит погасить облигации на сумму в \$1.6 млрд, в 2026 – \$800 млн, в 2027 – \$700 млн, в 2028 – на \$3.0 млрд (включая обязательства перед материнской компанией на сумму в \$1.06 млрд), а в период с 2029 по 2031 гг. – на общую сумму в \$1.95 млрд. Но компания обладает более чем достаточным объёмом ликвидности для покрытия обязательств в ближайшие 4 года. В дополнение к имеющимся денежным средствам компания располагает доступной кредитной линией объёмом \$2.5 млрд доступной до 2029 года, а также правом привлечения срочного кредита в размере \$1.7 млрд в течение 2025 года. Последний может быть использован для рефинансирования погашаемых в текущем году долговых обязательств на сумму \$1.6 млрд и предоставляется сроком на 5 лет. В июне 2025 года компания воспользовалась данной опцией, а также досрочно выплатила обязательства перед материнской компанией Las Vegas Sands на \$1 млрд, подлежащего к погашению в 2028 году.

В оставшиеся годы ликвидность компании будет поддержана внушительным объёмом ежегодно генерируемого денежного потока компании. Мы ожидаем, что свободный денежный поток компании продолжит сохраняться выше \$1.0 млрд и начнёт приближаться к отметке в \$1.5 млрд в 2026-2027 гг. на фоне планируемого руководством компании сокращения капитальных затрат после завершения проекта реновации The Londoner Macao весной этого года. Также стоит отметить, что в начале 2025 года компания утвердила программу по выплате дивидендов в размере \$260 млн по результатам прошлого года. Размер выплачиваемых дивидендов значительно ниже пре-пандемийных значений в \$1.0-\$2.0 млрд, в связи с чем мы не считаем, что данное решение окажет значительное негативное влияние на кредиторов компании.

Таким образом, принимая во внимание обширный буфер ликвидности, стабильный объём генерируемого FCF свыше \$1.0 млрд в год и ожидаемое аналитиками продолжение положительной динамики финансовых результатов компании, мы не ожидаем, что у компании возникнут значительные проблемы с кредитным качеством в ближайшие годы и к концу 2028 года она будет обладать достаточными средствами для проведения выплат по рассматриваемому нами выпуску.

Рейтинговые агентства о Sands China Ltd.

Рейтинги дочерней компании Sands China Ltd., оператора казино в Макао, связаны с рейтингами её материнской компании Las Vegas Sands Corp. (LVS), отражая тесную операционную и стратегическую взаимосвязь между ними. Агентства S&P и Fitch присваивают обоим компаниям рейтинг «BBB-», при этом Fitch подчёркивает

⁴ Без учёта погашений обязательств по аренде на общую сумму в \$153 млн. На данном графике также не отражены транзакции, произошедшие во 2 квартале (досрочный выкуп выпуска 2025 года и погашение обязательств перед материнской компанией на \$1 млрд).

консолидированный подход при анализе группы. Moody's присваивает рейтинг «Baa2» для Sands China и «Baa3» для материнской компании LVS, что отражает высокую значимость дочерней структуры для бизнеса группы. В последующих разделах внимание будет сосредоточено на факторах, влияющих на бизнес группы в Макао, поскольку рассматриваемый выпуск является прямым обязательством Sands China, и LVS не выступает его гарантом.

Moody's

Рейтинг Baa2 (прогноз «стабильный»). Moody's отмечает высокое качество и устойчивую популярность курортов компании в Макао, а также сильные кредитные метрики, наблюдавшиеся до начала пандемии. Дополнительную поддержку рейтингу оказывает высокая ликвидность, поддержанная решением компании приостановить выплату дивидендов в 2021 году вслед за началом пандемии, и значительное восстановление туристического потока в Макао после снятия ковидных ограничений в Китае, способствующее росту выручки и EBITDA. Вместе с тем агентство указывает на сохраняющиеся риски, связанные с жёстким регулированием VIP-сегмента в Макао из-за ограничений на деятельность джанкетов, обслуживающих этот сегмент.

S&P Global

Рейтинг BBB- (прогноз «стабильный»). S&P отмечает устойчивое восстановление денежного потока в Макао, что способствует снижению долговой нагрузки и повышает финансовую гибкость компании. Агентство положительно оценивает постепенное увеличение загрузки гостиничных номеров и расширение предложения в сегменте массового игорного туризма, а также умеренные объёмы капиталовложений по новым обязательствам в рамках лицензионного соглашения с правительством Макао на ведение игровой деятельности. По мнению агентства, компания способна реализовать запланированные инвестиции за счёт органического восстановления выручки в Макао, а текущая финансовая политика и уровень левериджа обеспечивают достаточный запас прочности для реализации будущих проектов без ухудшения кредитного профиля. В качестве основных рисков для кредитного рейтинга компании агентство отмечает замедление темпов восстановления и роста игорного рынка в Макао, а также риск перехода к агрессивной политике капитальных затрат или возврата капитала акционерам, способной привести к ухудшению левериджа компании.

Fitch

Рейтинг BBB- (прогноз «стабильный»). В январе 2025 года Fitch подтвердило рейтинг Las Vegas Sands и Sands China на уровне BBB- со стабильным прогнозом, отметив продолжающееся, но менее динамичное, чем ожидалось, восстановление бизнеса в Макао. Агентство указывает, что премиальный массовый сегмент почти вернулся к докризисным уровням, тогда как восстановление

базового массового сегмента остаётся сдержанным, а исчезновение VIP-игроков, ранее привлечённых через джанкетов, ограничивает общий рост. В числе поддерживающих факторов Fitch выделяет улучшение инфраструктуры, смягчение визовых ограничений и ожидаемое стимулирование экономики Китая. Рейтинг поддерживается умеренным уровнем долговой нагрузки и высоким уровнем ликвидности, обеспечивающим покрытие инвестиционных потребностей и обслуживание предстоящих выплат по долгу.

Риски

- Сокращение туристического потока из Китая на фоне замедления местной экономики может привести к падению объёма ставок и, соответственно, выручки компании от игровой деятельности;
- Дальнейший рост контроля оттока капитала из Китая может привести к сокращению объёма ставок в VIP и Premium Mass сегментах;
- Недостаточно быстрый рост загрузки The Londoner после завершения реновации может привести к более медленному восстановлению рентабельности и отложенному позитивному эффекту от инвестиций в проект;
- Более агрессивная политика выплаты дивидендов в будущем может привести к сокращению доступной ликвидности для погашения долга.

Основные финансовые и операционные результаты Sands China

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024
Выручка	1 687	2 874	1 605	6 534	7 080
Рост выручки, (г/г)	-80.8%	70.4%	-44.2%	307.1%	8.4%
EBITDA (скорректированная) ¹	(428)	341	(323)	2 225	2 329
Маржа EBITDA, %	-25.4%	11.9%	-20.1%	34.1%	32.9%
Процентные расходы	(279)	(373)	(444)	(532)	(424)
Чистая прибыль	(1 523)	(1 048)	(1 582)	692	1 045
Маржа чистой прибыли, %	-90.3%	-36.5%	-98.6%	10.6%	14.8%
Операционный денежный поток (OCF) ³	(1 012)	(287)	(824)	1 906	1 736
Капитальные затраты	(1 019)	(564)	(203)	(201)	(839)
Свободный денежный поток (FCF)	(2 031)	(851)	(1 027)	1 705	897
Маржа FCF, %	-120.4%	-29.6%	-64.0%	26.1%	12.7%
Дивиденды и выкуп акций	(1 030)	0	0	0	0
Рост объёма дивидендов и выкупа акций, %	-49.8%	-100.0%	Н/Д	Н/Д	Н/Д

Операционные показатели

Ежедневный объём оборота ставок VIP сегмента, \$ млн	33	24	11	54	57
Выигрыш с игр VIP сегмента, %	2.4%	4.2%	4.6%	3.3%	2.8%
Ежедневный объём оборота ставок массового сегмента, \$ млн	13	21	11	58	66
Выигрыш с игр массового сегмента, %	23.7%	24.1%	23.9%	22.5%	22.6%
Дневной оборот игровых автоматов, \$ млн	8	12	7	41	48
Выигрыш с игровых автоматов, %	3.9%	3.7%	3.7%	4.0%	3.8%
Средняя цена гостиничного номера за ночь, \$	161	158	141	202	214
Уровень загрузки гостиничных номеров, %	22.0%	46.8%	34.3%	86.8%	96.9%
Арендная ставка за квадратный фут торговых площадей, %	252	261	239	257	270
Уровень занятости торговых площадей, %	84.4%	73.6%	72.4%	73.1%	80.9%

Долговая нагрузка

Валовой долг	7 065	7 964	10 219	8 328	8 159
Рост валового долга, (г/г)	26.0%	12.7%	28.3%	-18.5%	-2.0%
Денежные средства и их эквиваленты	861	678	790	1 361	1 970
Чистый долг	6 204	7 286	9 429	6 967	6 189
Рост чистого долга, (г/г)	97.8%	17.4%	29.4%	-26.1%	-11.2%
Собственный капитал	1 929	888	(700)	(4)	1 031

Показатели долговой нагрузки

EBITDA / процентные расходы (x)	(1.5)	0.9	(0.7)	4.2	5.5
Валовой долг / EBITDA TTM (x)	(16.5)	23.4	(31.6)	3.7	3.5
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	(14.5)	21.4	(29.2)	3.1	2.7

График погашения долга и запас ликвидности

	2025	2026	2027	2028+
Погашение долга ² , \$млн	1 625	800	700	4 911
Запас ликвидности, \$млн	6 150			
Денежные средства и их эквиваленты, \$млн	1 970			
Кредитные линии, \$млн	2 510			
Срочный кредит, \$млн	1 670			

Источник: данные компании, расчёты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

¹ Без учёта расходов на реструктуризацию и прочих единоразовых расходов

² Без учёта погашений обязательств по аренде на общую сумму в \$153 млн. На данном графике также не отражены транзакции, произошедшие во 2 квартале (досрочный выкуп выпуска 2025 года и погашение обязательств перед материнской компанией на \$1 млрд)

³ Компания признаёт процентные расходы в финансовых денежных потоках, а доходы в инвестиционных денежных потоках.

Для сопоставимости с нашими предыдущими отчётами, они переклассифицированы в OCF

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance