

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Лента (S&P: B+/B1/-): сильные данные в операционном отчете за 1K15, бумаги компании выглядят интересно в рамках сектора

Вчера Лента опубликовала операционные результаты по итогам 1K15, которые мы оцениваем как сильные. Выручка компании выросла на 37.7% г/г и составила 54.5 млрд. руб., в том числе выручка гипермаркетов показала рост на 35.2% г/г (до 52.2 млрд. руб.). Высокие темпы роста были обеспечены как активным открытием новых гипермаркетов (торговая площадь этого формата выросла на 38% г/г), так и высокими темпами роста сопоставимых продаж (+15% г/г). Отметим, что по темпам расширения сети Лента оказалась абсолютным лидером в 1K15, тогда как второй по этому показателю Магнит (S&P: BB+/Neg) увеличил площади на 21.6% г/г. Лента также продемонстрировала лучшие темпы роста выручки в прошлом квартале, хотя здесь отрыв был уже не так значителен (Магнит нарастил продажи на 33.4% г/г, а X5 – на 26.7% г/г). По динамике сопоставимых продаж результат Лента оказался на уровне лидеров рынка: Магнит увеличил этот показатель в 1K15 на 14.5% г/г, при этом лучший результат, неожиданно, показала X5 (BB-/B2/-) с ростом на 17.1% г/г. Вместе с тем, Лента сумела добиться, на наш взгляд, наиболее качественного увеличения сопоставимых продаж. Так, увеличение показателя было обеспечено почти в равной мере за счет увеличения среднего чека (+6.7% г/г) и количества покупок (+7.8% г/г), последний момент более важен, поскольку свидетельствует о притоке покупателей в магазины Ленты. В то же время, у Магнита, как и у X5, рост LFL-выручки произошел, в основном, за счет повышения среднего чека, при этом у X5 также наблюдался переток покупателей из более дорогих форматов в наиболее доступные по ценам дискаунтеры, составляющие основу торговой сети компании.

Наиболее ликвидный выпуск компании Лента 03 (с дюрацией около 0.7 г) сейчас торгуется со спрэдом около 270 бп к кривой ОФЗ и, на наш взгляд, остается самым интересным предложением в рамках сектора. Бумага предлагает премию 110-140 бп к немного более длинным выпускам X5, что, на наш взгляд, слишком широко с учетом высоких темпов роста Ленты и сопоставимых с X5 показателей долговой нагрузки.

Ключевые операционные показатели Ленты за 1K15

	1K15	1K14	%г
Выручка, млрд. руб.	54.5	39.6	37.7%
в том числе гипермаркеты	52.2	38.6	35.2%
Торговая площадь, тыс. кв.м	727.6	519.7	40.0%
в том числе гипермаркеты	701.0	507.8	38.0%
Средний чек, руб.	1 091	1 064	2.5%
в том числе гипермаркеты	1 132	1 089	3.9%
супермаркеты	592	548	8.0%
Количество покупателей, млн	49.9	37.2	34.1%
в том числе гипермаркеты	46.2	35.5	30.1%
супермаркеты	3.8	1.7	x2.2
Количество магазинов, в т.ч.	136	89	-
Гипермаркеты	112	79	41.8%
Супермаркеты	24	10	x2.4

	Выручка	Ср.чек	Трафи
LFL-прирост 1K15 к 1K14	15.0%	6.7%	7.8%
Гипермаркеты	14.7%	6.7%	7.5%
Супермаркеты	28.0%	12.2%	14.1%

 Источник: Данные Компании,
 расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdaakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Северсталь (BB+/Ba1/BV+): рекордный уровень рентабельности в отчетности за 1K15, евробонды компании оценены справедливо

Вчера Северсталь опубликовала сильный финансовый отчет по итогам 1K15. В прошлом квартале выручка компании снизилась на 23.1% г/г (до 1 531 млн. долл.), в то же время показатель EBITDA вырос на 28.5% г/г (до 590 млн. долл.), в результате чего рентабельность по EBITDA достигла рекордного уровня не только по меркам российских металлургов, но и мировых сталелитейных компаний, составив 38.5% (против 23.1% в 1K14). Долговая нагрузка Северстали мало изменилась к началу года, сохранившись на невысоком уровне в 0.6x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (0.7x на начало года).

Сокращение выручки компании в долларовом выражении по сравнению с 1K14 было обусловлено, в основном, значительным ослаблением национальной валюты, а также слабыми результатами сырьевого сегмента. На фоне падения цен на уголь (на 33% г/г в 1K15) и ЖРС (в 2 раза) Северсталь сократила реализацию угля в 1K15 на 12.5% г/г (до 830 тыс. тонн), а окатышей – на 8% г/г (до 1 364 тыс. тонн). Вместе с тем, продажи полуфабрикатов в прошлом квартале выросли на 18.9% г/г (до 107 тыс. тонн), проката – на 2.8% г/г (до 1 974 тыс. тонн), а конечного передела – на 17.2% г/г (до 464 тыс. тонн). Общие отгрузки проката выросли за счет хороших продаж сортового проката (выросли в 1.5 раза г/г), а отгрузки продукции конечного передела выросли за счет продаж ТБД (рост на 61.3% г/г) в рамках исполнения контрактов по крупным инфраструктурным проектам (“Турецкий поток”, “Южный коридор” и “Сила Сибири”), а также прочей трубной продукции, которые выросли на 17.1% г/г. В то же время, девальвация рубля привела к сокращению цен на металлопродукцию и прокат в долларовом выражении, несмотря на их рост в национальной валюте. Так снижение долларовых цен в 1K15 составило 16-23% г/г на различные виды проката, тогда как цены на ТБД и трубную продукцию были где-то на четверть ниже уровня 1K14.

Впрочем, девальвация рубля имела весьма позитивный эффект для Северстали, который проявился в сокращении рублевых издержек. Так, себестоимость продаж в отчетности компании за прошлый квартал снизилась 40.2% г/г (до 812 млн. долл.), а SG&A - расходы – на 29.6% г/г (до 207 млн. долл.). Кроме того, поддержали рост рентабельности и падение цен на металлургическое сырье, прежде всего, на уголь, а также деконсолидация менее маржинальных североамериканских предприятий.

Свободный денежный поток Северстали по итогам 1K15 снизился на треть г/г и составил 160 млн. долл., несмотря на рост операционных поступлений на 30.8% г/г. Это было связано со снижением чистых операционных поступлений (на 46.1% г/г) из-за увеличения инвестиций в оборотный капитал с одновременным погашением задолженности перед поставщиками. В то же время, компания заметно сократила в 1K15 и объем капвложений, который снизился на 59% г/г и составил 103 млн. долл. или всего 0.2x EBITDA. Свободный денежный поток Северстали по итогам 1K15 был направлен, главным образом, на погашение долга компании.

Величина долга снизилась к концу 1K15 на 15.5% по сравнению с началом года и составила 2 899 млн. долл., при этом улучшилась его структура – доля короткого долга снизилась до 16.6% (против 22.6% на начало года). Погашение долга было осуществлено, в основном, за счет накопленной на балансе ликвидности (деньги и эквиваленты к концу 1K15 снизились на 19.8% к началу года), а также свободного денежного потока. Отметим, что погашение долга в 1K15 включало выкуп коротких еврооблигаций на 221 млн. долл. (бумаги с погашением в 2016-2017 гг) при общей сумме чистого погашения в 554 млн. долл. С учетом того, что главным источником погашения долга в 1K15 выступала ликвидность на балансе, чистый долг компании показал умеренное снижение, тем не менее, вкпе с быстрым ростом EBITDA, это привело к снижению уровня долговой нагрузки на конец 1K15 до 0.6x чистый долг / EBITDA LTM (на начало года показатель составлял 0.7x).

Отчет за прошлый квартал свидетельствует о дальнейшем усилении кредитного профиля Северстали, который, на наш взгляд, в нормальных условиях позволил бы компании обладать инвестиционным рейтингом. На текущий же момент, рейтинги компании находятся на уровне суверенного рейтинга, который является пороговым для Северстали, учитывая, что, после продажи американского бизнеса, основной объем выручки генерируется на внутреннем рынке.

В течение последних 2-х месяцев евробонды металлургов находились в числе аутсайдеров рынка с точки зрения динамики спреда российских компаний к UST. Так, относительно неплохо выглядели короткие бонды, которые компания выкупала с рынка: CHMFRU'16 сузил спред к UST на 200 бп (до текущих 340 бп), а выпуск CHMFRU'17 – на 130 бп (до 470 бп). Длинные же бумаги выглядели гораздо хуже: их спред к кривой UST сузился лишь на 50-70 бп (до 510-540 бп). В целом же, выпуски Северстали торгуются на уровне, либо с небольшим дисконтом к еврооблигациям НЛМК (BB+/Ba1/BVB-), что, как мы считаем, справедливо.

Ключевые финансовые показатели Северстали по МСФО за 1K15

млн. долл.	1K15	1K14	%г
Выручка	1 531	1 991	-23.1%
EBITDA	590	459	28.5%
Операционная прибыль	502	310	61.9%
Чистая прибыль	342	(100)	-
Рентабельность по EBITDA	38.5%	23.1%	15.5 пп
Операционная рентабельность	32.8%	15.6%	17.2 пп
Чистая рентабельность	22.3%	-	-
Операц. ден. поток до изм. ОК	594	454	30.8%
Чистый операцион. ден. поток	263	488	-46.1%
CAPEX	103	251	-59.0%
Свободный денежный поток	160	237	-32.5%

млн. долл.	1K15	2014	%г
Активы	7 076	7 561	-6.4%
в т.ч. денежные средства	1 522	1 897	-19.8%
Долг	2 899	3 429	-15.5%
доля краткосрочного долга	16.6%	22.6%	-6.0 пп
Чистый долг	1 377	1 532	-10.1%
Капитал	2 983	2 838	5.1%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	1.2x	1.6x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	0.6x	0.7x	-
Долг/Капитал	1.0x	1.2x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Северстали

тыс. тонн	1K15	1K14	%г
Производство чугуна	2 305	2 246	2.6%
Производство стали	2 959	2 714	9.0%
Реализация угля, в т.ч.	830	949	-12.5%
Концентрат коксующегося угля	374	471	-20.6%
Сырой коксующийся уголь	1	32	-98.4%
Энергетический уголь	455	446	2.0%
Реализация железорудн. сырья	1 479	1 528	-3.2%
Окатыши	1 364	1 483	-8.0%
Концентрат	115	45	x2.6
Реализация полуфабрикатов	107	90	18.9%
Реализация проката, в т.ч.	1 974	1 920	2.8%
Горячекатаный	927	931	-0.4%
Толстолистовой	192	230	-16.5%
Холоднокатаный	304	335	-9.3%
цинков. лист и др. мет. покрыт	135	120	12.5%
Сортный	332	226	46.9%
С полимерным покрытием	84	78	7.7%
Реализ. конеч. передела, в т.ч.	464	396	17.2%
Метизная продукция	138	145	-4.8%
Трубы большого диаметра	121	75	61.3%
очие трубные изделия, профили	205	175	17.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

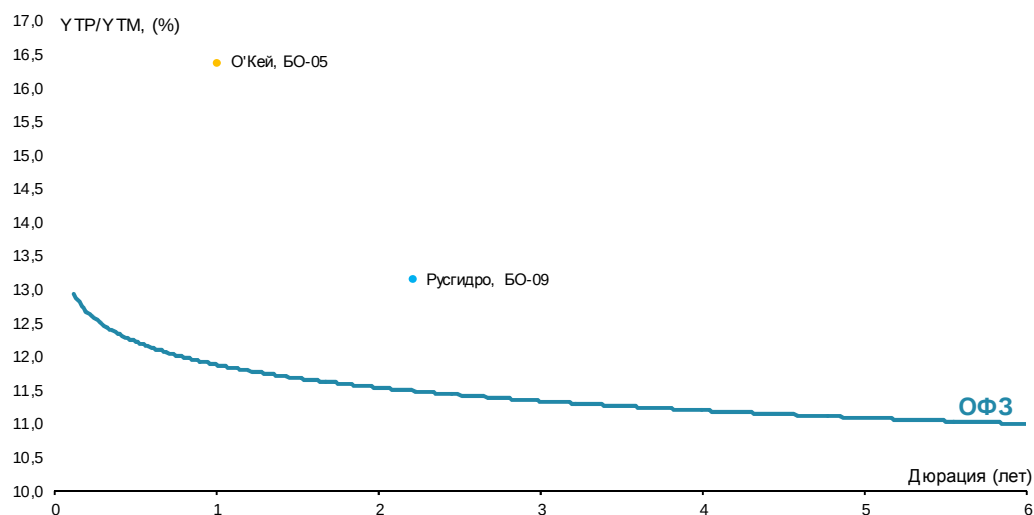
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
О'Кей, БО-05	- / - / B+	да	5 000	16.37	21.04.2015	28.04.2015	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Русгидро, БО-09	BB / Ba2 / BB+	да	10 000	13.16	22.04.2015	28.04.2015	нет / 2.21 г	2.5 г / 10 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
ЛК Уралсиб, БО-20	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.61 г
ЛК Уралсиб, БО-21	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.61 г
АИЖК, БО-03	BB+ / Ba1 / -	да	5 000	н/д / 100%	13.92-14.48	13.10	20.04.2015	нет / 1.39 г
Банк Пересвет, БО-04	B+ / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.11-18.68	18.11	17.04.2015	нет / 0.7 г
Банк ФК Открытие, БО-П02	BB- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.37-16.91	16.39	14.04.2015	нет / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-П01	BB- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.75-16.25	16.00	14.04.2015	нет / 0.5 г
Локо-Банк, БО-06	- / B2 / B+	да	3 000	1.5 / 100%	18.11-18.68	18.11	09.04.2015	нет / 0.5 г
Банк ЗЕНИТ, БО-09	- / Ba3 / BB-	да	5 000	2.2 / 100%	17.18-17.45	16.75	09.04.2015	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-08	- / B1 / BB	да	3 000	н/д / 100%	15.56-16.64	15.56	03.04.2015	нет / 1 г
Татфонбанк, БО-13	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.09-17.71	15.56	03.04.2015	нет / 1 г
МКБ, БО-09	BB- / B1 / BB-	да	3 000	н/д / 100%	15.56	15.56	25.03.2015	нет / 1 г
Связь-Банк, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.56	15.56	24.03.2015	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-17	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1 г
Связь-Банк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 1 г
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.38 г
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.5 г
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1 г
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1 г
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1 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
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
 Константин Поспелов
 Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
 Максим Симагин
 Александр Валканов
 Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
 Макроэкономика/кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Акции

Владимир Евстифеев
 Кирилл Сычев
 Наталия Толстошеина
 Евгений Чердаков
 Дмитрий Чепрагин
 Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
 Фарида Ахметова
 Марина Никишова
 Вера Панова
 Алексей Басов
 Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
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.