

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

О'КЕЙ (-/-/В+): первичное предложение.

НЛМК (Вааз/ВВ+/ВВВ-): первичное предложение.

О'КЕЙ (-/-/В+): первичное предложение.

Облигации О'КЕЙ наверняка найдут спрос у инвесторов, учитывая традиционный повышенный интерес к бумагам продуктовых ритейлеров, а также хорошее кредитное качество заемщика. Кроме того, эмитент предлагает хорошую премию к собственному выпуску и облигациям других сетей. Бумаги интересны уже от нижней границы индикатива – с доходностью от 9,5% годовых.

О'КЕЙ размещает БО-04 – объем 5 млрд руб., УТР 9,46-9,73% годовых, оферта 3 года...

В 1 пол. 2013 г. О'КЕЙ показал двузначный рост выручки, рентабельность оставалась невысокой...

Кредитные метрики комфортные: Долг/ЕБИТДА – 1,5х, короткий долг на 80% покрывался денежными средствами на счетах...

Не исключен дальнейший рост уровня долга на фоне инвестиций...

Комментарий. Сеть О'КЕЙ планирует 10-11 октября провести book-building биржевых облигаций серии БО-04 объемом 5 млрд руб. Индикатив ставки купона составляет 9,25-9,50% годовых, что соответствует доходности 9,46-9,73% годовых к оферте через 3 года. Размещение облигаций намечено на 15 октября.

Напомним, что О'КЕЙ месяц назад обнародовал хорошие финансовые результаты за 1 пол. 2013 г. по МСФО, в том числе на фоне лидеров отрасли (см. наш комментарий от 02.09.2013 г.).

Ритейлер показал двузначный рост выручки («+17,7%» до 2,08 млрд долл. (г/г)) за счет расширения сети и увеличения сопоставимых продаж, сохранив при этом умеренный уровень рентабельности (ЕБИТДА margin составила 6,6%).

Операционный денежный поток улучшился, но по-прежнему не покрывал инвестиционные аппетиты сети. В итоге, компания за 6 мес. «подъела» подушку ликвидности практически вдвое, параллельно нарастив заимствования – размер долга вырос на 8,5% до 489 млн долл. к 2012 г., а метрика Долг/ЕБИТДА составила 1,5х (как и в 2012 г.), чистый долг/ЕБИТДА – 1,3х (1,0х в 2012 г.). Тем не менее, уровень долга остается приемлемым, но учитывая инвестпрограмму на 2013 г. (около 450 млн долл.), может еще подрасти.

Вместе с тем, короткий долг компании (98 млн долл. или 20% кредитного портфеля) на 80% покрывался денежными средствами на счетах (78 млн долл.), не исключено, что за счет новых бондов на 5 млрд руб. (порядка 155 млн долл.) О'КЕЙ в том числе сможет закрыть свои потребности и в погашении текущего долга.

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

2 октября 2013

| Ключевые финансовые показатели млн долл. | Лента (МСФО) | | | О'КЕЙ (МСФО) | | | Х5 (МСФО) | | | Магнит (МСФО) | | |
|---|--------------|-----------|--------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|-----------|----------|
| | 1 пол. 12 | 1 пол. 13 | Изм. % | 1 пол. 12 | 1 пол. 13 | Изм. % | 1 пол. 12 | 1 пол. 13 | Изм. % | 1 пол. 12 | 1 пол. 13 | Изм. % |
| Выручка | 1 605 | 2 001 | 24,7 | 1 771 | 2 084 | 17,7 | 7 859 | 8 382 | 6,7 | 6 776 | 8 796 | 29,8 |
| Операционный денежный поток | 60 | -32 | -154,2 | 2 | 14 | 513,4 | -8 | 78 | - | 408 | 756 | 85,1 |
| ЕБИТДА | 167 | 213 | 27,5 | 121 | 137 | 12,7 | 554 | 576 | 3,8 | 671 | 890 | 32,7 |
| ЕБИТДА margin | 10,4% | 10,6% | п.п. | 6,8% | 6,6% | -0,2 п.п. | 7,1% | 6,9% | -0,2 п.п. | 9,9% | 10,1% | 0,2 п.п. |
| Чистая прибыль | 80 | 86 | 6,8 | 48 | 52 | 8,1 | 135 | 139 | 2,7 | 340 | 469 | 38,0 |
| margin | 5,0% | 4,3% | п.п. | 2,7% | 2,5% | -0,2 п.п. | 1,7% | 1,7% | 0,0 п.п. | 5,0% | 5,3% | 0,3 п.п. |
| | 2012 | 1 пол. 13 | Изм. % | 2012 | 1 пол. 13 | Изм. % | 2012 | 1 пол. 13 | Изм. % | 2012 | 1 пол. 13 | Изм. % |
| Активы | 1 845 | 1 899 | 2,9 | 1 759 | 1 594 | -9,4 | 9 582 | 8 587 | -10,4 | 7 261 | 7 029 | -3,2 |
| Денежные средства и эквиваленты | 116 | 103 | -11,3 | 149 | 78 | -47,8 | 408 | 221 | -45,8 | 410 | 266 | -35,1 |
| Долг | 949 | 1 155 | 21,7 | 451 | 489 | 8,5 | 4 027 | 3 757 | -6,7 | 2 086 | 1 865 | -10,6 |
| краткосрочный | 126 | 87 | -30,8 | 126 | 98 | -22,5 | 1 681 | 1 681 | 0,0 | 827 | 949 | 14,8 |
| долгосрочный | 822 | 1 067 | 29,7 | 325 | 392 | 20,6 | 2 346 | 2 076 | -11,5 | 1 259 | 916 | -27,3 |
| Чистый долг | 833 | 1 052 | 26,3 | 301 | 411 | 36,5 | 3 619 | 3 536 | -2,3 | 1 676 | 1 599 | -4,6 |
| Долг/ЕБИТДА | 2,3 | 2,5 | | 1,5 | 1,5 | | 3,6 | 3,3 | | 1,4 | 1,1 | |
| Чистый долг/ЕБИТДА | 2,0 | 2,3 | | 1,0 | 1,3 | | 3,2 | 3,1 | | 1,1 | 0,9 | |

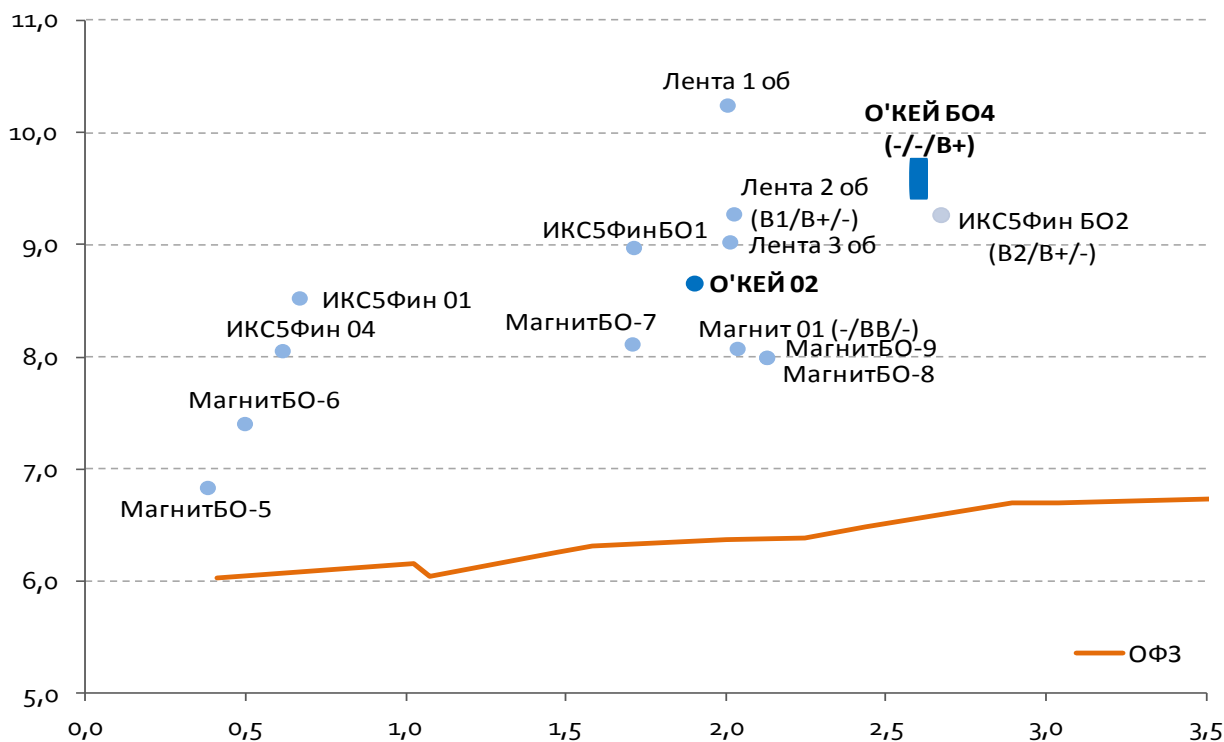
Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Облигации
О'КЕЙ на фоне
собственного выпуска и
бумаг других эмитентов
продуктовой розницы
интересны с доходностью
от 9,5% годовых...**

В свою очередь, биржевые облигации О'КЕЙ БО-04 (индикатив УТР 9,46-9,73% к оферте через 3 года) предлагают хорошую премию (около 50-70 б.п.) к собственным более коротким бумагам О'КЕЙ серии 02 (УТР 8,7-9,0%/1,9 г.), что за разницу в срочности порядка 1 года вполне достаточно. Кроме того, новый выпуск О'КЕЙ несет премию около 20-50 б.п. к размещенному в конце сентября займу ИКС 5 Финанс (В2/В+/-) серии БО-02 (УТР 9,27%/2,67 г.), что с учетом больших масштабов бизнеса Х5, но при этом худших кредитных метрик и сопоставимого уровня рейтингов смотрится справедливо. На наш взгляд, облигации О'КЕЙ наверняка найдут спрос у инвесторов, учитывая традиционный повышенный интерес к бумагам продуктовых ритейлеров, а также хорошее кредитное качество заемщика. Выпуск интересен уже от нижней границы индикатива – с доходностью от 9,5% годовых.

Александр Полютков

Карта доходностей: Продуктовый ритейл



НЛМК(Вааз/ВВ+/ВВВ-): первичное предложение.

НЛМК выходит с относительно длинным выпуском, предлагая в целом неплохую доходность, особенно на фоне небольшого дисконта порядка 20-50 б.п. к облигациям Металлоинвеста, чей рейтинг на 2 ступени ниже. Бонды могут найти интерес с доходностью от 8,5% годовых.

НЛМК размещает облигации БО-13: на 5 млрд руб., УТР 8,48-8,68%, оферта – через 4 года...

НЛМК во 2 кв. показал неплохие результаты, несмотря на неблагоприятную конъюнктуру...

Комментарий. Вчера стало известно, что НЛМК планирует размещать биржевые облигации серии БО-13 объемом 5 млрд руб., индикатив купона составляет 8,25-8,50% годовых (УТР 8,42-8,68% годовых к 4-летней оферте). Книга заявок будет открыта 1 день – 7 октября, размещение намечено на 14 октября.

Напомним, что в середине августа НЛМК представил неплохие результаты за 2 кв. в сравнении с 1 кв. в части улучшения прибыльности бизнеса (ЕБИТДА margin составила 14,1% («+3,0 п.п.» (кв/кв)) и роста операционного денежного потока («+31,5%» до 330 млн долл.), несмотря на неблагоприятную конъюнктуру (см. наш комментарий от 13.08.2013 г.), хотя полугодовые результаты выглядят довольно слабо.

Уровень долга по итогам 1 пол. 2013 г. подрос (метрика Чистый долг/ЕБИТДА составила 2,2х против 1,9х в 2012 г.), но доля его короткой части снизилась практически вдвое (до 994 млн долл.) к 2012 г. и полностью покрывалась солидным запасом денежных средств на счетах (в 1,24 млрд долл.). Позитивным для кредитного профиля можно назвать более чем двукратное сокращение сарех компании относительно прошлогоднего уровня.

| Ключевые финансовые показатели, млн долл. | Металлоинвест (Ва2/ВВ-/ВВ-) | | | НЛМК (Вааз/ВВ+/ВВВ-) | | | Северсталь (Ва1/ВВ+/ВВ) | | | ММК (Ва3-/ВВ+) | | |
|--|-----------------------------|--------|-----------|----------------------|--------|-----------|-------------------------|--------|-----------|----------------|--------|-----------|
| | 1Н '12 | 1Н '13 | Изм., % | 1Н '12 | 1Н '13 | Изм., % | 1Н '12 | 1Н '13 | Изм., % | 1Н '12 | 1Н '13 | Изм., % |
| Выручка | 4 458 | 3 807 | -14,6% | 6 351 | 5 685 | -10,5% | 7 397 | 6 736 | -8,9% | 4 941 | 4 444 | -10,1% |
| Операционный денежный поток | 1 100 | 706 | -35,8% | 807 | 581 | -28,0% | 889 | 665 | -25,2% | 867 | 423 | -51,2% |
| ЕБИТДА | 1 642 | 1 230 | -25,1% | 1 028 | 718 | -30,2% | 1 249 | 909 | -27,2% | 662 | 547 | -17,4% |
| ЕБИТДА margin | 36,8% | 32,3% | -4,5 п.п. | 16,2% | 12,6% | -3,6 п.п. | 16,9% | 13,5% | -3,4 п.п. | 13,4% | 12,3% | -1,1 п.п. |
| Прибыль / (Убыток) | 890 | 621 | -30,2% | 451 | 72 | -0,8 | 629 | 4 | -1,0 | -35 | -136 | - |
| margin | 20,0% | 16,3% | -3,7 п.п. | 7,1% | 1,3% | -5,8 п.п. | 8,5% | 0,1% | -8,4 п.п. | отриц. | отриц. | - |
| | 2012 | 1Н '13 | Изм. % | 2012 | 1Н '13 | Изм. % | 2012 | 1Н '13 | Изм. % | 2012 | 1Н '13 | Изм. % |
| Активы | 10 352 | 9 740 | -5,9% | 18 458 | 17 638 | -4,4% | 15 707 | 14 895 | -5,2% | 16 292 | 14 284 | -12,3% |
| Денежные средства и эквиваленты | 468 | 380 | -18,9% | 951 | 1 241 | 30,4% | 1 726 | 1 494 | -13,5% | 362 | 164 | -54,7% |
| Долг | 6 471 | 5 971 | -7,7% | 4 632 | 4 786 | 3,3% | 5 710 | 5 454 | -4,5% | 3 866 | 3 332 | -13,8% |
| краткосрочный | 338 | 325 | -3,7% | 1 816 | 994 | -45,3% | 1 382 | 1 196 | -13,4% | 1 630 | 1 449 | -11,1% |
| долгосрочный | 6 133 | 5 646 | -7,9% | 2 816 | 3 792 | 34,7% | 4 327 | 4 258 | -1,6% | 2 236 | 1 883 | -15,8% |
| Чистый долг | 6 002 | 5 591 | -6,9% | 3 680 | 3 545 | -3,7% | 3 983 | 3 960 | -0,6% | 3 504 | 3 168 | -9,6% |
| Долг/ЕБИТДА | 2,5 | 2,8 | - | 2,4 | 3,0 | - | 2,7 | 3,1 | - | 2,9 | 2,7 | - |
| Чистый долг/ЕБИТДА | 2,4 | 2,6 | - | 1,9 | 2,2 | - | 1,9 | 2,2 | - | 2,6 | 2,6 | - |

Источник: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

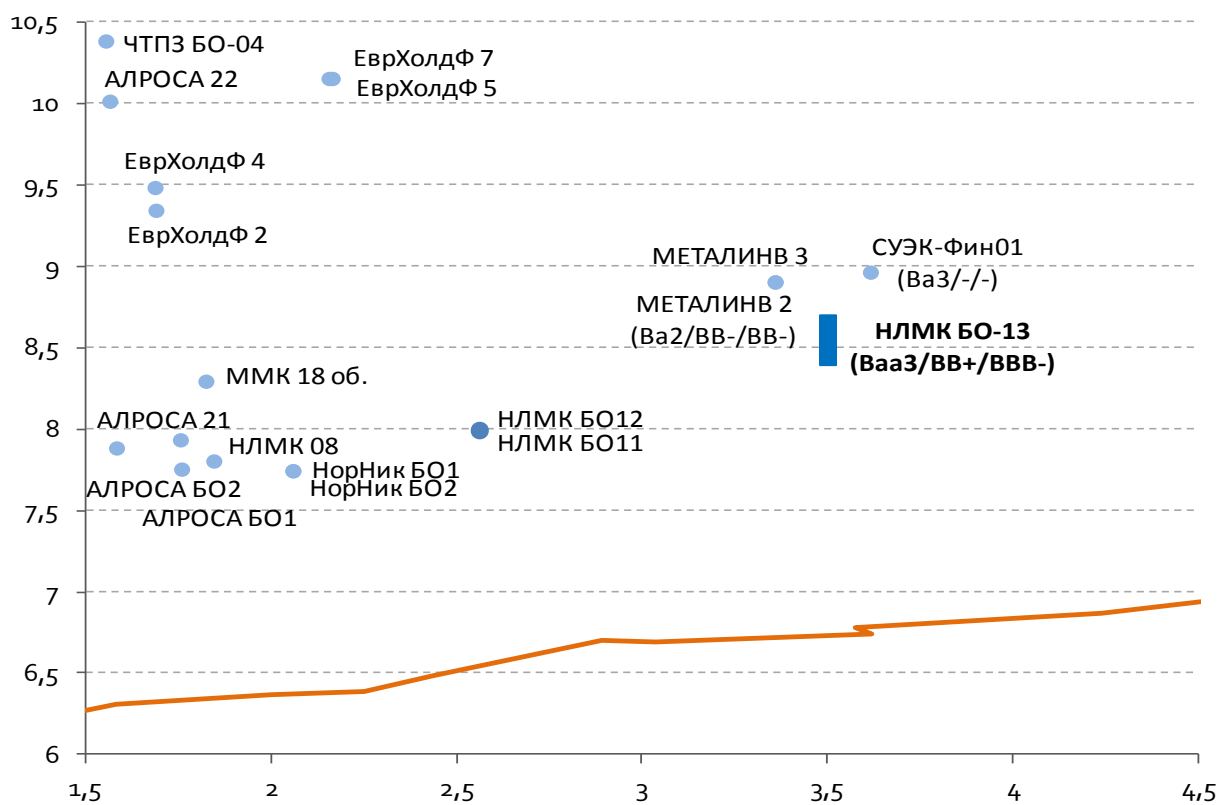
Напомним, что в начале августа НЛМК довольно успешно разместил два бонда серий БО-11 и БО-12 на 10 млрд руб., досрочно погасив в июне два выпуска облигаций серий БО-02 и БО-03 тем же объемом 10 млрд руб. Выпуски на вторичном рынке подросли в цене до 100,1-100,4% (УТР 8,0-8,14%/932 дн.). Сейчас НЛМК предлагает премию 30-60 б.п. к данным бумагам, что за разницу в срочности (1 год) выглядит вполне оправданно. Кроме того, на данном отрезке дюрации торгуются облигации Металлоинвеста (Ва2/ВВ-/ВВ-) серий 02 и 03 (УТР 8,9-9,0%/1334 дн.), к которым НЛМК предлагает небольшой дисконт 20-50 б.п. при разнице в рейтингах в 2 ступени.

Облигации НЛМК интересны с доходностью от 8,5% годовых...

Вместе с тем, напомним, что в июле агентство Fitch пересмотрело прогноз по рейтингу компании «ВВВ-» со Стабильного на Негативный из-за увеличения леввереджа в 2012 г. до уровня, выше ожиданий агентства. В то же время, на наш взгляд, солидный запас денежных средств на счетах НЛМК и сохраняющийся положительным свободный денежный поток должны оказать поддержку текущим рейтинговым оценкам. Тем не менее, данный факт может потребовать небольшой компенсации. На наш взгляд, новые бонды НЛМК могут найти интерес с доходностью от 8,5% годовых.

Александр Полютов

Карта доходностей: Metallургия



Кредитный комментарий

Кредитный комментарий

Кредитный комментарий

Контакты:**ОАО «Промсвязьбанк»**

109052, Москва, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**РУКОВОДСТВО**

| | | | |
|-----------------------|-----------------------|--|---------------|
| Николай Кашеев | Директор департамента | Kni@psbank.ru | доб. 77-47-39 |
|-----------------------|-----------------------|--|---------------|

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

| | | | |
|--------------------------|--------------------------|--|---------------|
| Евгений Локтюхов | Руководитель направления | LoktyukhovEA@psbank.ru | доб. 77-47-61 |
| Илья Фролов | Главный аналитик | FroloviG@psbank.ru | доб. 77-47-06 |
| Олег Шагов | Главный аналитик | Shagov@psbank.ru | доб. 77-47-34 |
| Владимир Гусев | Ведущий аналитик | GusevVP@psbank.ru | доб. 77-47-83 |
| Екатерина Крылова | Ведущий аналитик | KrylovaEA@psbank.ru | доб. 77-67-31 |

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

| | | | |
|--------------------------|--------------------------|--|---------------|
| Игорь Голубев | Руководитель направления | GolubevIA@psbank.ru | доб. 77-47-29 |
| Елена Федоткова | Главный аналитик | FedotkovaEV@psbank.ru | доб. 77-47-16 |
| Алексей Егоров | Ведущий аналитик | EgorovAV@psbank.ru | доб. 77-47-48 |
| Вадим Паламарчук | Ведущий аналитик | PalamarchukVA@psbank.ru | доб. 77-47-81 |
| Александр Полютов | Ведущий аналитик | PolyutovAV@psbank.ru | доб. 77-67-54 |

Управление торговли и продаж**Департамент финансовых рынков**

| | | | | |
|------------------------|--|--------------------|------------------------|---------------|
| Петр Федосенко | fedosenkopn@psbank.ru | +7 (495) 228-33-86 | Андрей Скабелин | доб. 70-47-56 |
| Богдан Круть | krutbv@psbank.ru | +7 (495) 228-39-22 | Иван Заволоснов | доб. 70-50-54 |
| Хмелевский Иван | khmelevsky@psbank.ru | +7 (495) 411-51-37 | | |
| Ольга Целинина | tselininanoi@psbank.ru | +7 (495) 228-33-12 | | |

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.