

Утренний Express-О

16 июля 2014 г.

Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Лента (В1/В+/-): операционные результаты за 1 пол. 2014 г.

Северсталь (Ва1/ВВ+/ВВ+) продает американскую угольную компанию.

Мечел (Саа1/-/-) договорился с ВТБ об отсрочке погашения кредитов на 15,8 млрд руб.

## Лента (В1/В+/-): операционные результаты за 1 пол. 2014 г.

Лента увеличила выручку на 38,3% (г/г) до 85,9 млрд руб., LfL – на 13,8% за счет роста трафика на 6,1% и среднего чека на 7,3%. Всего в январе-июне Лента открыла 5 гипермаркетов. Отметим, что Лента показала одни из самых высоких темпов роста выручки и LfL в отрасли. Ближе всего по динамике был Магнит (выручка прибавила на 28%, LfL – на 10,6%). Оптимистичный прогноз Лента дала и на весь 2014 год, ожидая роста годовой выручки на 34-38%, подтвердив планы по открытию 24 гипермаркетов и 15 супермаркетов. Высокие темпы роста Ленты могут привести к снижению рентабельности EBITDA в 2014 г. Облигации Лента низколиквидные.

**Лента представила операционные результаты за 1 пол. 2014 г.**

**Выручка показала лучший рост в отрасли – на 38,3% (г/г)...**

**LFL за 1 пол. 2014 г. вырос на 13,8%, причем за счет трафика на 6,1%...**

**Активное развитие сети обеспечило высокую динамику показателей...**

**Комментарий.** В 1 пол. 2014 г. Лента увеличила выручку на 38,3% (г/г) до 85,9 млрд руб., LfL – на 13,8% за счет роста трафика на 6,1% и среднего чека на 7,3%. Всего в январе-июне Лента открыла 5 гипермаркетов, а общее количество магазинов в сети достигло 96 (82 гипермаркета и 14 супермаркетов). При этом общая торговая площадь по итогам 1 пол. 2014 г. выросла на 37,2% (г/г) до 544 тыс. кв. м. (97% приходится на гипермаркеты).

Отметим, что среди ритейлеров (Магнит, X5, O'KEY), предоставивших свои операционные результаты за 1 пол., Лента показала одни из самых высоких темпов роста выручки и LfL. Ближе всего по динамике был Магнит (выручка прибавила на 28%, LfL – на 10,6%). Вместе с тем, если сравнить с сетью гипермаркетов O'KEY (сопоставимой по масштаба бизнеса), то Лента заметно обогнала ее по динамике как по выручке, так и по темпам расширения сети магазинов.

Вместе с тем, оптимистичный прогноз Лента дала и на весь 2014 год, ожидая роста годовой выручки на 34-38%, подтвердив ранее озвученные планы по открытию 24 гипермаркетов и 15 супермаркетов. В целом, высокие темпы роста выручки Ленты объясняются открытием новых гипермаркетов и супермаркетов, а также улучшением ценового предложения в магазинах и различными промо-акциями.

Ключевые операционные показатели	Лента (В1/В+/-)			O'KEY (-/В+)			X5 (В2/В+/-)			Магнит (-/ВВ/-)		
	1 пол. 13	1 пол. 14	Изм. %	1 пол. 13	1 пол. 14	Изм. %	1 пол. 13	1 пол. 14	Изм. %	1 пол. 13	1 пол. 14	Изм. %
Чистая выручка (млрд руб.):	62,1	85,9	38,3	63,9	71,7	12,3	259,4	299,0	15,3	272,8	348,9	27,9
Количество магазинов в сети	61	96	57,4	85	96	12,9	4 031	4 779	18,6	7 416	8 618	16,2
Торговая площадь, тыс. кв. м.	396	544	37,2	437	508	16,2	2 048	2 296	12,1	2 748	3 189	16,1
LFL	7,6%	13,8%		7,5%	4,0%		0,0%	7,2%		5,3%	10,6%	
трафик	n/a	6,1%		6,4%	7,0%		-3,1%	-0,6%		-0,4%	3,0%	
ср. чек	n/a	7,3%		1,1%	-2,9%		3,2%	7,8%		5,7%	7,5%	

Источники: данные компаний, PSB Research

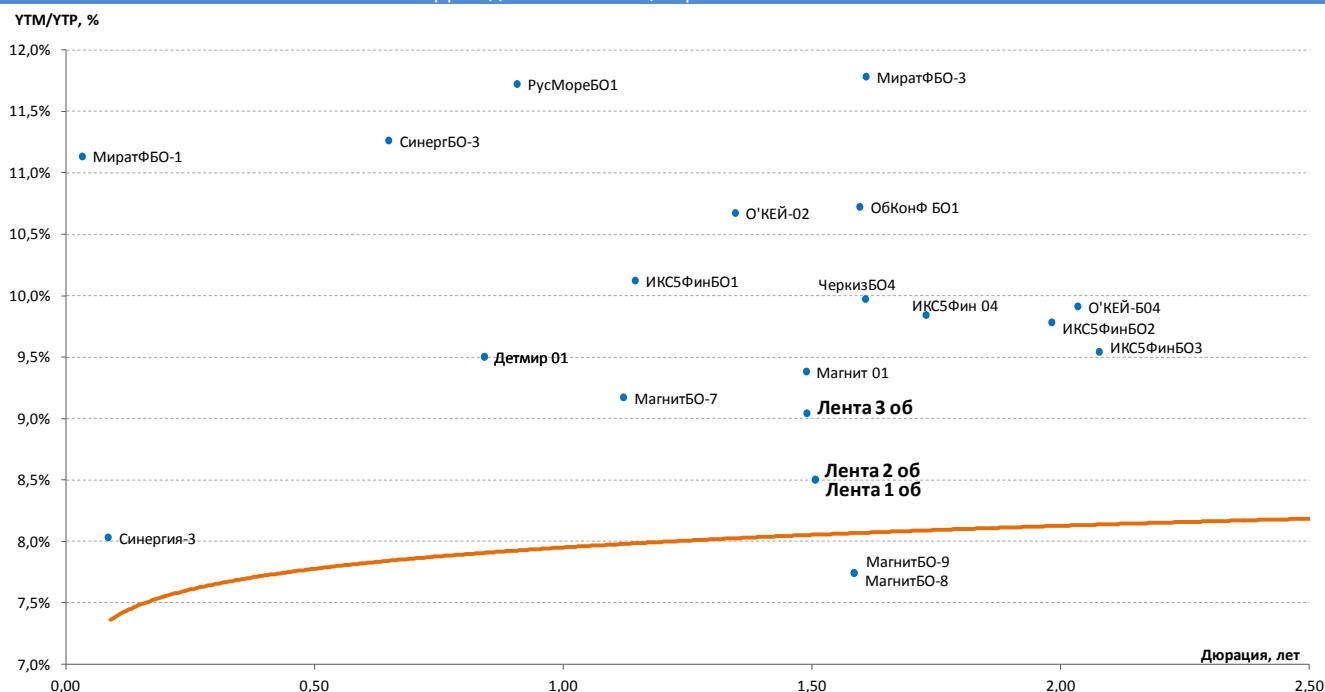
**Впрочем, на этом фоне можно ожидать снижения прибыльности бизнеса...**

**Облигации Ленты низколиквидные, торгуются ниже выпусков Магнита и Х5...**

В то же время высокие темпы роста могут привести к снижению рентабельности EBITDA в 2014 г., поскольку в общем объеме бизнеса сети возрастет доля новых магазинов, которые еще не успеют «вызреть» в течение года. Сама компания оценивает возможное снижение EBITDA margin на 1,2 п.п. относительно 2013 г. (11,4%). Не исключено, что при столь высоких темпах развития бизнеса, заданных Лентой, может возрасти уровень ее долговой нагрузки.

Облигации Лента по-прежнему низколиквидные, причем выпуск с наибольшей доходностью – Лента оз (УТР 9,04%/1,49 г.) уступает бумагам лидеров отрасли Магнит и Х5, которые при сопоставимой срочности предлагают лучшую доходность.

#### Доходности облигаций российских эмитентов



**Александр Полютов**

## Северсталь (Ва1/ВВ+/ВВ+) продает американскую угольную компанию.

Северсталь сообщила, что договорилась о продаже угольной компании PBS Coals в США канадской Corsa Coal. Сумма сделки составит 140 млн долл. – деньгами Северсталь получит 60 млн долл., 20 млн долл. будет перечислено позже, также Corsa Coal возьмет на себя экологические обязательства PBS на 60 млн долл. Продажа PBS Coals в условиях слабой конъюнктуры коксующегося угля – неплохой результат, впрочем, в 2008 г. Северсталь заплатила за нее 877 млн долл. и потери на этой сделке найдут отражение в отчетности. Тем не менее, масштаб сделки незначительный для Северстали и вряд ли отразится на кредитном качестве компании. Событие не окажет заметного влияния на евробонды Северстали, большее значение для компании может иметь возможная продажа металлургических заводов Dearborn и Columbus (США).

**Северсталь продает угольную PBS Coals в США за 140 млн долл...**

**Деньгами компания получит 60 млн долл., 20 млн долл. будет перечислено позже...**

**Еще 60 млн долл. перейдет**

**Комментарий.** Вчера Северсталь сообщила, что договорилась о продаже угольной компании PBS Coals в США канадской Corsa Coal. Сумма сделки составит 140 млн долл., из которых деньгами Северсталь получит 60 млн долл., еще 20 млн долл. будет заморожено на спецсчете до выполнения оговоренных условий сделки, также Corsa Coal возьмет на себя обязательства PBS по рекультивации и водоочистке на 60 млн долл.

PBS Coals владеет 13 шахтами и разрезами, двумя коксовыми заводами, общая мощность – 3,5 млн тонн угля в год. Отметим, что продажа угольных активов в США в условиях слабой конъюнктуры коксующегося угля неплохой результат, к тому же,

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

16 июля 2014

**покупателю  
в виде экологических  
обязательств...**

**Северсталь может  
отразить в отчетности  
потери от сделки –  
в 2008 г. актив покупался за  
877 млн долл...**

**Впрочем, ее масштаб  
незначительный  
для Северстали –  
не отразится на кредитном  
качестве...**

**Сделка, скорее, нейтральна  
для евробондов Severstal...**

**Большой эффект может  
иметь возможная продажа  
Dearborn и Columbus...**

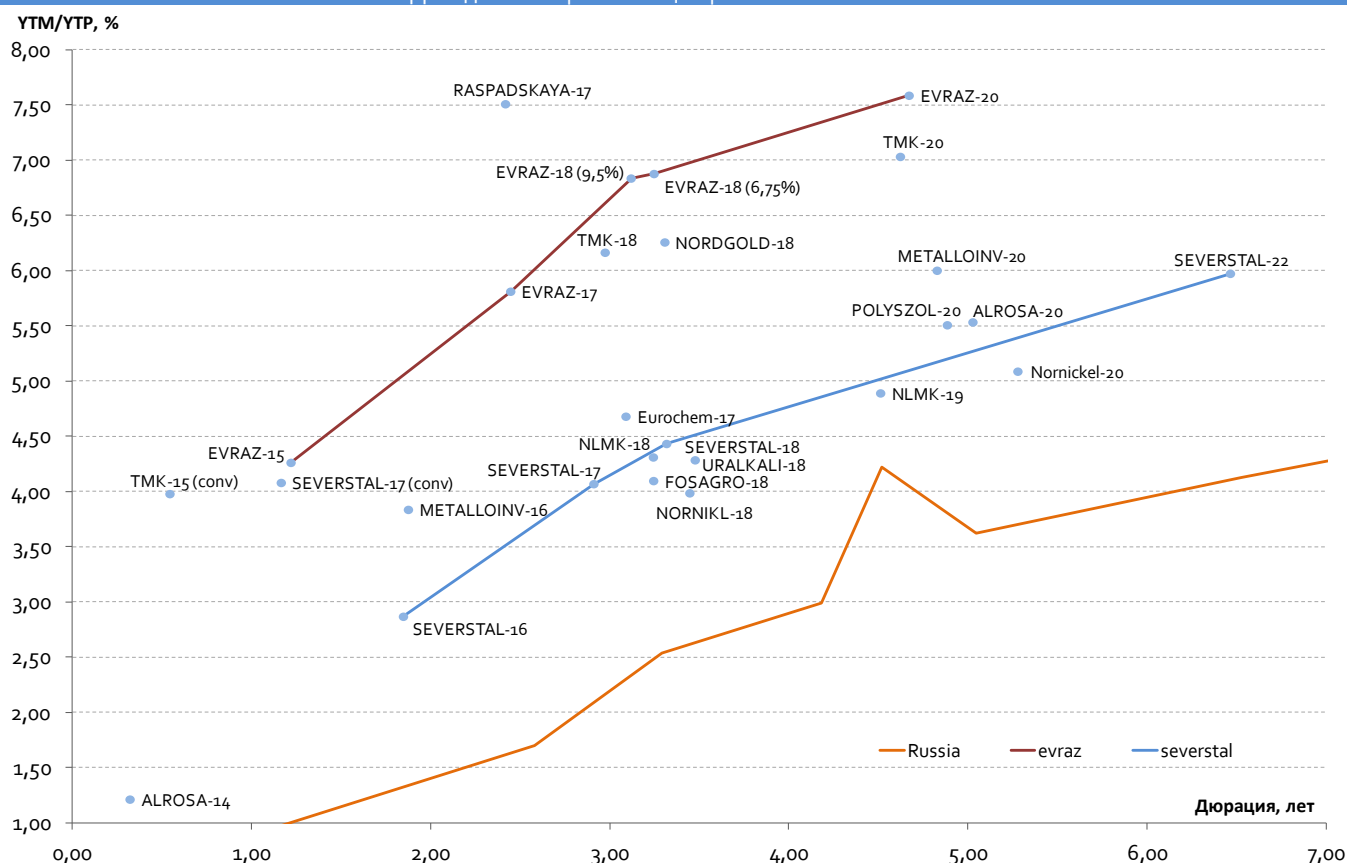
скорее всего, компания несла убытки. Впрочем, учитывая, что в 2008 г. Северсталь заплатила за этот актив 877 млн долл., то потери на этой сделке будут списаны и найдут отражение в отчетности.

На наш взгляд, сделка из-за незначительного масштаба для Северстали (выручка в 2013 г. была 13,3 млрд долл., EBITDA – 2,06 млрд долл.) вряд ли существенным образом отразится на кредитном качестве компании. Кроме того, данный актив не вписан в технологические цепочки Северстали, его продажа не повлияет на производственные и логистические процессы.

Напомним, что еще в мае в СМИ появлялась информация о возможной продаже металлургических заводов Северстали в США – Dearborn и Columbus за 1,5 млрд долл., а в качестве претендентов назывались US Steel Corp. и бразильская Companhia Siderurgica Nacional. Продажа этих активов могла бы снизить уровень долга Северстали, который, впрочем, по итогам 1 кв. 2014 г. был на приемлемом уровне – размер долга составлял 4,4 млрд долл., а метрика Чистый долг/EBITDA была 1,6x (целевой уровень компании – 1,5x). Риски рефинансирования на конец марта 2014 г. были незначительными – короткий долг в размере 779 млн долл. полностью покрывался запасом денежных средств на счетах на сумму 892 млн долл.

На наш взгляд, новость о продаже угольной компании в США не окажет заметного влияния на евробонды Северстали, большее значение для компании могла бы иметь более крупная сделка по продаже Dearborn и Columbus, также как и для бумаг, впрочем, их котировки уже отчасти учитывают данное событие.

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



16 июля 2014

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Северсталь (МСФО)		
	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %
Выручка	3 322	3 007	-9,5
Операционный денежный поток	109	488	347,4
ЕБИТДА	430	534	24,2
ЕБИТДА margin	12,9%	17,8%	-4,9 п.п.
Чистая прибыль	44	-100	-
margin	1,32%	отриц	-
	2013	1 кв. 2014	Изм. %
Активы	14 534	13 445	-7,5
Денежные средства и эквиваленты	1 036	892	-13,9
Долг	4 754	4 444	-6,5
краткосрочный	628	779	24,1
долгосрочный	4 127	3 666	-11,2
Чистый долг	3 718	3 552	-4,5
Долг/ЕБИТДА	2,3	2,1	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,8	1,6	

Источники: данные компании, PSB Research

Александр Полютов

## Мечел (Саа1/-/-) договорился с ВТБ об отсрочке погашения кредитов на 15,8 млрд руб.

Мечел сообщил, что договорился с ВТБ о пролонгации кредитов Южного Кузбасса и Якутугля в объеме 15,8 млрд руб. Начало погашения перенесено на апрель 2015 г., окончательный срок – на 2018 г. Таким образом Мечел, похоже, завершил реструктуризацию кредитов ВТБ на 40 млрд руб., о которой было объявлено еще в мае 2014 года. Событие имеет большое значение для Мечела, особенно в текущей ситуации, когда прорабатываются различные варианты спасения компании с участием правительства, ВЭБа и госбанков, но финального решения пока нет. Отсрочка по кредитам даст больше времени для урегулирования вопроса, а готовность госбанков реструктуризировать долг Мечела дает некую надежду, что спасение все-таки будет проходить не через процедуру банкротства. Новость умеренно позитивная для бондов Мечела, впрочем, риски по-прежнему довольно высоки – вопрос урегулирования долга остается открытым.

**Мечел договорился с ВТБ о пролонгации кредитов на 15,8 млрд руб.,...**

**...завершив реструктуризацию кредитов ВТБ на 40 млрд руб., анонсированную в мае...**

**Событие важное для Мечела, решение о способе спасения которого еще не принято...**

**Комментарий.** Вчера Мечел сообщил, что договорился с ВТБ о пролонгации кредитов дочерних компаний Южный Кузбасс и Якутуголь, предоставленных ранее в общем объеме 15,8 млрд руб. По новому графику начало погашения кредитов перенесено на апрель 2015 г. со сроком погашения в 2018 г. Общий объем перенесенных погашений составил 33,8 млрд руб., в том числе 18,6 млрд руб. в 2014 г., 6,4 млрд руб. – в 2015 г. и 8,8 млрд руб. – в 2016 г.

Таким образом Мечел, похоже, завершил реструктуризацию кредитов ВТБ на 40 млрд руб., о которой было объявлено еще в мае 2014 г., при этом была увеличена доля залога на 12,5% до 37,5% акций Мечел-Майнинг.

В целом, реструктуризация короткого долга со стороны ВТБ имеет большое значение для Мечела, перегруженного долгами (по итогам 2013 г. его размер был 9 млрд долл., короткий долг – 1,5 млрд долл., метрика Чистый долг/ЕБИТДА – 12х), особенно в текущей ситуации, когда прорабатываются различные варианты спасения компании с участием правительства, ВЭБа и госбанков, но финального решения пока нет (см. наш

**Факт реструктуризации дает некую надежду на спасение Мечела не через банкротство...**

**Новость умеренно позитивная для облигаций Мечела, но риски остаются высокими...**

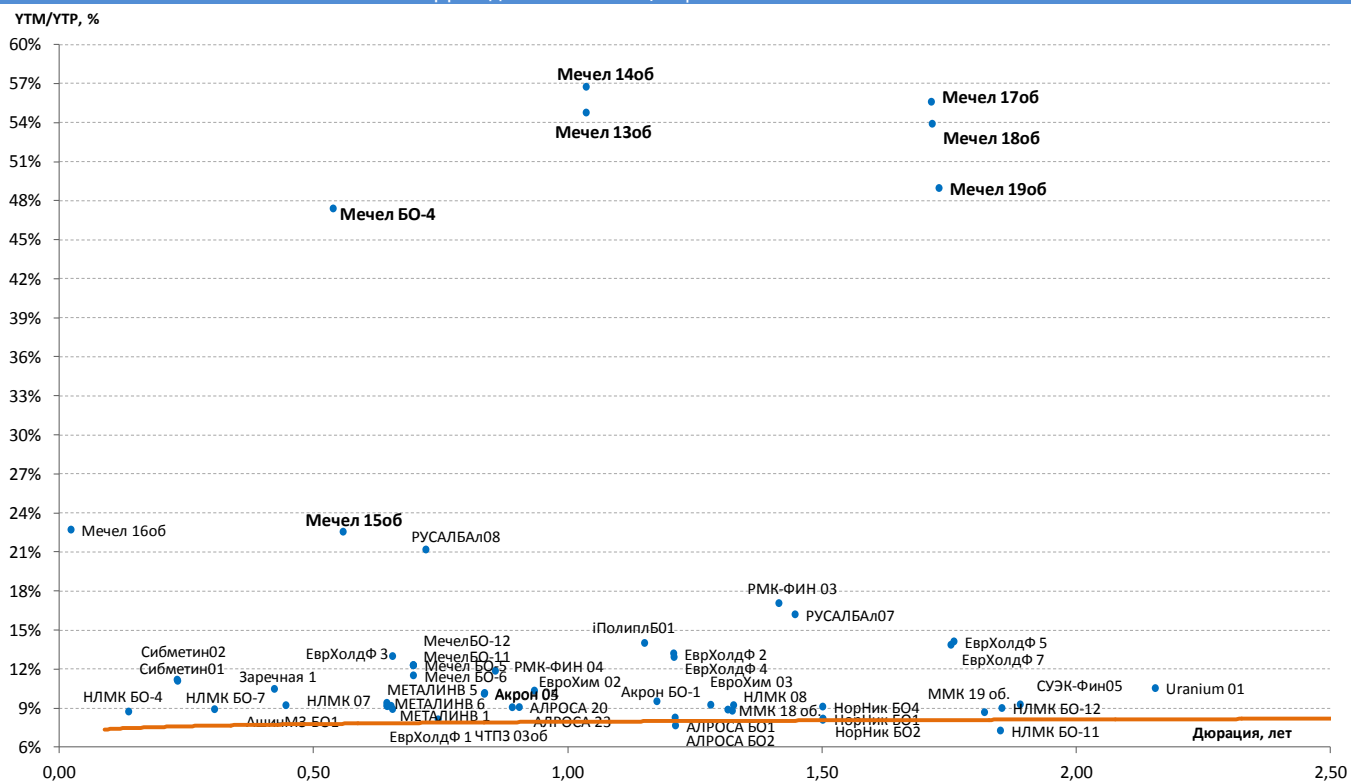
комментарий от [7 июля 2014 г.](#)). Отсрочка по кредитам даст больше времени для урегулирования данного вопроса, кроме того, готовность госбанков реструктуризировать долг Мечела дает некую надежду, что урегулирование долга все-таки будет проходить не через процедуру банкротства.

Новость умеренно позитивная для облигаций Мечела, впрочем, риски по-прежнему довольно высоки – вопрос реструктуризации остается открытым.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Мечел (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Выручка	10 631	8 576	-19,3
Операционный денежный поток	1 314	324	-75,4
ЕБИТДА	1 471	730	-50,4
ЕБИТДА margin	13,8%	8,5%	-5,3 п.п.
% расходы	-653	-742	14
Чистая прибыль	-1 665	-2 928	75,9
margin	отриц	отриц	-
	2012	2013	Изм. %
Активы	17 695	13 835	-21,8
Денежные средства и эквиваленты	294	269	-8,5
Долг	9 358	9 005	-3,8
краткосрочный	1 436	1 485	3,4
долгосрочный	7 922	7 520	-5,1
Чистый долг	9 064	8 737	-3,6
Долг/ЕБИТДА	6,4	12,3	
Чистый долг/ЕБИТДА	6,2	12,0	

Источники: данные компании, PSB Research

Доходности облигаций российских эмитентов



Александр Полютов

Кредитный комментарий

**Контакты:**

**ОАО «Промсвязьбанк»**  
**PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
 e-mail: RD@psbank.ru  
 Bloomberg: PSBF <GO>

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

**PSB RESEARCH**

**Николай Кашцев** KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

**Роман Османов** OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

**Евгений Локтюхов** LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

**Илья Фролов** FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

**Олег Шагов** Shagov@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

**Екатерина Крылова** KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

**Игорь Нуждин** NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

**Игорь Голубев** GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

**Елена Федоткова** FedotkovaEV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

**Алексей Егоров** EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

**Александр Полютов** PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

**Алина Арбекова** ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

**Дмитрий Монастыршин** Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

**Дмитрий Грицкевич** Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

**Пётр Федосенко** FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

**Богдан Круть** KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22

**Иван Хмелевский** Khmelevsky@psbank.ru +7 (495) 411-51-37

**Ольга Целинина** TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

**Юлия Рыбакова** Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68

**Евгений Жариков** Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

**Денис Семеновых** SemenovyxDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

**Николай Фролов** FrolovN@psbank.ru +7 (495) 228-39-23

**Борис Холжигитов** KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

**Андрей Скабелин** Skabelin@psbank.ru +7 (495) 411-51-34

**Иван Заволоснов** ZavolosnovIV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

**Александр Сурпин** SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

**Виктория Давитиашвили** DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

**Алексей Кулаков** KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

**Михаил Маркин** MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ**

**Сергей Миленин** Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

**Александр Бараночников** Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Павел Науменко** NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

**Сергей Устиков** UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

**Александр Орехов** OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**Игорь Федосенко** FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

**Виталий Туруло** TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

16 июля 2014

© 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.