

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Наталья Толстошеина  
n.tolstosheina@zenit.ru

#### Северсталь (BB+/Ba1/BB+): нейтральные операционные результаты за 3К15

Вчера Северсталь опубликовала операционные показатели за 3К15, которые мы оцениваем как нейтральные. В 3К15 компания увеличила выплавку стали на 1.6% кв/кв до 2 893 тыс. тонн, производство чугуна – на 1% кв/кв до 2 313 тыс. тонн. Рост выпуска чугуна и стали компания объясняет эффектом низкой базы: во 2К15 Северсталь осуществляла ремонт конвертера и двух установок непрерывной разливки стали.

Дивизион «Северсталь Ресурс» в 3К15 продемонстрировал, по нашему мнению, неоднозначные результаты. В 3К15 реализация концентрата коксующегося угля без учета внутригрупповых продаж уменьшилась на 4.7% кв/кв до 431 тыс. тонн. Кроме того, в завершившемся квартале по сравнению со 2К15 снизились контрактные цены в рублях на коксующийся уголь ОАО «Воркутауголь», что, в купе с девальвацией рубля, привело к снижению долларовых цен на 30% кв/кв. В то же время, приближение отопительного сезона способствовало увеличению продаж энергетического угля на 36.7% кв/кв до 579 тыс. тонн. Кроме того, в 3К15 продажи железорудного сырья увеличились на 12.7% кв/кв до 1 688 тыс. тонн, чему способствовало сезонное увеличение поставок сырья сторонним компаниям. На фоне роста поставок железорудных окатышей и концентрата Северсталь смогла увеличить рублевые цены реализации данных видов сырья, что позволило частично сгладить негативный эффект от девальвации рубля на динамику долларовых цен в 3К15. В частности, в 3К15 цены реализации железорудных окатышей в долларах снизились на 13% кв/кв, концентрата – на 14% кв/кв, в то время как средний курс рубля опустился относительно доллара и евро на 19% кв/кв и 20% кв/кв соответственно.

В 3К15 дивизион «Северсталь Российская сталь» увеличил совокупный объем реализации проката на 15.7% г/г до 2 366 тыс. тонн за счет наращивания отгрузки всех видов проката. Поддержку результатам компании оказало сезонное увеличение потребления стальной продукции в России в 3К15. Реализация продукции конечного передела в 3К15 увеличилась незначительно, на 1.5% кв/кв до 534 тыс. тонн, поскольку рост продаж метизной продукции и прочих трубных изделий и профилей практически полностью был нивелирован сокращением объема реализации ТБД. В 3К15 на фоне роста спроса на стальную продукцию Северсталь повысила рублевые цены на отдельные ее виды. Тем не менее, девальвация рубля в 3К15 привела к заметному (в пределах 12-28% кв/кв.) снижению долларовых цен реализации металлургической продукции компании

По нашим оценкам, девальвация рубля, ставшая основной причиной снижения долларовых цен реализации основных видов продукции Северстали, с одной стороны, и увеличение объемов реализации стальной продукции, железорудного сырья и энергетического угля, с другой, транслируются в снижение выручки в отчетности Северстали за 3К15 примерно на 9% кв/кв. По нашим ожиданиям, в отчетном квартале Северсталь сохранит рентабельность по EBITDA на довольно высоком уровне (в 1К15 EBITDA margin Северстали составила 38.5%, во 2К15 – 32.2%).

За последние два месяца евробонды российских металлургов смотрелись неплохо по сравнению с рынком в терминах спредов к UST. Сужение спредов к кривой доходности американских госбумаг в среднем составило 20-40 бп. Исключением же стали выпуски Северстали, которые напротив продемонстрировали незначительное, но все же расширение спредов в районе 5-

#### Динамика операционных показателей Северстали

тыс. тонн	9M15	9M14	%
Производство чугуна	6 908	6 755	2,3%
Производство стали	8 700	8 410	3,5%
<b>Реализация угля, в т.ч.</b>	<b>2 724</b>	<b>2 494</b>	<b>9,2%</b>
Концентрат коксующегося угля	1 258	1 206	4,3%
Сырой коксующийся уголь	9	58	-85,0%
Энергетический уголь	1 457	1 230	18,4%
<b>Реализац. железорудн. сырья</b>	<b>4 664</b>	<b>4 458</b>	<b>4,6%</b>
Окатыши	4 308	4 326	-0,4%
Концентрат	356	132	x2,7
Реализация полуфабрикатов	297	275	8,0%
<b>Реализация проката, в т.ч.</b>	<b>6 384</b>	<b>6 137</b>	<b>4,0%</b>
Горячекатаный	3 055	2 837	7,7%
Толстолистовой	519	643	-19,3%
Холоднокатаный	1 007	1 092	-7,8%
Оцинков. лист и др. мет. покрыт.	476	429	11,0%
Сортовой	1 011	813	24,3%
С полимерным покрытием	317	322	-1,6%
<b>Реализ. конеч. передела, в т.ч.</b>	<b>1 524</b>	<b>1 354</b>	<b>12,5%</b>
Метизная продукция	462	485	-4,7%
Трубы большого диаметра	418	250	67,3%
Прочие трубные изделия, профили	643	619	3,9%

тыс. тонн	3К15	2К15	%
Производство чугуна	2 313	2 289	1,0%
Производство стали	2 893	2 848	1,6%
<b>Реализация угля, в т.ч.</b>	<b>1 010</b>	<b>876</b>	<b>15,3%</b>
Концентрат коксующегося угля	431	453	-4,7%
Сырой коксующийся уголь	н/д	н/д	-
Энергетический уголь	579	423	36,7%
<b>Реализац. железорудн. сырья</b>	<b>1 688</b>	<b>1 498</b>	<b>12,7%</b>
Окатыши	1 516	1 429	6,1%
Концентрат	172	69	x2,5
Реализация полуфабрикатов	102	88	15,8%
<b>Реализация проката, в т.ч.</b>	<b>2 366</b>	<b>2 044</b>	<b>15,7%</b>
Горячекатаный	1 109	1 018	8,9%
Толстолистовой	165	162	1,4%
Холоднокатаный	368	335	9,7%
Оцинков. лист и др. мет. покрыт.	202	140	43,7%
Сортовой	376	303	24,3%
С полимерным покрытием	147	85	72,1%
<b>Реализ. конеч. передела, в т.ч.</b>	<b>534</b>	<b>526</b>	<b>1,5%</b>
Метизная продукция	170	154	10,5%
Трубы большого диаметра	131	166	-21,5%
Прочие трубные изделия, профили	233	205	13,3%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

15 бп. Тем самым минимальный дисконт к выпускам НЛМК был полностью нивелирован и на текущий момент CHMFRU'18 уже торгуется на сопоставимом с NLMK'18 уровне 400 бп. к UST. Учитывая отсутствие явных поводов для негативной динамики в выпусках Северстали, а также публикацию нейтральных операционных данных, мы ожидаем сохранение текущих спредов по бумагам компании.

## X5 RG (BB-/Ba3/BB): сильные операционные результаты за 3К15 и 9М15

Вчера X5 опубликовала операционные результаты за 3К15 и в целом за 9М15, которые мы оцениваем как сильные. В 3К15 чистая розничная выручка X5 увеличилась на 28.3% г/г до 195 млрд руб., за 9М15 – на 27.6% г/г 575.7 млрд руб. в результате высоких темпов расширения розничной сети и хорошей динамики сопоставимых продаж. В частности, в 3К15 X5 открыла 522 дискаунтера «Пятерочка» торговой площадью 219 тыс. кв. м и 19 магазинов других форматов. В результате, за 3К15 общая торговая площадь всей сети увеличилась на 8.3% кв/кв, за 9М15 прирост составил 29.6% г/г (до 3 080 тыс. кв. м).

В 3К15 сопоставимые продажи всей сети X5 выросли на 13.1% г/г, что стало следствием увеличения среднего чека на 11.3% г/г, а также небольшого повышения трафика (на 1.6% г/г). В 3К15 наилучшую динамику сопоставимых продаж продемонстрировали дискаунтеры и гипермаркеты. В частности, в 3К15 LFL-выручка магазинов «Пятерочка» выросла на 15.2% г/г за счет роста среднего чека на 12.4% г/г и трафика на 2.4% г/г, LFL-выручка сети «Карусель» - на 13.3% г/г (средний чек увеличился на 5.1% г/г, трафик – на 7.8%). В 3К15 в супермаркетах «Перекресток» был зафиксирован отток покупателей (трафик сократился на 4.7% г/г), поэтому, несмотря на значительную продовольственную инфляцию и рост среднего чека в супермаркетах на 10.5% г/г, динамика LFL-продаж оставалась достаточно слабой, на уровне 5.4% г/г. Тем не менее, в 3К15 компания отметила постепенное уменьшение оттока покупателей в супермаркетах: в июле 2015 г. трафик сократился на 7.4%, в августе – на 5.6%, а в сентябре – на 0.8%.

В целом по итогам 9М15 сопоставимые продажи по всем форматам магазинов X5 выросли на 15.2% г/г, в основном, за счет увеличения среднего чека на 12.7% г/г (трафик по сети вырос на 2.2% г/г). Наиболее сильная динамика была отмечена по дискаунтерам «Пятерочка», где средний чек вырос на 14.2% г/г, трафик – на 3.6% г/г, а LFL-выручка - на 18.4% г/г. Динамика сопоставимых продаж по сети «Перекресток» находилась под давлением оттока покупателей (за 9М15 трафик снизился на 5% г/г) и составила по итогам 9М15 6.6% г/г. Следует отметить, что, по сравнению с крупнейшей российской розничной сетью (Магнит), X5 продемонстрировала более быстрые темпы роста сопоставимых продаж и чистой розничной выручки как по результатам 3К15, так и в целом по итогам 9М15. Это стало следствием более быстрого роста среднего чека по магазинам X5, положительной динамики трафика в сети X5 (в сети «Магнит» в 3К15 и за 9М15 был отмечен отток покупателей), а также опережающих темпов прироста новых торговых площадей. В частности, в 3К15 LFL-выручка Магнита увеличилась на 3.5% г/г, чистая розничная выручка – на 21.5% г/г, за 9М15 – аналогичные показатели лидера рынка выросли соответственно на 8.7% г/г и 27% г/г.

На текущий момент на рублевом рынке X5 представлен тремя выпусками. При этом 20 октября компания планирует разместить семилетний выпуск серии БО-4 объемом 5 млрд руб. с офертой через 3.5 года. По итогам сбора заявок доходность по выпуску была определена в размере 12.26% годовых, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 175 бп. на дюрацию 2,93 г. На наш взгляд, наиболее интересной альтернативой данному размещению являются бумаги X5 с дюрацией от полугода до 1 года, торгующиеся на текущий момент со средним спредом 190 бп к ОФЗ. В то же время, инвесторы, готовые нести более высокие риски, могут обратить внимание на облигации O'Кей (Fitch: B+/Stable), эти бумаги торгуются с премией 260 бп к ОФЗ.

### Динамика операционных показателей X5 RG за 9М15

	9М15	9М14	%
<b>Всего магазинов, в т.ч.</b>	<b>6 512</b>	<b>5 005</b>	<b>30,1%</b>
Дискаунтеры ("Пятерочка")	5 795	4 342	33,5%
Гипермаркеты ("Карусель")	84	81	3,7%
Супермаркеты ("Перекресток")	451	389	15,9%
Магазины у дома ("Экспресс")	182	193	-5,7%
<b>Торговая площадь (тыс.кв.м.)</b>	<b>3 080</b>	<b>2 376</b>	<b>29,6%</b>
Дискаунтеры ("Пятерочка")	2 221	1 580	40,6%
Гипермаркеты ("Карусель")	365	357	2,1%
Супермаркеты ("Перекресток")	458	400	14,6%
Магазины у дома ("Экспресс")	36	39	-7,8%
<b>LFL-прирост 9М15 к 9М14</b>	<b>Продажи, RUR</b>	<b>Ср.чек, RUR</b>	<b>Трафик</b>
<b>Итого по Компании, в т.ч.</b>	<b>15,2%</b>	<b>12,7%</b>	<b>2,2%</b>
Гипермаркеты ("Карусель")	11,1%	8%	2,9%
Супермаркеты ("Перекресток")	6,6%	12,2%	-5%
Дискаунтеры ("Пятерочка")	18,4%	14,2%	3,6%
Магазины у дома ("Экспресс")	2,7%	6,3%	-3,4%
<b>млн руб.</b>	<b>9М15</b>	<b>9М14</b>	<b>%</b>
<b>Розничная выручка, в т.ч.</b>	<b>575 671</b>	<b>451 036</b>	<b>27,6%</b>
Дискаунтеры ("Пятерочка")	418 207	309 876	35,0%
Супермаркеты ("Перекресток")	93 098	83 265	11,8%
Гипермаркеты ("Карусель")	56 062	49 728	12,7%
Магазины у дома ("Экспресс")	8 304	7 299	13,8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

# 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>
<b>Управление продаж</b>		<a href="mailto:bondsales@zenit.ru">bondsales@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Акции	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>
<b>Управление рынков долгового капитала</b>		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
<b>Департамент доверительного управления активами</b>		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
	Иван Рыжиков	<a href="mailto:i.ryzhikov@zenit.ru">i.ryzhikov@zenit.ru</a>
Доверительное управление активами	Яков Петров	<a href="mailto:y.petrov@zenit.ru">y.petrov@zenit.ru</a>

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.