

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

**Северсталь (BB+/Ba1/BB): сильный 4K13 позволил компании улучшить результаты за весь 2013 г.; евробонды компании оценены справедливо**

Вчера Северсталь опубликовала финансовую отчетность за 4K13 и 2013 г. в целом. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. По итогам 2013 г. выручка компании сократилась на 5.6% г/г (до 13 312 млн. долл.), показатель EBITDA – на 4.4% г/г (до 2 063 млн. долл.), в результате, рентабельность по EBITDA составила 15.5%, сохранившись на уровне 2012 г. Отметим, что динамика финансовых результатов Северстали была обусловлена, прежде всего, продолжившемся в прошлом году снижением цен на металлургическое сырье и конечную продукцию. Так, несмотря на рост в 2013 г. объемов продаж более маржинальной продукции металлургического сегмента (продажи проката выросли на 7% г/г, а продукции конечного передела – на 7.5% г/г), выручка Северстали сократилась, поскольку увеличения физических объемов реализации было недостаточно для компенсации негативного влияния ценового фактора. К этому стоит добавить и сокращение отгрузок сырья: в 2013 г. общие отгрузки угля снизились на 10.1% г/г, сократилась реализация, как сырого коксующегося угля, так и концентрата, тогда как объемы продаж энергетического угля остались на уровне 2012 г. Средние цены реализации на прокат и конечный передел российского дивизиона продемонстрировали в 2013 г. снижение на 9-15% г/г, средняя цена коксующегося угля упала примерно на 20% г/г, тогда как цена на окатыши сохранилась примерно на уровне 2012 г. В то же время, средняя цена на прокат американского дивизиона в 2013 г. сокращалась умеренно – общее снижение составило 4% г/г.

В то же время, необходимо отметить, что во 2П13 Северсталь последовательно улучшала динамику финансовых результатов г/г, отыграв большую часть снижения 1П13, при этом заметный вклад внесли итоги 4K13, которые оказались лучше ожиданий. С точки зрения показателей отдельных дивизионов, лучшую динамику в 2013 г. показали американские активы – дивизион «Северсталь Интернэшнл» сохранил выручку на уровне 2012 г., а EBITDA дивизиона выросла почти на треть г/г. Дивизион «Северсталь Российская Сталь» в прошлом году показал более-менее нейтральную динамику, снизив выручку на 6.8% г/г и увеличив EBITDA на 5.3% г/г. Слабым местом компании по-прежнему остается сырьевой дивизион: в 2013 г. «Северсталь Ресурс» снизил выручку на 11.3% г/г, EBITDA упала на 17.5% г/г. Впрочем, благодаря сильному 4K13 показатели дивизиона по году в целом все же улучшились по сравнению с 9M13, по итогам которого выручка компании снизилась на 14.5% г/г, а EBITDA – на 31.2% г/г.

Свободный денежный поток компании (чистый операционный денежный поток за вычетом CAPEX) по итогам 2013 г. вырос на 32.5% г/г (до 400 млн. долл.), что, с одной стороны, стало следствием снижения капитальных расходов, как в абсолютном (на 18.6% г/г – до 1 178 млн. долл.), так и в относительном выражении (до 0.6x EBITDA против 0.7x в 2012 г.). Отметим, что в текущих условиях Северсталь уделяет повышенное внимание поддержанию достаточного уровня ликвидности, в результате чего компания в 2013 г. отказалась от расширения мощностей, ограничиваясь только поддерживающими капвложениями. В частности, компания отказалась от участия в новых проектах в Бразилии и США, а итоговый объем CAPEX в 2013 г. оказался даже ниже прогноза (около 1.3 млрд. долл.). Кроме того,

### Ключевые финансовые показатели Северстали по МСФО за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка	13 312	14 104	-5.6%
EBITDA	2 063	2 158	-4.4%
Операционная прибыль	1 258	1 383	-9.0%
Чистая прибыль	89	820	-89.1%
Рентабельность по EBITDA	15.5%	15.3%	0.2 пп
Операционная рентабельность	9.5%	9.8%	-0.4 пп
Чистая рентабельность	0.7%	5.8%	-5.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	1 981	2 190	-9.5%
Чистый операцион. ден. поток	1 578	1 750	-9.8%
CAPEX (включая НМА)	1 178	1 448	-18.6%
Свободный денежный поток	400	302	32.5%
млн. долл.	2013	2012	%
Активы	14 534	15 707	-7.5%
в т.ч. денежные средства	1 036	1 726	-40.0%
Долг*	4 754	5 710	-16.7%
доля краткосрочного долга	13.2%	24.2%	-11.0 пп
Чистый долг	3 718	3 984	-6.7%
Капитал	7 000	7 215	-3.0%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	2.3x	2.6x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	1.8x	1.8x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.3x	5.0x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.8x	-

\* включая обязательства по лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

поддержку денежным потокам Северстали оказал сильный для компании 4K13, что позволило в целом по 2013 г. замедлить темпы сокращения чистого операционного денежного потока до 9.8% г/г (против снижения на 34.6% г/г по итогам 9M13). В результате, примерно половина свободного денежного потока компании за 2013 г. была направлена на дивиденды (составили 213 млн. долл.), а оставшаяся часть – на погашение долга.

Долг Северстали на конец 2013 г. снизился на 16.7% по сравнению с началом года (до 4 754 млн. долл.), при этом произошло и улучшение структуры долга – доля краткосрочных обязательств снизилась до 13.2% против 24.2% на начало года. Вместе с тем, сокращение долга было на  $\frac{3}{4}$  профинансировано за счет денежных средств на балансе, объем которых снизился на 40% по сравнению с началом года (до 1 036 млн. долл.). В результате, долговая нагрузка Северстали в терминах чистый долг/ЕБИТДА не изменилась по сравнению с началом года, сохранившись на уровне 1.8x. Тем не менее, сохранение умеренного уровня долговой нагрузки в условиях непростой рыночной конъюнктуры, на наш взгляд, позитивно само по себе. Кроме того, уровень долговой нагрузки на конец 4K13 все же снизился по сравнению с 2.1-2.2x, которые компания удерживала по итогам первых 3-х кварталов 2013 г. Отметим, что в 2014 г. Северсталь намерена продолжить сокращать уровень долга. Так, объем погашения может составить около 1 153 млн. долл., из которых 628 млн. долл. приходится на краткосрочные обязательства, а 525 млн. долл. – на досрочное погашение бондов североамериканской Columbus. Согласно комментария менеджмента, компания не намерена рефинансировать эти долги, а будет погашать их за счет генерируемого денежного потока и накопленной на балансе ликвидности. В этом случае долговая нагрузка Северстали к концу 2014 г. может снизиться до 1.3-1.5x в терминах чистый долг/ЕБИТДА. Напомним, что на конец прошлого года компания располагала денежными средствами свыше 1 млрд. долл., кроме того, ей были доступны невыбранные кредитные линии на 1.5 млрд. долл. Отметим также, что кредитные метрики Северстали по итогам 2013 г. дают нейтральную проекцию на ее рейтинги с учетом ключевых критериев рейтинговых агентств. В то же время, при сохранении текущего положительного импульса в финансах компании (восстановление операционной рентабельности, сокращение долговой нагрузки), Северсталь вполне может рассчитывать на положительные рейтинговые действия в перспективе.

С начала года короткий евробонд CHMFRU'16 оказался в лидерах рынка, его спрэд к кривой UST практически не изменился, сохранившись на уровне 280-290 бп. Более длинные бумаги двигались, в целом, вместе с рынком расширив спрэды к кривой UST на 20-40 бп (до 360 бп для CHMFRU'17 и CHMFRU'18, и до 390 бп – для CHMFRU'22). В рамках сектора отметим, что длинные евробонды компании вновь торгуются с премией 10-20 бп к близким по дюрации бондам НЛМК (BB+/Baа3/BBB-), тогда как недавно наблюдалась довольно необычная картина, когда CHMFRU'18, наоборот, торговался с дисконтом 10-20 бп к NLMKRU'18. Это было обусловлено тем, что бонд Северстали с начала года демонстрировал более активный ценовой рост по сравнению с бумагами НЛМК, однако после начала коррекции в середине января, просадка CHMFRU'18 оказалась куда более заметной, при этом к текущему моменту NLMKRU'18 отыграл большую часть снижения, чего совсем нельзя сказать о CHMFRU'18.

### Динамика операционных показателей Северстали в 2013 г.

тыс. тонн	2013	2012	%
<b>Производство чугуна, в т.ч.</b>	<b>10 719</b>	<b>10 257</b>	<b>4.5%</b>
"Северная Америка"	1 959	1 850	5.9%
"Российская сталь"	8 759	8 407	4.2%
<b>Производство стали, в т.ч.</b>	<b>15 691</b>	<b>15 140</b>	<b>3.6%</b>
"Северная Америка"	4 980	4 587	8.6%
"Российская сталь"	10 712	10 554	1.5%
<b>Реализация угля, в т.ч.</b>	<b>6 331</b>	<b>7 039</b>	<b>-10.1%</b>
Концентрат коксующегося угля	3 413	4 073	-16.2%
Сырой коксующийся уголь	558	622	-10.3%
Энергетический уголь	2 360	2 343	0.7%
<b>Реализация железорудн. сырья</b>	<b>6 252</b>	<b>6 190</b>	<b>1.0%</b>
Окатыши	5 942	6 190	-4.0%
Концентрат	310	-	-
<b>Реализация полуфабрикатов</b>	<b>412</b>	<b>853</b>	<b>-51.7%</b>
<b>Реализация проката, в т.ч.</b>	<b>12 814</b>	<b>11 971</b>	<b>7.0%</b>
Горячекатаный лист	6 615	6 194	6.8%
Толстолистовой прокат	772	684	12.9%
Холоднокатаный лист	1 901	1 835	3.6%
Оцинкованный лист и др. мет. покрыт.	2 189	2 071	5.7%
Сортавой	889	818	8.7%
С полимерным покрытием	448	368	21.7%
<b>Реализ. конеч. передела, в т.ч.</b>	<b>1 914</b>	<b>1 781</b>	<b>7.5%</b>
Метизная продукция	854	827	3.3%
Трубы большого диаметра	321	318	0.9%
Прочие трубные изделия, профили	739	636	16.2%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

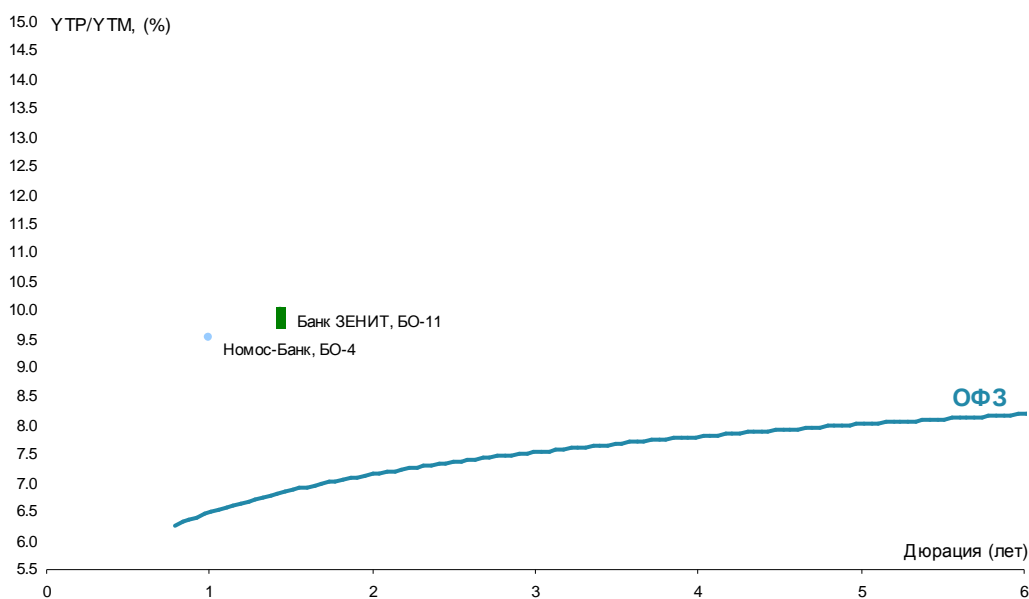
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / BB-	да	5 000	9.52	26.02.2014	28.02.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / B+	да	6 000	9.73-9.99	04.03.2014	06.03.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 5 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
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Aaa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 0.50 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Aaa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
Роснефть, БО-06	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
РЖД, БО-10	BBB / Aaa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	18.12.2013	н/д
ЛК Уралсиб, БО-14	- / - / B+	да	1 000	н/д / 100%	Конкурс	9.31	16.12.2013	нет / 2.66 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>

<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>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@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>	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Количественный 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>

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	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>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@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.