

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Северсталь (BB+/Ba1/BB): умеренно-негативный операционный отчет по итогам 1K14, евробонды компании, обогнав рынок, обладают повышенным коррекционным потенциалом

Вчера Северсталь опубликовала операционный отчет по итогам 1K14, который мы оцениваем умеренно-негативно. После достаточно успешного для компании 4K13, объем отгрузок в 1K14 скорректировался: объем продаж проката снизился в целом на 6% кв/кв (до 3.1 млн. тонн), при этом больше всего пострадали более маржинальные виды проката: холоднокатаный лист (снижение на 6.8% кв/кв), оцинкованный лист (на 9.1% кв/кв) и лист с полимерным покрытием (продажи упали сразу на 33.3%). Снизились и продажи продукции высокого передела: на 10.8% кв/кв (до 396 тыс. тонн) в целом, сильнее всего сократились отгрузки труб большого диаметра – на 23.5% кв/кв (до 75 тыс. тонн). В то же время, реализация полуфабрикатов по итогам 1K14 сохранилась на уровне 4K13 и составила 90 тыс. тонн. В майнинге ситуация выглядит еще более печально: общие отгрузки железорудного сырья снизились на 16.2% кв/кв (до 1.5 млн. тонн), в том числе сокращение объема продаж окатышей составило 13.9% кв/кв (до 1.48 млн. тонн). Общие продажи угля сократились на 31.2% кв/кв (до 949 тыс. тонн), в основном, из-за падения объемов реализации коксующегося концентрата на 37.8% кв/кв (до 471 тыс. тонн) и энергетического угля – на 23.2% кв/кв (до 446 тыс. тонн). Средние цены реализации в 1K14, в основном, продолжили снижение. Так, цена коксующегося концентрата снизилась на 5.9% кв/кв, окатышей – почти не изменилась (-0.9% кв/кв), в то время как цена российского горячекатаного проката снизилась на 5.3% кв/кв, а американского проката – почти не изменилась (+0.7% кв/кв).

Если посмотреть на операционные итоги в годовом сопоставлении, то динамика отгрузок будет несколько лучше. Так, продажи проката снизились лишь на 1.7% г/г, в основном за счет снижения продаж горячекатаного листа (на 6.7% г/г). Отгрузки продукции конечного передела также снизились незначительно (на 1.5% г/г), тогда как продажи полуфабрикатов упали уже на 27.4% г/г. В майнинговом сегменте по отношению к квартальной динамике лучше выглядели отгрузки окатышей, которые выросли на 5% г/г, и – заметно хуже – продажи угля, которые упали почти в 2 раза г/г, а значительное снижение наблюдалось по все товарным позициям. Вместе с тем, гораздо хуже, в годовом сопоставлении, выглядит динамика цен. Так, средняя цена на коксующийся концентрат в 1K14 снизилась на 18% г/г, окатышей – на 2.7% г/г, горячекатаного проката – на 12.7% г/г. В то же время, цена на американский прокат Северстали почти не изменилась. С учетом динамики продаж и сохранения слабой ценовой конъюнктуры в течение 1K14, мы полагаем, что снижение выручки Северстали может составить не менее 10% г/г, а падение EBITDA – около 20% г/г. В то же время, определенный оптимизм относительно итогов 2K14 внушает ожидания сезонного оживления спроса на металлургическую продукцию, на фоне которого ММК и НЛМК объявили о повышении цен на прокат с апреля на 4-8%, за которым потянулись и трубники – ТМК также заявило о повышении цен по новым контрактам на 5-10%.

С начала марта CHMFRU'18 по итогам распродаж потерял около 6 фигур в цене, а CHMFRU'22 – около 9 фигур. Впрочем, к текущему моменту оба выпуска отыграли уже более половины потерь: CHMFRU'18 торгуется на уровне 96.97% от номинала, CHMFRU'22 – на уровне 93.08%. Бумаги Северстали находились в лидерах отскока и в терминах спрэдов: с начала марта бумаги расширили спрэд к UST лишь на 30-40 бп, при этом если на пике распродаж их спрэды к UST уходили на уровень в 530-

Динамика операционных показателей Северстали

тыс. тонн	1K14	1K13	%
Производство чугуна, в т.ч.	2 697	2 631	2.5%
"Северная Америка"	451	489	-7.8%
"Российская сталь"	2 246	2 142	4.9%
Производство стали, в т.ч.	3 933	3 835	2.6%
"Северная Америка"	1 219	1 177	3.6%
"Российская сталь"	2 714	2 658	2.1%
Реализация угля, в т.ч.	949	1 831	-48.2%
Концентрат коксующегося угля	471	1 039	-54.7%
Сырой коксующийся уголь	32	146	-78.1%
Энергетический уголь	446	646	-31.0%
Реализация железорудн. сырья	1 528	1 413	8.1%
Окатыши	1 483	1 413	5.0%
Концентрат	45	-	-
Реализация полуфабрикатов	90	124	-27.4%
Реализация проката, в т.ч.	3 103	3 157	-1.7%
Горячекатаный лист	1 569	1 681	-6.7%
Толстолистовой прокат	230	189	21.7%
Холоднокатаный лист	480	495	-3.0%
Оцинкованный лист и др. мет. покрыт.	519	505	2.8%
Сортавой	226	188	20.2%
С полимерным покрытием	78	99	-21.2%
Реализ. конеч. передела, в т.ч.	396	402	-1.5%
Метизная продукция	145	157	-7.6%
Трубы большого диаметра	75	82	-8.5%
Прочие трубные изделия, профили	175	163	7.4%

тыс. тонн	1K14	4K13	%
Производство чугуна, в т.ч.	2 697	2 682	0.6%
"Северная Америка"	451	499	-9.6%
"Российская сталь"	2 246	2 182	2.9%
Производство стали, в т.ч.	3 933	3 780	4.0%
"Северная Америка"	1 219	1 272	-4.2%
"Российская сталь"	2 714	2 509	8.2%
Реализация угля, в т.ч.	949	1 380	-31.2%
Концентрат коксующегося угля	471	757	-37.8%
Сырой коксующийся уголь	32	42	-23.8%
Энергетический уголь	446	581	-23.2%
Реализация железорудн. сырья	1 528	1 823	-16.2%
Окатыши	1 483	1 722	-13.9%
Концентрат	45	102	-55.9%
Реализация полуфабрикатов	90	88	2.3%
Реализация проката, в т.ч.	3 103	3 301	-6.0%
Горячекатаная полоса	1 569	1 677	-6.4%
Толстолистовой прокат	230	207	11.1%
Холоднокатаный лист	480	515	-6.8%
Оцинкованный лист и др. мет. покрыт.	519	571	-9.1%
Сортавой	226	214	5.6%
С полимерным покрытием	78	117	-33.3%
Реализ. конеч. передела, в т.ч.	396	444	-10.8%
Метизная продукция	145	157	-7.6%
Трубы большого диаметра	75	98	-23.5%
Прочие трубные изделия, профили	175	189	-7.4%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

540 бп, то сейчас CHMFRU'18 торгуется уже по 410 бп, CHMFRU'22 – по 450 бп. С учетом того, что спрэд CHMFRU'18 находится на уровне спрэдов бумаг НЛМК (BB+/Baa3/BBB-), а премия в 40 бп к CHMFRU'22 за большую дюрацию вполне адекватна, на наш взгляд, потенциал опережающего роста дальних бумаг Северстали во многом исчерпан. Более того, в условиях неопределенности настроений рынка, эти выпуски обладают, скорее, повышенным коррекционным потенциалом.

АЛРОСА (BB-/Baa3/BB): хороший финансовый отчет по итогам 2013 г., евробонд оценен справедливо

Вчера АЛРОСА, мировой лидер по добыче алмазов, опубликовала финансовую отчетность за 2013 г. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. Во-первых, компания отразила в отчетности неплохие темпы роста выручки и EBITDA г/г. Кроме этого, весьма успешный для компании 4K13 позволил ей нарастить денежный поток и снизить долговую нагрузку по сравнению с 3K13, вернув показатель на уровень начала прошлого года. Так, выручка АЛРОСА увеличилась в прошлом году на 11.7% г/г (до 168.5 млрд. руб.), EBITDA продемонстрировала сопоставимые темпы роста и увеличилась на 11.5% г/г (до 69.1 млрд. руб.). В результате, рентабельность по EBITDA компании практически не изменилась по сравнению с 2012 г. и осталась на достаточно высоком уровне в 41% (-0.1 пп г/г). В условиях ускорившегося в 2013 г. падения цен на алмазы ювелирного качества (снизились на 9.3% г/г), компания наращивала объем продаж, а на реализацию были направлены и стоковые алмазы: при росте общей добычи в прошлом году на 7.3% г/г, совокупные продажи алмазов выросли на 14.5% г/г, в том числе ювелирных – на 19.2% г/г. Помимо физического увеличения объема продаж, вклад в рост выручки алмазного сегмента (на 9.4% г/г – до 149.3 млрд. руб.) внесло и ослабление рубля. В то же время, заметный вклад в увеличение консолидированной выручки АЛРОСА в 2013 г. внесли поступления от продажи газа, которые были минимальны в 2012 г. (293 млн. руб.), тогда как в прошлом году составили уже около 5.7 млрд. руб. В свою очередь, рост EBITDA был обусловлен, главным образом, фактором роста выручки, а также сокращением социальных расходов.

Отметим, что величина свободного денежного потока АЛРОСА показала весьма впечатляющий рост по итогам 2013 г., увеличившись на 40.5% г/г (до 5.9 млрд. руб.), и это несмотря на значительный объем капитальных инвестиций в 4K13. Это было во многом обусловлено хорошими результатами компании в 4K13, который поддержал результаты АЛРОСА и по всему 2013 г. в целом. Так, в прошлом году чистый операционный денежный поток (за вычетом процентов) вырос на 28.7% г/г (до 44.1 млрд. руб.), при этом капвложения росли близкими темпами (на 27% г/г) и составили 38.2 млрд. руб. (или 0.6x EBITDA против 0.5x в 2012 г.), из них 14.4 млрд. руб. было потрачено в 4K13. Свободный денежный поток за 2013 г., а также поступления от продажи акций (на 4.5 млрд. руб.) были направлены на дивиденды (около 9 млрд. руб.) и финансирование M&A-сделок, что также потребовало новых заимствований. Общий долг АЛРОСА на конец 2013 г. вырос на 13% по сравнению с началом года и составил 138.6 млрд. руб., в то же время чистый долг показал меньший прирост (на 11%), поскольку выросли и денежный остаток на балансе (на 48.5% к началу года – до 9.3 млрд. руб. Долговая нагрузка в терминах чистый долг / EBITDA составила 1.9x на конец 4K13, снизившись (главным образом, благодаря ускорению роста EBITDA компании в 4K13) с пикового уровня в 2.2x на конец 3K13, и не изменилась по сравнению с началом года.

Главным моментом, в вопросе, касающемся задолженности АЛРОСА, сейчас является, скорее, ее структура, а именно: сохранение высокой доли краткосрочных обязательств, которая составила 40.6% на конец 4K13 (против 26.4% на начало года). Это стало следствием того, что АЛРОСА до сих пор не осуществила сделку по продаже своих газовых активов Роснефти: компания намеревалась получить порядка 1.38 млрд. долл. еще до конца 2013 г. и за счет поступлений погасить краткосрочный долг. На текущий момент, Роснефть все еще рассматривается как приоритетный покупатель этих активов, однако если сделка и будет завершена, то ближе к концу 2014 г., а объем выплат будет, скорее всего, скорректирован вниз – обсуждение итоговой цены и послужило основной причины задержки. В этой связи менеджмент АЛРОСА заявил, что компания близка к завершению переговоров о рефинансировании, что позволит к концу апреля – началу мая радикально удлинить дюрацию долгового портфеля за счет увеличения доли долгосрочных обязательств до 90%. Это, в свою очередь, должно снять обеспокоенность рейтинговых агентств

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА по МСФО за 2013 г.

млн. руб.	2013	2012	%%
Выручка	168 505	150 880	11.7%
ЕБИТДА	69 100	61 950	11.5%
Операционная прибыль	56 871	49 039	16.0%
Чистая прибыль	31 837	33 634	-5.3%
Рентабельность по EBITDA	41.0%	41.1%	-0.1 пп
Операционная рентабельность	33.8%	32.5%	1.2 пп
Чистая рентабельность	18.9%	22.3%	-3.4 пп
Операц. ден.поток до изм. обор. кап.	67 423	61 830	9.0%
Чистый операцион. денеж. поток*	44 089	34 265	28.7%
CAPEX	38 165	30 050	27.0%
Свободный денежный поток	5 924	4 215	40.5%
млн. руб.	2013	2012	%%
Активы	354 871	304 709	16.5%
в т.ч. денежные средства	9 270	6 242	48.5%
Долг	138 591	122 701	13.0%
доля краткосрочного долга	40.6%	26.4%	14.2 пп
Чистый долг	129 321	116 459	11.0%
Капитал	159 461	130 565	22.1%
CAPEX+M&A	45 156	62 806	-28.1%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.5x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.7x	1.0x	-
Долг/EBITDA	2.0x	2.0x	-
Чистый долг/EBITDA	1.9x	1.9x	-
EBITDA/Процентные платежи	7.3x	8.0x	-
Долг/Капитал	0.9x	0.9x	-

* за вычетом процентных платежей

Источник: отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов АЛРОСА в 2013 г.

млн. карат	2013	2012	%%
Добыча алмазов	36.9	34.4	7.3%
Реализация алмазов	38.0	33.2	14.5%
т.ч. ювелирных	26.7	22.4	19.2%
технических	11.3	10.8	4.6%
Ср. цена реализ. алмазов, \$/карат	126.1	134.3	-6.1%
ср. цена реализ. ювел. алмаз., \$/карат	175.9	193.9	-9.3%
ср. цена реализ. техн. алмаз., \$/карат	9.0	10.1	-10.9%

Источник: отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

– в февраля S&P поместило рейтинг АЛРОСА на пересмотр с негативным прогнозом. Вместе с тем, как сообщил менеджмент АЛРОСА, у компании есть договоренность с S&P о том, что агентство не будет предпринимать каких-либо действий с рейтингом компании до завершения процесса по рефинансированию долга.

С начала марта на фоне распродаж, спровоцированных украинским кризисом, евробонд ALRSRU'20 потерял немало – более 8 фигур в цене, локальный минимум находился на уровне в 101.87% от номинала. На текущий момент, бумага отыграла менее половины потерь и торгуется на уровне 105% от номинала. С точки зрения динамики спрэдов ситуация для бумаги выглядела получше: ALRSRU'20 смотрелся лучше рынка, текущий спрэд к UST сузился до 470 бп (против максимума в 540 бп на пике распродаж), что означает премию около 90 бп к бумагам НорНикеля (BBB-/Baa2/BB+) и 60 бп – к выпускам НЛМК (BB+/Baa3/BBB-), что выглядит справедливо, учитывая некоторую нервозность, обусловленную угрозой рейтингу компании от S&P. На локальном рынке бумаги АЛРОСА малоликвидны в сложившихся условиях, индикативно выпуски торгуются со средним спрэдом к кривой ОФЗ около 100 бп.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

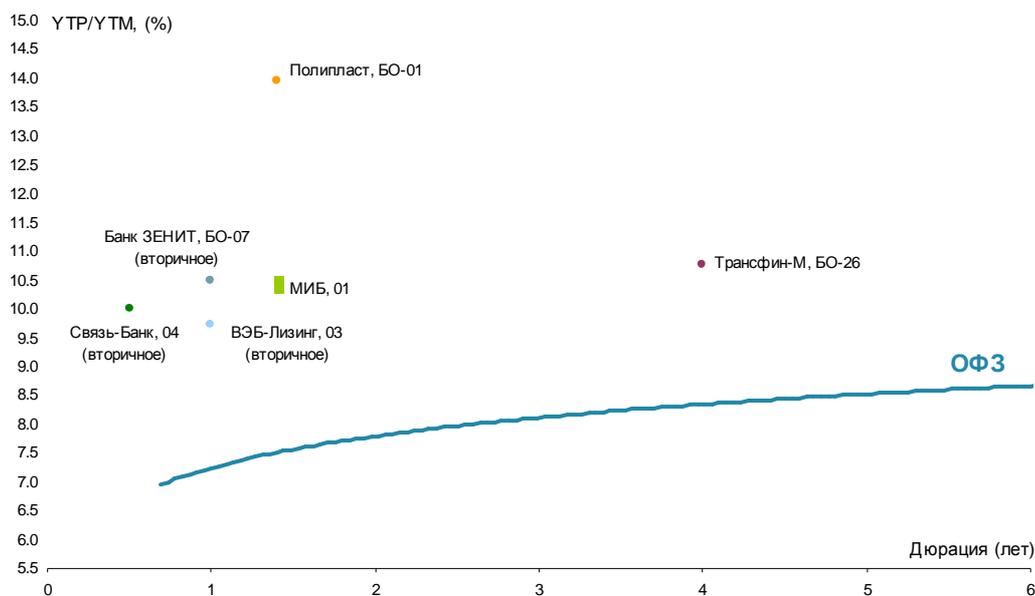
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ва3 / BB-	да	до 5 000	10.51	15.04.2014	16.04.2014	нет / 1 г	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	до 3 666	9.72	15.04.2014	16.04.2014	нет / 1 г	1 г / 7 лет
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	10.78	14.04.2014	17.04.2014	нет / 4 г	нет / 5 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 9.99	24.04.2014	25.04.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 8 лет
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	10.25-10.51	25.04.2014	29.04.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 10 лет

Цветом выделены в 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
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
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 / Ваа1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваа1 / 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 / 1 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 / 2.66 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.



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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	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.