

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Северсталь (BB+/Ba1/BB): усиление рентабельности компенсирует факторы низких цен на сталь и объемов продаж

В минувшую среду Северсталь опубликовала финансовую отчетность за 1К14 и 2013 г. в целом. В целом представленные данные выглядят позитивно. Снижение выручки компании было вполне ожидаемым фактом, приятным же сюрпризом для инвесторов стало увеличение на всех уровнях рентабельности компании, которое позволило укрепить денежные потоки и снизить долговую нагрузку компании.

Выручка компании снизилась на 9.5% г/г, что в целом было ожидаемым событием, учитывая 2%-ное снижение продаж проката и более чем 10%-ное снижение средних цен, о которых компания сообщала ранее в своем операционном отчете. Хорошей новостью стало увеличение рентабельности Северстали, которое было в основном достигнуто за счет ряда мероприятий производственно-технологического характера на основной Череповецкой площадке, что позволило значительно снизить cash-cost сляба, а также эффективного сокращения общих SG&A-расходов. В итоге, рентабельность компании по EBITDA увеличилась до 17.8%, что почти на 5 п.п. выше уровня 1К13 и в целом близко к уровням 4К13, это при том, что в начале года сезонный фактор имеет ощутимое негативное влияние на показатели металлургов.

Хорошие показатели рентабельности и умеренная инвестиционная активность позволили компании завершить квартал с высоким показателем свободного денежного потока (+\$223 млн), средства которого были направлены на погашение долга компании. Чистый долг Северстали сократился почти на 5% к началу года и приблизился к отметке \$3.5 млрд, отношение Ч.Долг/EBITDA LTM снизилось до 1.6x.

С точки зрения рейтингов отметим, что кредитные метрики Северстали по итогам квартала в целом 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 могла бы рассчитывать на положительные рейтинговые действия в перспективе, если не принимать на внимание политические факторы, меняющих взгляды агентств на страновой риск.

С начала весеннего selloff дальние еврооблигации Северстали CHMFRU-17, CHMFRU-18 и CHMFRU-22 выглядели заметно лучше среднерыночной динамики. Их спреды к UST достигли пиковых значений на уровне 520-540 бп перед крымским референдумом, а сейчас находятся на 50-80 бп ниже указанных максимумов.

Ключевые финансовые показатели Северстали по МСФО за 1К14 г.

млн. долл.	1K14	1K13	%
Выручка	3 007	3 322	-9.5%
ЕБИТДА	534	430	24.2%
Операционная прибыль	336	222	51.4%
Чистая прибыль	(100)	50	-
Рентабельность по ЕБИТДА	17.8%	12.9%	4.8 пп
Операционная рентабельность	11.2%	6.7%	4.5 пп
Чистая рентабельность	-	1.5%	-
Операц. ден. поток до изм. ОК	524	403	30.0%
Чистый операцион. ден. поток	488	109	x4.5
CAPEX	265	310	-14.5%
Свободный денежный поток	223	(201)	-

млн. долл.	1K14	2013	%
Активы	13 445	14 534	-7.5%
в т.ч. денежные средства	892	1 036	-13.9%
Долг*	4 444	4 754	-6.5%
доля краткосрочного долга	17.5%	13.2%	4.3 пп
Чистый долг	3 552	3 718	-4.5%
Капитал	6 641	7 000	-5.1%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	2.1x	2.3x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	1.6x	1.8x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	5.6x	5.3x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.7x	-

*включая обязательства по лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdakov@zenit.ru
Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

Металлоинвест (ВВ/Ва2/ВВ-): нейтральный операционный отчет за 1К14г., бумаги компании оценены справедливо в текущих условиях

В прошлую средуMetalloinvest, крупнейшая российская горнорудная компания, опубликовала операционные результаты за 1К14. Представленные данные в целом выглядят нейтрально. В годовом сопоставлении объемы отгрузок компании в сегменте железорудного сырья (концентрат и окатыши) снизились в пределах 1%, в основном за счет снижения продаж руды. В металлургическом сегменте (ГБЖ/ПВЖ, сталь, чугун) рост отгрузок составил порядка 5% г/г и в основном был обусловлен за счет восстановления отгрузок чугуна с уральской площадки, тогда как объемы отгрузок стали и железа прямого восстановления (ГБЖ/ПВЖ) снизились на 0.6% г/г.

В условиях лишь незначительных изменений физических объемов и структуры отгрузок, решающее влияние на финансовые результаты компании, по-видимому, будет оказывать ценовой фактор. Ценовая ситуация на мировых рынках железорудного сырья в 1К14 в целом выглядела довольно безрадостно. Здесь средние значения соответствующих ценовых индексов (CFR Китай) в 1К14 показали снижение порядка 10% как к уровням годичной давности, так и средним значениям 4К13г. Такая ценовая динамика и заявленные объемы отгрузок, на наш взгляд, могли бы соответствовать снижению выручки компании в пределах 10%, учитывая, что долгосрочные контракты сглаживают волатильность спотовых цен. Также стоит отметить, что влияние ценового фактора на маржуMetalloinvestа будет в значительной степени сглажено снижением курсовой стоимости рубля.

ЕвробондыMetalloinvestа в целом выглядели на уровне средней динамики российского сегмента в рамках весеннего selloff. Текущие спреды еврооблигаций METINR-16 и METINR-20 составляют 550-580 бп к кривой UST, что на 60-80 бп ниже пиковых значений середины марта. Выпуски компании дают спреды на уровне 120 бп к кривым Северстали и НЛМК, что представляется нам справедливым уровнем в текущих условиях. На рублевом рынке выпускиMetalloinvestа имеют крайне ограниченную ликвидность, а их биды находятся на уровне +250-280 бп к кривой ОФЗ.

Динамика операционных показателейMetalloinvestа

тыс. тонн	2013	2012	%%
Объемы производства			
Товарная железная руда	38 371	39 782	-3.5%
Окатыши	22 556	22 629	-0.3%
Чугун	2 186	2 084	4.9%
ГБЖ/ПВЖ	5 332	5 174	3.1%
Сталь	4 680	5 618	-16.7%

Объемы отгрузок			
Окатыши	13 737	14 063	-2.3%
Товарная железная руда	11 109	12 526	-11.3%
Стальная продукция	4 307	5 103	-15.6%
ГБЖ/ПВЖ	2 438	2 284	6.7%
Чугун	1 414	811	74.4%
Прочее	39	339	-88.5%

тыс. тонн	4К13	3К13	%%
Объемы производства			
Товарная железная руда	9 622	9 550	0.8%
Окатыши	5 709	5 716	-0.1%
Чугун	570	550	3.6%
ГБЖ/ПВЖ	1 358	1 273	6.7%
Сталь	1 172	1 113	5.3%

Объемы отгрузок			
Окатыши	3 610	3 496	3.3%
Товарная железная руда	2 753	2 649	3.9%
Стальная продукция	1 087	1 022	6.4%
ГБЖ/ПВЖ	586	597	-1.8%
Чугун	407	385	5.7%
Прочее	3	8	-62.5%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

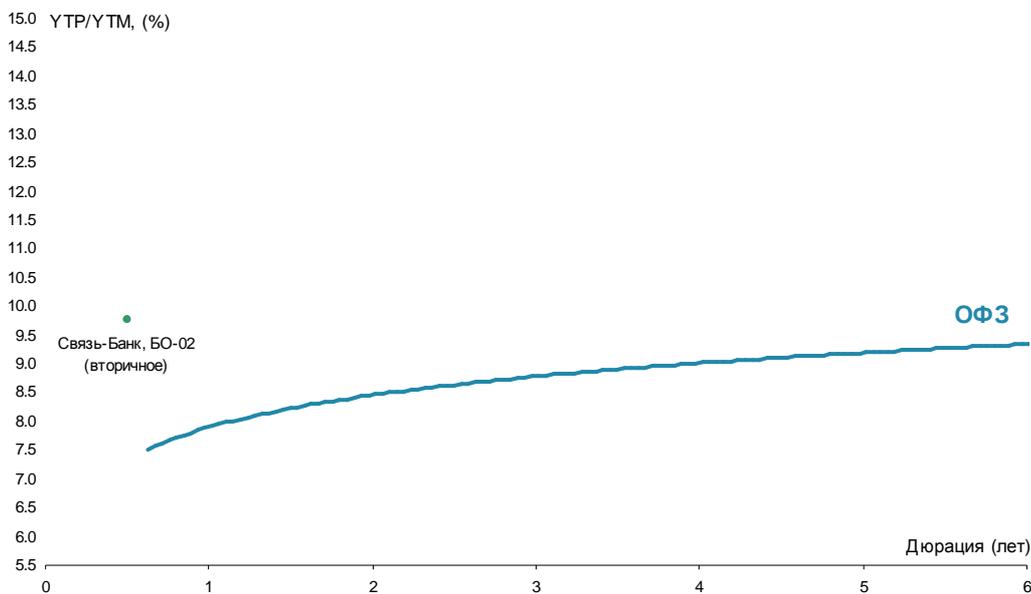
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрывание книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 9.75	30.04.2014	05.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 2 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	10.62	28.04.2014	06.05.2014	нет / 6.45 г	нет / 10 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
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, А30	BBB / Ваа1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ва3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
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.



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	Облигации	research@zenit.ru 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
Кредитный 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.