

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

НорНикель (BBB-/Ba1/BBB-): неплохой операционный отчет за 2K15 и 1П15, бумаги компании оценены справедливо

В конце прошлой недели крупнейший производитель цветных металлов раскрыл операционные результаты за 2K15 и 1П15 в целом, которые можно оценить, на наш взгляд, как умеренно позитивные. В квартальном сопоставлении компания снизила производство никеля во 2K15 на 5.3% (до 63.9 тыс. тонн), тогда как выпуск меди за тот же период вырос на 3.3% кв/кв (до 92.6 тыс. тонн). Сильную динамику показали во 2K15 металлы платиновой группы: выпуск палладия вырос сразу на 15.1% кв/кв (до 726 тыс. oz), платины – на 6.7% кв/кв (до 175 тыс. oz). Отметим, что сокращение производства никеля во 2K15 было обусловлено рядом факторов: основной вклад внесло снижение выпуска российских активов из-за низкого содержания металла в руде Заполярного филиала, кроме того сказалась и остановка на техобслуживание рафинировочного завода в Финляндии, а также продажа добывающих активов в Ботсване. Производство меди во 2K15 выросло благодаря более высокому выпуску в России (рост на 2.4% кв/кв) и Финляндии (рост на 40% кв/кв), тогда как рост производства платиноидов был обеспечен, в основном, за счет российских активов и был связан с выработкой накопившегося незавершенного производства.

По итогам 1П15 в целом производство никеля выросло на 2% г/г (до 131.3 тыс. тонн), а выпуск меди немного сократился г/г – до 182.1 тыс. тонн (-1% г/г). Объем выпуска палладия вырос в 1П15 на 1.6% г/г (до 1 359 тыс. oz), платины – на 4.6% г/г (до 339 тыс. oz). В годовом сопоставлении производство меди и никеля на заводах в России стагнировало, а прирост был обеспечен за счет финских активов. В то же время, сокращения выпуска металлов платиновой группы из-за выбытия бизнеса в Африке было с лихвой компенсировано увеличением производства в России (рост производства палладия составил 2.5% г/г, платины – 4.5% г/г) и Финляндии (выпуск вырос на 86.4% г/г и 77.8% г/г соответственно).

Евробонды НорНикеля GMKNRM'18 и GMKNRM'20 в терминах динамики спрэдов к кривой UST по итогам последних 3-х месяцев выглядят несколько хуже, чем рынок бумаг российских эмитентов в целом, сузив спред к американским госбумагам на 30-40 бп. GMKNRM'18 торгуется сейчас со спредом 330 бп к UST, а GMKNRM'20 – со спредом около 390 бп, то есть с дисконтом в диапазоне 20-60 бп к близким по дюрациям бумагам Лукойла (BBB-/Ba1/BBB-), что, на наш взгляд справедливо. В то же время, рублевые бумаги НорНикеля характеризуются невысокой ликвидностью и короткой дюрацией. Последние крупные сделки в бумагах проходили со спредом 300-330 бп к кривой ОФЗ, что близко к текущим спредам остальных заемщиков первого эшелона.

Динамика операционных результатов НорНикеля

Пр-во товарных металлов	1П15	1П14	%
Никель, тыс. тонн	131.3	128.7	2.0%
в том числе Россия	106.7	107.2	-0.4%
Финляндия	22.0	16.6	32.4%
Африка	0.9	1.7	-45.3%
Медь, тыс. тонн	182.1	183.8	-1.0%
в том числе Россия	174.5	173.6	0.5%
Финляндия	6.1	3.2	87.3%
Африка	0.7	1.3	-47.1%
Палладий, тыс. oz	1 359	1 337	1.6%
в том числе Россия	1 292	1 261	2.5%
Финляндия	41	22	86.4%
Африка	5	10	-47.0%
Платина, тыс. oz	339	324	4.6%
в том числе Россия	314	293	7.2%
Финляндия	16	9	77.8%
Африка	1	2	-33.0%

Пр-во товарных металлов	2K15	1K15	%
Никель, тыс. тонн	63.9	67.4	-5.3%
в том числе Россия	52.3	55.1	-5.0%
Финляндия	10.6	11.4	-7.8%
Африка	-	0.9	-
Медь, тыс. тонн	92.6	89.6	3.3%
в том числе Россия	88.4	86.3	2.4%
Финляндия	3.6	2.5	40.0%
Африка	-	0.7	-
Палладий, тыс. oz	726	631	15.1%
в том числе Россия	697	610	14.3%
Финляндия	23	16	43.8%
Африка	-	5	-
Платина, тыс. oz	175	164	6.7%
в том числе Россия	163	156	4.5%
Финляндия	9	7	28.6%
Африка	-	1	-

 Источник: Данные Компании,
 расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Металлоинвест (BB/Ba2/BB): нейтральный операционный отчет за 1П15, длинный евробонд предлагают широкую премию к НЛМК

В прошлую пятницу крупнейшая российская горнорудная компания раскрыла операционные результаты за 2К15, которые мы оцениваем нейтрально. Так, объем продаж окатышей и ГБЖ/ПВЖ во 2К15, в целом, остались на уровне предыдущего квартала (+0.1% и 0.8% кв/кв соответственно). В то же время, отгрузки железной руды в пошлом квартале показали хорошую динамику, увеличившись на 7.8% кв/кв (до 2.75 млн. тонн). Квартальные результаты металлургического сегмента показали более слабую динамику: продажи чугуна во 2К15 снизились на 5.8% кв/кв (до 441 тыс. тонн), а стальной продукции – на 1.7% кв/кв (до 1 млн. тонн). Отметим, что во 2К15 Metalloinvest наращивал поставки сырья и металлургической продукции на внутренний рынок, чья привлекательность росла вместе с восстановлением курса рубля, тогда как отгрузки покупателям в Европе и Азии сокращались. По итогам 1П15 в целом общие отгрузки окатышей немного снизились (на 2.1% г/г), составив 6.8 млн. тонн, тогда как продажи железной руды выросли на 1.3% г/г (до 5.3 млн. тонн), а ГБЖ/ПВЖ – сохранились на уровне прошлого года, составив около 1.3 млн. тонн (-0.2% г/г). В рамках металлургического сегмента заметно выросли продажи чугуна (на 12.4% г/г), которые достигли 909 тыс. тонн, в то время как реализация стальной продукции снизилась на 1.8% г/г (до 2.1 млн. тонн).

В условиях не столь значительных изменений физических объемов и структуры отгрузок, основное влияние динамику финансовых результатов Metalloinvesta в 1П15 окажет девальвация рубля и все еще низкие цены на сырье для металлургии. Мы полагаем, что снижение выручки компании в долларовом выражении за 1П15 составит около 30% г/г, в то время как сокращение EBITDA будет более медленным и составит 15-20% г/г. Это связано с тем, что, несмотря на рост доли внутренних поставок во 2К15, значительной объем продукции Metalloinvesta отгружается на экспорт, тогда как его производственные издержки номинированы, в основном, в рублях.

Рублевые облигации Metalloinvesta малоликвидны, их индикативный спрэд к кривой ОФЗ составляет 110-140 бп, на наш взгляд, такой уровень премии является заниженным и не отражает рыночные сделки. В то же время, евробонд METINR'20 в течение последних 3-х месяцев двигался вместе с рынком и сузил спрэд к кривой американских госбумаг примерно на 50 бп. Текущий спрэд METINR'20 составляет 580-590 бп, что означает премию примерно 150 бп к сопоставимому по дюрации выпуску НЛМК (BB+/Ba1/BBB-), что выглядит слишком широко, на наш взгляд, и повышает привлекательность бумаг Metalloinvesta.

Динамика операционных показателей Metalloinvesta

тыс. тонн	1П15	1П14	%г
Объемы производства			
Железная руда	19 510	19 328	0.9%
Окатыши	11 723	11 485	2.1%
ГБЖ/ПВЖ	2 786	2 778	0.3%
Чугун	1 212	1 074	12.8%
Сталь	2 213	2 288	-3.3%

Объемы отгрузок			
Окатыши	6 807	6 952	-2.1%
Железная руда	5 307	5 238	1.3%
ГБЖ/ПВЖ	1 295	1 297	-0.2%
Прочее	9	135	-93.3%
Чугун	909	809	12.4%
Стальная продукция	2 070	2 109	-1.8%

тыс. тонн	2К15	1К15	%г
Объемы производства			
Железная руда	9 840	9 670	1.8%
Окатыши	5 907	5 816	1.6%
ГБЖ/ПВЖ	1 377	1 409	-2.3%
Чугун	590	622	-5.1%
Сталь	1 088	1 125	-3.3%

Объемы отгрузок			
Окатыши	3 406	3 401	0.1%
Железная руда	2 753	2 554	7.8%
ГБЖ/ПВЖ	650	645	0.8%
Прочее	5	4	25.0%
Чугун	441	468	-5.8%
Стальная продукция	1 026	1 044	-1.7%

Источник: Данные Компании,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

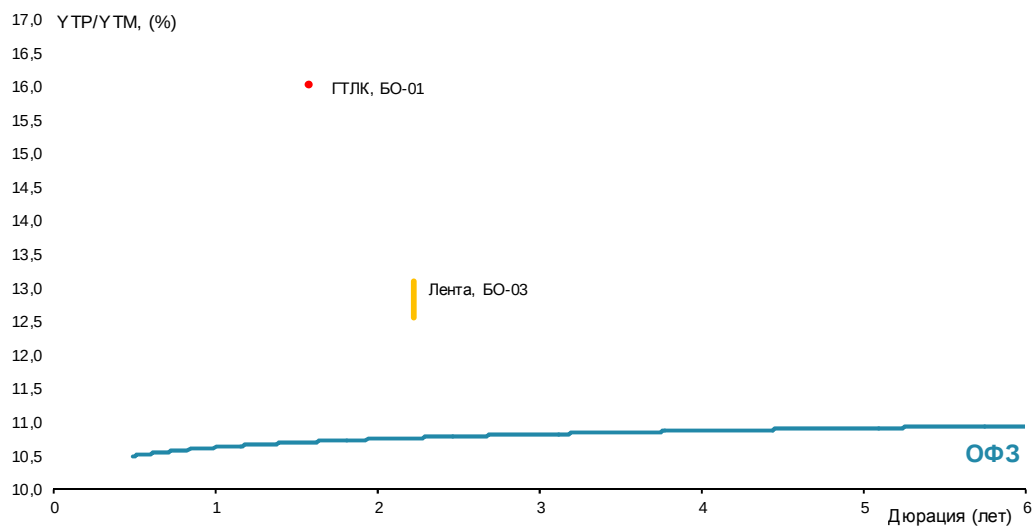
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
ГТЛК, БО-01 (допвыпуск)	B+ / - / -	да	6 250	16.00	30.07.2015	31.07.2015	да / 1.58 г	нет / 3.2 г
Лента, БО-03	B+ / B1 / -	да	5 000	12.57-13.10	04.08.2015	06.08.2015	нет / 2.22 г	2.5 г / 10 л

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
ВЭБ-Лизинг, 001-P01	BB+ / - / BBB-	да	200 млн. USD	1.5 / 100%	5.32-5.83	5.58	30.07.2015	нет / 1.45
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	н/д	14.45	28.07.2015	нет / 0.9 г
Регион-Инвест, БО-01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	14.22	28.07.2015	нет / 0.5 г
Банк ДельтаКредит, БО-25	- / Ba2 / BBB-	да	6 000	1.5 / 100%	12.36-12.63	12.47	28.07.2015	нет / 2.6 г
ВЭБ-Лизинг, 01 (вторичное)	BB+ / - / BBB-	да	4 670	н/д / 100%	12.72-12.88	12.81	23.07.2015	нет / 1.37
НДК, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	15.56	23.07.2015	нет / 1.39
Магнит, БО-10	BB+ / - / -	да	10 000	1.1 / 100%	11.94-12.20	11.94	22.07.2015	нет / 1 г
Ленэнерго, БО-05	- / Ba2 / -	да	4 000	н/д / 100%	13.42	13.42	22.07.2015	нет / 1.41
Внешэкономбанк, БО-01 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	281	н/д / 100%	не более 12.33	12.25	21.07.2015	нет / 1 г
Полюс Золото, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42
Полюс Золото, БО-02	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42
Полюс Золото, БО-03	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42
Банк Пересвет, БО-03	B+ / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	16.07.2015	нет / 1 г
Транснефть, БО-04	BB+ / Ba1 / -	да	10 000	0.6 / 59%	н/д	11.83	16.07.2015	нет / 1.42
Внешэкономбанк, БО-03	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	0.5 / 50%	н/д	12.33	14.07.2015	нет / 1.39
Регион Капитал, БО-04	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1.4 г
Регион Капитал, БО-05	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1.4 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
 Зам.начальника Департамента
 Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
 Константин Поспелов
 Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

bondsales@zenit.ru

Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации

Максим Симагин
 Александр Валканов
 Юлия Паршина

m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
 Макроэкономика/кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Акции

Владимир Евстифеев
 Кирилл Сычев
 Наталия Толстошеина
 Евгений Чердаков
 Дмитрий Чепрагин
 Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
 Фарида Ахметова
 Марина Никишова
 Вера Панова
 Алексей Басов
 Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
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.