

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Металлоинвест (BB/Ba2/BB): нейтральные финансовые результаты за 2015 год

Вчера Металлоинвест, крупнейшая российская горнорудная компания, опубликовал финансовые результаты по итогам 2015 года, которые в целом мы оцениваем как нейтральные. В отчетности компания отразила снижение выраженных в долларах выручки и EBITDA за 2015 год. Долговая нагрузка компании на конец 2015 г. увеличилась по сравнению с уровнем на начало года, однако осталась невысокой, а риски рефинансирования – незначительными.

В 2015 году выручка компании в долларовом выражении уменьшилась на 31% г/г до 4 393 млн долл., EBITDA – на 27% г/г до 1 432 млн долл., что стало следствием снижения цен на железную руду и сталь. В то же время, в 2015 году EBITDA margin выросла на 1.8 пп до 32.6%, чему способствовали девальвация рубля и осуществление программы оптимизации затрат.

В прошлом году Металлоинвест продолжил реализацию умеренной инвестиционной программы: расходы на CAPEX за 2015 год составили 417 млн долл. (-30.1% г/г), отношение CAPEX/EBITDA – 0.3x. 2015 год компания завершила в области положительного свободного денежного потока в размере 535 млн долл., который Металлоинвест использовал для пополнения подушки ликвидности в виде остатка денежных средств и депозитов (на 49.7% до 824 млн долл. на 31.12.2015) и выдачи займов. В результате, на конец 2015 г. чистый долг Металлоинвеста сократился к началу 2015 г. на 14.8% до 3 564 млн долл., при этом сумма денежных средств и депозитов на 31.12.2015 была достаточной для единовременного погашения всего краткосрочного долга в размере 706 млн долл. Несмотря на сокращение чистого долга, долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA выросла до 2.5x на 31.12.2015 против 2.1x на 01.01.2015. По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты за 2015 год, свидетельствующие об аккумулировании положительного свободного денежного потока, сохранении незначительных рисков рефинансирования и умеренной долговой нагрузки, являются нейтральными для рейтингов Металлоинвеста от международных рейтинговых агентств.

Евробонды METINR'16, на наш взгляд, могут быть интересны инвесторам в рамках стратегии hold-to-maturity. При этом, дальний выпуск METINR'20, торгуясь со 125 бп. спреда к NLMK'19, имеет ограниченный потенциал дальнейшего роста. На рублевом рынке наиболее ликвидный выпуск Металлоинвест, 03 (YTP-11%/D-1.76 г.) смотрится привлекательно с учетом ожиданий снижения ключевой ставки ЦБ. В этом контексте альтернативой ему может выступить НЛМК, БО-03, предлагающий по последней сделке доходность 10.83% годовых на дюрацию 1.45 г.

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста по итогам 2015 года

млн долл.	2015	2014	%%
Выручка	4 393	6 367	-31.0%
EBITDA	1 432	1 961	-27.0%
Операционная прибыль	1 217	2 011	-39.5%
Чистая прибыль	218	66	229.9%
Рентабельность по EBITDA	32.6%	30.8%	1,8 пп
рентабельность	27.7%	31.6%	-3,9 пп
Чистая рентабельность	5.0%	1.0%	3,9 пп
Операц. ден. поток до изм. в ОФ	1 309	1 887	-30.6%
Чистый операцион. денеж. потс	952	1 348	-29.4%
CAPEX	417	596	-30.1%
Свободный денежный поток	535	752	-28.8%

млн долл.	2015	2014	%%
Активы	6 619	7 266	-8.9%
в т.ч. денежные средства	824	550	49.7%
Долг	4 387	4 734	-7.3%
доля краткосрочного долга	16.1%	13.6%	2,5 пп
Чистый долг	3 564	4 184	-14.8%
Капитал	1 507	1 645	-8.4%
CAPEX/EBITDA	0,3x	0,3x	-
Долг/EBITDA LTM	3,1x	2,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,5x	2,1x	-
EBITDA/Процентные платежи	5,1x	4,7x	-
Долг/Капитал	2,9x	2,9x	-

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Черкизово (Moody's: B1/Stable): существенный рост долговой нагрузки по итогам 2015 года

Вчера Группа «Черкизово» опубликовала финансовые результаты за 2015 год по МСФО, которые в целом мы оцениваем как слабые. В 2015 году выручка Группы «Черкизово» увеличилась на 12.2% г/г до 77.0 млрд руб., в то время как EBITDA снизилась на 25.5% г/г до 12.6 млрд руб. Прошлый год Группа «Черкизово» завершила с отрицательным свободным денежным потоком, а долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA выросла с 1.6x на 01.01.2015 до 2.8x на 31.12.2015.

Наиболее существенный вклад в рост выручки Группы «Черкизово» оказали сегменты «птицеводство» и «мясопереработка», выручка которых в 2015 году увеличилась на 15.9% г/г до 41.9 млрд руб. и на 33.2% г/г до 29.1 млрд руб. за счет увеличения объемов продаж продукции сегментов и средних цен их реализации. В 2015 году выручка сегмента «свиноводство» снизилась на 47.4% г/г до 5.1 млрд руб. в связи с увеличением внутригрупповых продаж (для нужд собственной мясопереработки). В 2015 году EBITDA Группы «Черкизово» сократилась на 25.5% г/г до 12.6 млрд руб., EBITDA margin – на 8.3 пп до 16.4%. Снижение показателей было обусловлено уменьшением EBITDA сегментов «птицеводство» и «свиноводство» на фоне увеличения номинированных в иностранной валюте расходов (в том числе затрат на приобретение компонентов кормов, ветеринарных препаратов и инкубационных яиц).

Прошлый год Группа «Черкизово» завершила с отрицательным свободным денежным потоком в размере -5.1 млрд руб., в то время как в 2014 году его значение было положительным (4.6 млрд руб.). Такая динамика стала следствием существенного роста расходов на CAPEX (на 50.4% г/г до 10.1 млрд руб.) и снижения чистого операционного денежного потока (на 56.1% г/г до 5.0 млрд руб.). В 2015 году Группа «Черкизово» выплатила дивиденды на сумму 3.4 млрд руб. Финансирование дефицита Группа «Черкизово» осуществляла за счет расширения кредитного плеча. В результате, на конец 2015 г. совокупный долг вырос по сравнению с началом 2015 г. на 48% до 41.2 млрд руб., чистый долг – на 32.9% до 35.7 млрд руб. Кроме того, в 2015 году доля краткосрочного долга увеличилась с 48.7% до 60.9%. Рост долга и снижение EBITDA привели к существенному росту долговой нагрузки: отношение debt/EBITDA выросло до 3.3x на 31.12.2015 с 1.6x на 01.01.2015, net debt/EBITDA - до 2.8x на 31.12.2015 с 1.6x на 01.01.2015. По состоянию на 31.12.2015 остаток денежных средств на счетах Группы «Черкизово» составил 5.6 млрд руб., что достаточно для одновременного погашения около 22% краткосрочного долга.

В целом, несмотря на существенное ухудшение отдельных финансовых метрик Группы «Черкизово», мы не ожидаем снижения рейтинга Группы от Moody's, поскольку ее долговая нагрузка не превысила «пороговое» для пересмотра рейтинга значение (в качестве негативных рейтинговых факторов агентство отмечает рост долговой нагрузки свыше 3.5x).

Выпуски Черкизово выглядят малоинтересно. Короткий выпуск Черкизово, БО-04, по которому ближе к середине апреля ожидается оферта, торгуется по номиналу, а бумаги длинного Черкизово, БО-001P-01 имеют ограниченную ликвидность.

Ключевые финансовые показатели Группы «Черкизово» за 2014 и 2015 гг.

млн руб.	2015	2014	%г
Выручка	77 033	68 668	12.2%
в том числе Птицеводство	41 949	36 185	15.9%
Свиноводство	5 077	9 659	-47.4%
Мясопереработка	29 118	21 865	33.2%
Прочее и межсегмент расчеты	888	959	-7.4%
EBITDA	12 630	16 963	-25.5%
в том числе Птицеводство	5 495	8 801	-37.6%
Свиноводство	6 287	8 081	-22.2%
Мясопереработка	1 752	713	x2,5
Прочее и межсегмент расчеты	(904)	(632)	
Операционная прибыль	7 534	16 657	-54.8%
Чистая прибыль/(убыток)	6 007	16 490	-63.6%
Рентабельность по EBITDA	16.4%	24.7%	-8,3 пп
Операционная рентабельность	9.8%	24.3%	-14,5 пп
Чистая рентабельность	7.8%	24.0%	-16,2 пп
Операц. денеж. поток до изм. в О	12 179	16 652	-26.9%
Чистый операц. денеж. поток	4 992	11 376	-56.1%
CAPEX	10 121	6 730	50.4%
Свободный денежный поток	-5 129	4 647	-
млн руб.	2015	2014	%г
Активы	107 711	87 436	23.2%
в т.ч. ден. ср-ва и эквиваленты	5 561	1 008	x5,5
Долг	41 212	27 843	48.0%
доля краткосрочного долга	60.9%	48.7%	12,2 пп
Чистый долг	35 651	26 835	32.9%
Капитал	53 149	50 539	5.2%
CAPEX/EBITDA	0,8x	0,4x	-
Долг/EBITDA LTM	3,3x	1,6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,8x	1,6x	-
EBITDA/Процентные расходы	3,6x	5,6x	-

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
Газпромбанк, БО-21	BB+ / Ba2 / BB+	да	5 000	11.20	15.03.2016	18.03.2016	нет / 1 г	1 г. / 3 г.
ИКС 5 Финанс, БО-05	BB- / Ba3 / BB	да	5 000	11.20	11.03.2016	17.03.2016	нет / 2.25 г	2.5 г. / 7 лет
Диджитал Инвест, БО-03	NR	нет	10 000	14.22	10.03.2016	14.03.2016	нет / 0.50 г	0.6 г. / 5 лет

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
Тойота Банк, 01	Aa3 / AA1 / A	да	3 000	6.3 / 100%	11.67-11.94	11.04	10.03.2016	нет / 1.84 г
РГС Недвижимость, БО-П03	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	03.03.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001Р-01	BB+ / Ba1 /BBB-	да	19 575	н/д / 100%	н/д	11.6	29.02.2016	нет / 6.03 г
Магнит, БО-001Р-02	BB+ / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.51	29.02.2016	нет / 1.84 г
ХК Металлоинвест, БО-07	BB / Ba2 /BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.26	25.02.2016	нет / 1 г
Русфинанс банк, БО-12	BB+ / Ba2 /BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.99	25.02.2016	нет / 1 г
Норильский Никель, БО-05	BBB- / Ba1 /BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	11.94	19.02.2016	нет / 6.16 г
Первый контейнерный терминал, 02	- / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	13.32-13.53	13.53	19.02.2016	нет / 3.83 г
Трансфин-М, БО-42	B / - / -	да	2 500	н/д / 100%	н/д	13.42	19.02.2016	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-001Р-02	- / B1 / B+	да	1 500	н/д / 100%	н/д	11.29	17.02.2016	нет / 2.32 г
Татфонбанк, БО-17	B / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	13.96-16.10	15.03	16.02.2016	нет / 1 г
Вертолеты России, БО-02	- / Ba3 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	12.26	28.01.2016	нет / 6.09 г
РГС Недвижимость, БО-П02	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	13.96	26.01.2016	нет / 0.5 г
ЕАБР, 10	BBB- / Baa1 / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.63	20.01.2016	нет / 4.83 г
Открытие Холдинг, БО-01 (допвыпуск N1)	NR	нет	10 000	н/д / 100%	12.58-13.40	13.40	12.01.2016	нет / 0.13 г
РСХБ, 28	- / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	13.51	30.12.2015	нет / 4.26 г
РСХБ, 27	- / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	13.51	29.12.2015	нет / 4.26 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

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

Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

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

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Кредитный анализ
Кредитный анализ

Владимир Евстифеев
Наталия Толстошеина
Дмитрий Чепрагин

v.evstifeev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Фарида Ахметова
Марина Никишова
Алексей Басов

f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин
Иван Рыжиков

t.mukhametshin@zenit.ru
i.ryzhikov@zenit.ru

Доверительное управление активами

Яков Петров

y.petrov@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.