

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

ТМК (В+/В1/-): нейтральные финансовые результаты за 4К17, долговая нагрузка на конец 2017 г. осталась высокой

Вчера ТМК опубликовала финансовые результаты за 4К17, которые мы оцениваем в целом как нейтральные. В 4К17 компания отразила небольшой рост выручки по сравнению с 3К17. Долговая нагрузка ТМК на конец 2017 г. немного снизилась к началу 4К17, однако осталась на высоком уровне: отношение $\text{net debt}/\text{EBITDA LTM}$ составило 4.7x.

В 4К17 выручка ТМК увеличилась на 5.5% кв/кв до 1.2 млрд долл. в результате увеличения объема реализации бесшовных труб и роста цен в Европейском дивизионе ТМК, увеличения объема реализации труб в Американском дивизионе (на 7% кв/кв до 199 тыс. тонн), а также повышения объема отгрузок бесшовных труб OCTG и линейных труб в Российском дивизионе. Тем не менее, рост цен на сырье и сокращение объема продаж сварных труб в Российском дивизионе привели к снижению EBITDA ТМК в 4К17 на 5% кв/кв до 160 млн долл. и EBITDA margin на 1.5 пп кв/кв до 13.3%.

В 4К17 расходы ТМК на CAPEX сократились на 14.9% кв/кв до 51 млн долл. (за весь 2017 г. расходы на CAPEX составили 236 млн долл.). Отчетный период ТМК завершила с небольшим свободным денежным потоком в размере 35 млн долл.

На конец 2017 г. совокупный долг компании с учетом обязательств по финансовому лизингу увеличился к началу 4К17 на 2.2% до 3.3 млрд долл., в то время как чистый долг уменьшился на 1% до 2.8 млрд долл. Небольшое снижение чистого долга и умеренное увеличение EBITDA LTM привели к уменьшению долговой нагрузки ТМК в терминах $\text{net debt}/\text{EBITDA LTM}$ на конец 2017 г. к началу 4К17, которая, тем не менее, осталась высокой (4.7x на конец 2017 г.). В то же время, риски рефинансирования долга ТМК являются умеренными: на конец 2017 г. ТМК располагала остатком денежных средств в размере 491 млн долл. и невыбранными кредитными линиями на сумму 812 млн долл., что достаточно для единовременной выплаты всего долга с погашением до конца 3К19.

По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты ТМК являются нейтральными для рейтингов компании от S&P и Moody's, которые соответственно в 4К17 и 1К18 подтвердили рейтинги компании и пересмотрели прогноз по ним с негативного на стабильный.

Долговая нагрузка по-прежнему остается определяющим фактором для котировок ТМК. Учитывая небольшое снижение показателя, мы не ожидаем особой реакции в бумагах. Тем более, что рублевые выпуски компании выглядят дорого, предлагая премию в размере 100-110 бп к кривой ОФЗ.

Ключевые финансовые показатели ТМК за 4К17

млн долл.	4К17	3К17	%%
Выручка	1 203	1 140	5.5%
Валовая прибыль	210	239	-12.0%
EBITDA	160	169	-5.3%
Чистая прибыль/(убыток)	-16	22	
Валовая рентабельность	17.5%	21.0%	-3.5 пп
Рентабельность по EBITDA	13.3%	14.8%	-1.5 пп
Чистая рентабельность	отр.	2.0%	
Операц. денеж. поток до изм. в С	165	173	-4.8%
Чистый операцион. денеж. поток	86	-29	
CAPEX	51	60	-14.9%
Свободный денежный поток	35	-89	
млн долл.	11.12.17	30.09.17	%%
Активы	5 537	5 357	3.4%
в т.ч. денежные средства	491	391	25.6%
Долг**	3 335	3 263	2.2%
доля краткосрочного долга	18.3%	19.8%	-1.5 пп
Чистый долг	2 844	2 872	-1.0%
Капитал	933	948	-1.5%
CAPEX/EBITDA	0,4x	0,4x	-
Долг/EBITDA LTM	5,5x	5,6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	4,7x	4,9x	-
EBITDA/Процентные платежи	2,2x	2,3x	-
Долг/Капитал	3,6x	3,4x	-

* за вычетом процентных платежей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Evraz (BB/Ba3/BV-): сильные финансовые результаты за 2П17

Вчера Evraz опубликовал финансовые результаты за 2П17 г., которые мы оцениваем как сильные. Во 2П17 компания отразила рост выручки, EBITDA и EBITDA margin. Отчетный период Evraz завершил с внушительным свободным денежным потоком, при этом долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM снизилась до 1.5x на конец 2017 г.

Во 2П17 выручка Evraz выросла на 12% п/п до 5.7 млрд долл., EBITDA – на 27.8% п/п до 1.5 млрд долл., EBITDA margin – на 3.2 пп п/п до 25.7%. Такой рост был обеспечен преимущественно сильными финансовыми результатами ключевого направления бизнеса Evraz – стального сегмента (63% выручки Evraz за 2017 г.), а также реализацией программы по оптимизации затрат. Так, во 2П17 выручка стального сегмента увеличилась на 12% п/п, EBITDA – на 82% п/п на фоне улучшения рыночной конъюнктуры и роста цен на стальную продукцию.

Во 2П17 расходы компании на CAPEX в долларовом выражении незначительно изменились по сравнению с 1П17 и составили 311 млн долл. (+9.5% п/п). Сдержанный рост расходов на CAPEX и при этом значительное увеличение чистого операционного денежного потока позволило Evraz аккумулировать внушительный свободный денежный поток в размере 711 млн долл. (рост к 1П17 почти в 3 раза). Во 2П17 Evraz погасил часть долга и возобновил дивидендные выплаты. В отчетном периоде компания выплатила промежуточные дивиденды за 1П17 на сумму 430 млн долл., а в конце февраля 2018 г. совет директоров объявил о выплате 29.03.2018 дивидендов по итогам 2017 г. в аналогичном объеме.

На конец 2017 г. совокупный долг Evraz сократился к началу 2П17 на 123 млн долл. до 5.4 млрд долл., чистый долг – на 304 млн долл. до 3.9 млрд долл. Снижение долга и рост EBITDA способствовали снижению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA LTM до 1.5x с 2.0x на 30.06.2017 (3.1x на начало 2017 г.). Прошлый год Evraz завершил с существенной подушкой ликвидности в виде остатка денежных средств на счетах на 1.5 млрд долл. на 31.12.2017, достаточной для выплаты всего долга с погашением в 2018 г. (62 млн долл.) и в 2019 г. (682 млн долл.).

В 2018 г. компания планирует увеличить ежегодные расходы на CAPEX до 600-700 млн долл. с 595 млн долл. за 2017 г. Тем не менее, расходы на CAPEX останутся умеренными относительно текущих денежных потоков Evraz (отношение CAPEX2018/EBITDA 2017 составит менее 0.3x), что будет способствовать сохранению умеренного уровня долговой нагрузки и осуществлению программы дивидендных выплат.

В декабре 2017 г. агентство S&P повысило рейтинг Evraz Group S.A. с «BB-» до «BB» со стабильным прогнозом, кроме того, во 2П17 Moody's и Fitch пересмотрели прогнозы по рейтингам компании со стабильного на позитивный. Учитывая сильные финансовые результаты Evraz за 2П17 и соответствие финансовых метрик компании критериям агентств для повышения рейтингов (скорректированный валовой леверидж ниже 3.0x, сохранение хорошего запаса ликвидности и аккумулирование свободного денежного потока), мы ожидаем повышения рейтингов Evraz со стороны Moody's и Fitch на одну ступень, до уровня S&P.

Подъем в металлургической отрасли и, как следствие, улучшение кредитных метрик Evraz способствовали сокращению спреда между выпусками компании и бумагами более высокочастотных представителей отрасли. На текущий момент премия длинных выпусков составляет порядка 90 бп. С учетом вероятного повышения кредитных рейтингов компании, а также сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры бумаги компании с погашением в 2022 г. и 2023 г., по нашему мнению, имеют неплохой потенциал собственного роста. Рублевые выпуски Evraz не представляют особых идей, торгуясь с премией к суверенной кривой в размере 70-80 бп.

Ключевые финансовые показатели Evraz за 2П17

млн долл.	2П17	1П17	%
Выручка	5 721	5 106	12.0%
EBITDA	1 472	1 152	27.8%
Операционная прибыль	1 155	831	39.0%
Чистая прибыль	673	86	7.8x
Рентабельность по EBITDA	25.7%	22.6%	3,2 пп
Операционная рентабельность	20.2%	16.3%	3,9 пп
Чистая рентабельность	11.8%	1.7%	10,1 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	1 205	906	33.0%
Чистый операцион. ден. поток*	1 022	530	92.8%
CAPEX	311	284	9.5%
Свободный денежный поток	711	246	2,9x
млн долл.	11.12.17	30.06.17	%
Активы	10 380	9 704	7.0%
в т.ч. ден. ср-ва	1 466	1 285	14.1%
Долг	5 391	5 514	-2.2%
доля краткосрочного долга	2.7%	8.4%	-5,7 пп
Чистый долг	3 925	4 229	-7.2%
Капитал	2 026	1 462	38.6%
CAPEX/EBITDA	0,2x	0,2x	-
Долг/EBITDA LTM	2,1x	2,6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,5x	2,0x	-
EBITDA/Процентные платежи	6,5x	5,3x	-
Долг/Капитал	2,7x	3,8x	-

* за вычетом уплаченных процентов

Источник: Данные Компании,
Банка ЗЕНИТ

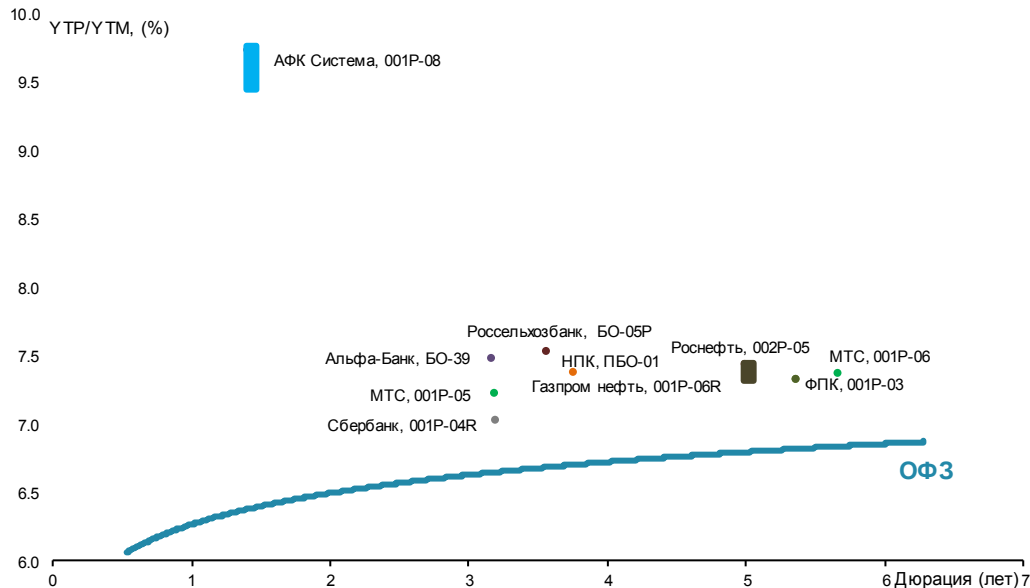
расчеты

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F/АКРА (Эксперт)	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/ Погашение
Газпром нефть, 001P-06R	BBB- / Ba1 / BBB- / AAA (RU)	да	20 000	7.33-7.43	02.03.2018	15.03.2018	нет / 5.02 г	нет / 6 лет
Россельхозбанк, БО-05P	- / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	25 000	7.54	28.02.2018	14.03.2018	нет / 3.56 г	нет / 4 г
АФК Система, 001P-08	- / - / BB- / ruBBB+	да	15 000	9.46-9.73	02.03.2018	07.03.2018	нет / 1.43 г	1.5 г / 10 лет
ФПК, 001P-03	BBB- / - / BB+ / AA+ (RU)	да	10 000	7.33	01.03.2018	07.03.2018	нет / 5.35 г	6.5 лет / 10 лет
МТС, 001P-05	BB / Ba1 / BB+ / ruAA	да	10 000	7.23	01.03.2018	07.03.2018	нет / 3.18 г	нет / 3.5 г
МТС, 001P-06	BB / Ba1 / BB+ / ruAA	да	10 000	7.38	01.03.2018	07.03.2018	нет / 5.66 г	нет / 7 лет
Альфа-Банк, БО-39	BB+ / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	10 000	7.48	01.03.2018	06.03.2018	нет / 3.17 г	3.5 г / 15 лет
Сбербанк, 001P-04R	- / Ba2 / BBB- / AAA (RU)	да	25 000	7.02	28.02.2018	02.03.2018	нет / 3.19 г	нет / 3.5 г
Роснефть, 002P-05	BB+ / Baa3 / - / ruAAA	да	20 000	7.43	22.02.2018	02.03.2018	нет / 5 лет	6 лет / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F/АКРА (Эксперт)	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
Газпром Капитал, БО-01 - БО-04	BBB- / Baa3 / BBB- / AAA (RU)	да	30 000	н/д / 100%	7.43-7.54	7.28	27.02.2018	нет / 5.67 г
Транснефть, БО-001P-09	BBB- / Baa3 / - / ruAAA	да	15 000	н/д / 100%	7.64-7.74	7.28	26.02.2018	нет / 3.57 г
Альфа-Банк, БО-40	BB+ / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	10 000	н/д / 100%	7.64-7.80	7.49	21.02.2018	нет / 2.76 г
Лидер-инвест, БО-П02	NR	нет	4 000	н/д / 100%	12.04-12.31	12.04	21.02.2018	нет / 2.61 г
РЖД, 001P-05R	BBB- / Baa3 / BBB- / AAA	да	20 000	2.8 / 100%	7.54-7.64	7.43	20.02.2018	нет / 6.18 г
НПК, ПБО-01	- / - / - / ruAA	да	5 000	н/д / 100%	7.64-7.90	7.38	20.02.2018	да / 3.75 г
Мегафон, БО-001P-04	BBB- / Ba1 / BB+ / AA	да	15 000	н/д / 100%	7.43-7.54	7.33	19.02.2018	нет / 2.74 г
Роснефть, 002P-04	BB+ / Baa3 / - / ruAAA	да	50 000	1.5 / 100%	7.74-7.85	7.64	15.02.2018	нет / 4.24 г
Газпромбанк, БО-18 и БО-19	BB+ / Ba2 / BB+ / AA (RU)	нет	20 000	н/д / 100%	7.74-7.90	7.59	12.02.2018	нет / 3.51 г
Башнефть, 06 и 08 (вторичное)	- / Baa3 / BBB- / ruAAA	да	206	н/д / 100%	не более 7.85	7.85	12.02.2018	нет / 4.22 г
Газпром нефть, 10 (вторичное)	BBB- / Ba1 / BBB- / AAA (RU)	да	1 139	н/д / 100%	не более 7.74	7.39	05.02.2018	нет / 2.72 г
АФК Система, 001P-07	- / - / BB- / ruBBB	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	10.04	02.02.2018	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		bondsales@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	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.