

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Евраз (В+/Ва3/ВВ-): нейтральные результаты в операционном отчете за 2013 г., евробонды компании выглядят привлекательно в рамках сегмента

В прошлую пятницу Евраз опубликовал операционные результаты за 4К13 и 2013 г. Результаты за прошлый год, на наш взгляд, выглядят достаточно неплохо с учетом далеко не лучшей рыночной конъюнктуры, сохранявшейся в прошлом году. Так, компания сохранила объем выплавки стали по итогам прошлого года (16.1 млн. тонн) на уровне 2012 г., тогда как выпуск стальной продукции вырос на 3.4% г/г (до 14.7 млн. тонн). Впрочем, нужно отметить, что, с точки зрения продуктового микса и маржи, изменения были, скорее, неблагоприятными: рост производства продукции был обеспечен, в большей степени, за счет увеличения выпуска полуфабрикатов (на 21.9% г/г – до 3.8 млн. тонн), тогда как, например, выпуск плоского проката снизился на 14.5% г/г (до 2.1 млн. тонн). В рамках металлургического сегмента умеренный рост показали производство ж/д-продукции (на 5.7% г/г – до 1.9 млн. тонн) и трубных изделий (на 6.3% г/г – до 0.9 млн. тонн).

Совокупный объем производства железорудного сырья в 2013 г. составил 20.4 млн. тонн (-1.5% г/г), что близко к уровню 2012 г. На объемы производства в рамках сегмента повлиял, в первую очередь, произведенный в прошлом году вывод из эксплуатации неэффективных мощностей на территории России (Высокогорский ГОК и Ирбинский рудник) вследствие чего объем российского выпуска снизился по итогам 2013 г. на 6% г/г (до 15.4 млн. тонн). Добыча коксующегося угля и выпуск концентрата в течение 2013 г. росли сопоставимыми темпами, а по итогам года рост добычи составил 22.1% г/г (до 18.9 млн. тонн), увеличение производства концентрата – 24.4% г/г (до 18.9 млн. тонн). Отметим, что заметный вклад в общий рост производства угля Евраза внес рост выпуска Распадской, которая увеличила производство по итогам 2013 г. на 12% (до 7.8 млн. тонн). В отношении энергетического угля отметим, что, в условиях сохранения низких цен на уголь, Евраз продолжал сокращать менее рентабельное добычу и производство. Добыча энергетического угля компанией в 2013 г. снизилась на 37.3% г/г (до 1.4 млн. тонн), а производство энергетического концентрата сократилось более чем в 4 раза по сравнению с 2012 г. и составило всего 99 тыс. тонн. С учетом продолжавшегося в 2013 г. снижения цен на сырье и металлургическую продукцию, мы полагаем, что по итогам 2013 г. Евраз может продемонстрировать снижение выручки на 10-15% г/г., тогда как сжатие EBITDA будет еще более масштабным и составит не менее 20% г/г.

Средний спрэд рублевой кривой Евраза к бумагам ММК (-/Ва3/ВВ+) заметно расширился и составляет сейчас не менее 150 бп, что, на наш взгляд, является вполне достаточной компенсацией за более слабые кредитные метрики Евраза. В то же время, средний спрэд наиболее ликвидных евробондов компании (выпуски EVRAZ'17/18) составляет сейчас около 400 бп к кривой России, что означает премию в 230 бп к сопоставимым по дюрации бумагам Северстали (ВВ+/Ва1/ВВ). Отметим, что за последние 2 месяца евробонды Евраза торговались, в целом, на уровне рынка (средний спрэд к суверенной кривой сузился где-то на 30 бп), тогда как бумаги Северстали демонстрировали опережающую динамику (спрэд к суверенной кривой сузился не менее чем на 50 бп), что привело к расширению спреда между бумагами компаний где-то на 30 бп. На наш взгляд, премия евробондов Евраза к бумагам Северстали выглядит достаточно широко с учетом разницы в кредитном качестве компаний. Мы считаем, что евробонды Евраза по-прежнему являются интересной покупкой, сохраняя, в среднесрочной перспективе, потенциал сужения премии к выпускам Северстали и НЛМК, в том числе в результате полной реализации позитивных синергий от интеграция бизнеса Распадской.

Динамика операционных показатели Евраза

тыс. тонн	2013	2012	%
Металлургический сегмент			
Кокс (товарная продукция)	1 380	1 416	-2.5%
Чугун	12 553	12 031	4.3%
Сталь	16 109	15 932	1.1%
Стальная продукция*, в т.ч.			
Полуфабрикаты	14 673	14 195	3.4%
Строительный прокат	5 186	5 207	-0.4%
Ж/д-продукция	1 903	1 801	5.7%
Плоский прокат	2 108	2 465	-14.5%
Трубные изделия	927	872	6.3%
Прочее	706	697	1.3%
Горнорудный сегмент			
Ж/р-концентрат (товарный, Россия)	4 692	5 615	-16.4%
Ж/р-агломерат (Россия)	4 396	4 698	-6.4%
Окатыши (Россия)	6 301	6 051	4.1%
Кушковая руда (Украина)	2 973	2 608	14.0%
Прочее ЖРС	2 082	1 781	16.9%
Коксующийся уголь (добыча)**	18 933	15 509	22.1%
Конц. коксующегося угля (гр-во)**	13 664	10 983	24.4%
Энергетический уголь (добыча)	1 432	2 283	-37.3%
Энергетический концентрат (гр-во)	99	421	-76.5%

* за исключением внутригрупповых поставок

** включает 100% производства Распадской, данные за 2012 г. приведены в сопоставимый вид

тыс. тонн	4К13	3К13	%
Металлургический сегмент			
Кокс (товарная продукция)	283	342	-17.3%
Чугун	119	131	-9.2%
Сталь	3 989	3 962	0.7%
Стальная продукция, в т.ч.			
Полуфабрикаты	1 155	918	25.8%
Строительный прокат	1 250	1 363	-8.3%
Ж/д-продукция	510	515	-1.0%
Плоский прокат	365	460	-20.7%
Трубные изделия	273	229	19.2%
Прочее	175	163	7.4%
Горнорудный сегмент			
Ж/р-концентрат (товарный, Россия)	982	1 264	-22.3%
Ж/р-агломерат (Россия)	904	1 124	-19.6%
Окатыши (Россия)	1 575	1 606	-1.9%
Кушковая руда (Украина)	796	717	11.0%
Прочее ЖРС	443	531	-16.6%
Коксующийся уголь (добыча)	5 048	4 802	5.1%
Конц. коксующегося угля (гр-во)	3 348	3 464	-3.3%
Энергетический уголь (добыча)	456	482	-5.4%
Энергетический концентрат (гр-во)	16	21	-23.8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Группа ЛСР (-B2/B): сильный операционный отчет по итогам 2013 г., бумаги компании выглядят интересно в рамках сектора

В конце прошлой недели Группа ЛСР, один из крупнейших девелоперов коммерческой и жилой недвижимости, опубликовала операционные показатели за 2013 г. Раскрытые данные, в целом, выглядят достаточно сильно. Центр роста компании по-прежнему находится в сегменте девелопмента, где ЛСР достигла рекордных показателей продаж, увеличив объем реализованных в течение 2013 г. площадей на 68.5% г/г (до 753 тыс. м2). Стоимость заключенных в прошлом году контрактов превысила 60 млрд. руб., что означает рост на 62% по сравнению с 2012 г. В то же время, объем площадей, переданных покупателям в течение 2013 г. вырос на 41.1% г/г (до 350 тыс. м2), тогда как объем введенных в эксплуатацию площадей несколько сократился – на 9.3% г/г (до 301 тыс. м2). Отметим, что высокие темпы роста, продемонстрированные ЛСР, были обеспечены хорошими результатами на рынках Санкт-Петербурга и Екатеринбурга, тогда как в Москве компания продемонстрировала весьма умеренную динамику. Это обусловлено, в том числе, насыщенностью московского рынка и относительно небольшими масштабами текущего строительства в столице, а также графиком реализации проектов компании.

В строительном сегменте Группа ЛСР продемонстрировала достаточно умеренный рост: совокупный объем СМР вырос на 15.9% г/г (до 840 тыс. м2). На совокупный показатель вновь повлияли слабые результаты в Москве (объем СМР снизился на 20.9% г/г), тогда как показатели строительства в С.-Петербурге и Екатеринбурге росли опережающими темпами (на 27.9% г/г и 27% г/г соответственно). Сегмент строительных материалов в 2013 г. не показал какого-то существенного роста, однако здесь у компании есть перспективы наращивания темпов роста в связи с запуском новых мощностей по производству кирпича и ЖБИ. Специфика учетной политики ЛСР, как и строителей в целом, подразумевает невысокую синхронность признания доходов и реального движения денежных средств. По этой причине мы ожидаем, что компания покажет по итогам 2013 г. рост выручки на уровне 20-25% г/г. В то же время ЛСР, по-видимому, более значительно укрепит денежные потоки за счет существенного ускорения роста продаж недвижимости и поступлений предоплаты по новым контрактам.

У Группы ЛСР на рынке торгуется несколько выпусков, однако абсолютное их большинство имеет достаточно короткую дюрацию. Единственный более-менее длинный выпуск – ЛСР 05 (YTM 9.95/D 1.58 г.) – торгуется со спрэдом около 360 бп к ОФЗ и выглядят достаточно интересно в рамках сектора. За пределами строительного сектора в качестве более доходной альтернативы длинным бумагам ЛСР, на наш взгляд, может выступать выпуск Мираторг БО-03 (YTM 11.44/D 2.01), который предлагает достаточно щедрую премию в 140 бп к ЛСР 05 за полугодичное удлинение дюрации и более высокие кредитные риски. В то же время, сопоставимую с ЛСР 05 доходность на той же и даже более короткой дюрации можно найти и в выпусках частных банков 2-го эшелона с более высокими рейтингами.

Ключевые операционные показатели Группы ЛСР за 2013 г.

	2013	2012	%
Девелопмент (тыс. м2)			
Новые контракты	753	447	68.5%
Ввод в эксплуатацию	301	332	-9.3%
Передача покупателям	350	248	41.1%
Строительство (тыс. м2)			
Объем СМР, включая	840	725	15.9%
Санкт-Петербург	545	426	27.9%
Москва	140	177	-20.9%
Екатеринбург	155	122	27.0%
Строительные материалы			
Щебень и песок (тыс. м3)	17 175	17 309	-0.8%
Товарный бетон и ЖБИ (тыс. м3)	1 896	1 894	0.1%
Цемент (тыс. тонн)	1 305	1 208	8.0%
Кирпич (млн. штук)	196	182	7.7%
Газобетон (тыс. м3)	1 207	1 077	12.1%

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	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

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
Рисланд, 01	NR	нет	6 100	н/д	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д	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 / 1 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Baa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB- / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
Роснефть, БО-06	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
РЖД, БО-10	BBB / Baa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	18.12.2013	н/д
ЛК Уралсиб, БО-14	- / - / B+	да	1 000	н/д / 100%	Конкурс	9.31	16.12.2013	нет / 2.66 г.
ФСК, 30	BBB / Baa3 / BBB	да	10 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	13.12.2013	н/д
ФСК, 34	BBB / Baa3 / BBB	да	15 000	0.9 / 93.3%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	13.12.2013	н/д
ОВК Финанс, 01	NR	нет	15 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 8.70	04.12.2013	н/д
Внешэкономбанк, 31	BBB / Baa1 / BBB	да	20 000	0.4 / 37.5%	8.62	8.62	03.12.2013	нет / 5.36 г.
Вертолеты России, БО-02	- / Baa2 / BB	да	5 000	1.4 / 100%	8.78-9.10	8.94	28.11.2013	нет / 3.08 г.
ХК Финанс, 01	BBB / Baa3 / -	да	5 000	н/д / 100%	8.57-8.84	8.57	28.11.2013	нет / 2.70 г.
Газпром, БО-19	BBB / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.30	1-й купон: 7.30	27.11.2013	н/д
Газпром, БО-20	BBB / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.30	1-й купон: 7.30	27.11.2013	н/д
РСГ-Финанс, БО-01	B- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.16	26.11.2013	нет / 2.59 г.

Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
ОФЗ, 25081		97.50	7.07	3.52	
ОФЗ, 26204	BBB+ / Baa1 / BBB	102.03	7.03	3.56	Относительно небольшая дюрация обеспечивает невысокую чувствительность к валютному риску, что позволит получить дополнительный доход по мере снижения ставок ЦБ
ОФЗ, 26208		101.80	7.19	4.23	
НПК, БО-01	- / B1 / -	101.65	8.36	1.05	
НПК, БО-02		101.90	8.65	1.05	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/BB-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
ГЕОТЕК Сейсморазведка, 01	B / - / -	99.99	10.91	2.40	Дебютный выпуск лидера российского рынка нефтесервисных услуг в сегменте сейсморазведки, более 200 бп премии к бумагам БК Евразия
ГТЛК, 01	BB- / - / -	100.70	9.82	1.79	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		100.70	9.84	1.80	
Русский Стандарт, БО-02	B+ / B2 / B+	99.80	9.95	1.10	Доходное предложение среди частных банков категории В+/BB-, более 100 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		100.20	17.38	1.03	
Восточный Экспресс Банк, БО-04	- / B1 / -	99.70	11.13	0.93	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет 30-40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 80-180 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / B	99.23	11.63	2.00	Дополнительные 80 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 180 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 17.01.2014

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17		107.14	3.63	2.94	
VTB'18 (6.315)	BBB / Baa2 / BBB	107.68	4.25	3.59	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая 70-100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.875)		109.69	4.40	3.83	
VTB'20		106.97	5.30	5.50	
GAZPRU'18	BBB / Baa1 / BBB	118.56	3.38	3.64	Подходящие бумаги для использования в качестве источника дохода наклона кривой на участке 2-5 лет. Выпуски имеют небольшой риск расширения спредов, а 2-3-летние ставки имеют ограниченный потенциал роста в связи с обещанием ФРС мягкой процентной политики до середины 2015 г.
SBERRU'19	- / Baa1 / BBB	105.92	3.96	4.81	
RCCF'17	B+ / B2 / B	96.64	9.37	2.17	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
RSHB'21 (sub)	- / Baa3 / BB+	103.37	4.48	2.22	Умеренный процентный риск, щедрая премия "старого" суборда к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHRU'18	BB- / - / B+	93.59	9.87	3.62	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спредом 550-600 бп к суверенной кривой и предлагая не менее 140 бп к бумагам Альянс Ойл, что, на наш взгляд, выглядит избыточно.
FESHRU'20		93.63	10.14	4.81	

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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.