

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdaikov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### ЕвроХим (ВВ-/ВВ): слабый финансовый отчет за 2013 г., евробонды компании оценены справедливо

Вчера ЕвроХим, крупнейший производитель минеральных удобрений, раскрыл финансовые результаты за 2013 г. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. По итогам 2013 г. темпы роста выручки компании замедлились до 6.3% г/г (до 176.9 млрд. руб.), тогда как темпы снижения EBITDA ускорились до 12.6% г/г (до 43 млрд. руб.). В результате, рентабельность по EBITDA ЕвроХима снизилась до 24.3% (-5.3 пп г/г). Отметим, что в 2013 г., на фоне сокращения цен, как на азотные, так и на фосфорные удобрения, а также стабильного уровня выпуска продукции в фосфорном сегменте относительно показателей 2012 г., рост выручки компании был обусловлен, в большей степени, увеличением объемов производства азотных удобрений. Напомним, что ЕвроХим увеличил мощности азотного сегмента за счет приобретения во 2K12 и 3K12 компаний EuroChem Antwerpen и EuroChem Agro, что в 2013 г. позволил нарастить продажи азотных удобрений на 11% г/г. В то же время, сокращения показателя EBITDA было обусловлено опережающими темпами роста себестоимости продаж (увеличилась на 15.4% г/г) и SG&A-расходов (рост на 10.7% г/г).

Свободный денежный поток ЕвроХима (чистый операционный денежный поток за вычетом капвложений, включая расходы на лицензии, и выплат по процентам) по итогам 2013 г. оказался в отрицательной области (-1.5 млрд. руб.), тогда как по итогам 2012 г. показатель составил около 6 млрд. руб. Такая динамика свободного денежного потока компании была обусловлена, с одной стороны, сокращением чистого операционного денежного потока (за вычетом выплат по процентам) на 9.8% г/г (до 31.1 млрд. руб.), а с другой – увеличением капитальных расходов. Так, CAPEX компании (включая лицензии) вырос в 2013 г. на 14.2% г/г и составил 32.6 млрд. руб., при этом в относительном выражении капрасходы также выросли – до 0.8x EBITDA (против 0.6x в 2012 г.). Помимо капитальных инвестиций, заметной статьей расходов в 2013 г. стал выкуп собственных акций. Расходы компании на выкуп (за вычетом позже реализованных акций) составили 3.5 млрд. руб. Общий дефицит средств ЕвроХим компенсировал частично за счет взносов акционеров и расходования накопленной на балансе ликвидности, частично – за счет увеличения долга.

Общий долг ЕвроХима конец 2013 г. вырос на 9.5% по сравнению с началом года и достиг 108.4 млрд. руб. Рост долга, на фоне сокращения ликвидных активов, привел к увеличению чистого долга на 12% по сравнению с началом года (до 89.4 млрд. руб.). В свою очередь, увеличение чистого долга компании с одновременным снижением EBITDA привело к заметному повышению долговой нагрузки ЕвроХима – до 2.1x в терминах чистый долг/EBITDA, тогда как на конец 2012 г. этот показатель еще составлял 1.6x. Вместе с тем, в качестве позитивного фактора можно отметить преимущественно долгосрочный характер долгового портфеля: на конец 2013 г. доля краткосрочных обязательств снизилась до 7.7% против 20% на конец 1П13. Кроме того, в отчете ЕвроХима отмечается, что, в случае дальнейшего ослабления денежных потоков, менеджмент компании в целях снижения уровня долговой нагрузки может принять решение о привлечении дополнительного акционерного капитала и сокращении CAPEX. Вероятно, эти факторы принимались во внимание рейтинговыми агентствами, которые в сентябре-октябре 2013 г. подтвердили кредитные рейтинги компании.

#### Ключевые финансовые показатели ЕвроХима по МСФО за 2013 г.

| млн. руб.                     | 2013    | 2012    | %г       |
|-------------------------------|---------|---------|----------|
| Выручка                       | 176 937 | 166 478 | 6.3%     |
| EBITDA                        | 42 961  | 49 168  | -12.6%   |
| Операционная прибыль          | 31 743  | 40 191  | -21.0%   |
| Чистая прибыль                | 12 256  | 32 569  | -62.4%   |
| Рентабельность по EBITDA      | 24.3%   | 29.5%   | -5.3 пп  |
| Операционная рентабельность   | 17.9%   | 24.1%   | -6.2 пп  |
| Чистая рентабельность         | 6.9%    | 19.6%   | -12.6 пп |
| Операц. ден.поток до изм. ОК  | 35 624  | 41 108  | -13.3%   |
| Чистый операцион. ден. поток* | 31 128  | 34 526  | -9.8%    |
| CAPEX (включая лицензии)      | 32 594  | 28 530  | 14.2%    |
| Свободный денежный поток      | (1 466) | 5 996   | -        |

| млн. руб.                    | 2013    | 2012    | %г     |
|------------------------------|---------|---------|--------|
| Активы                       | 262 335 | 237 250 | 10.6%  |
| в т.ч. ден. ср-ва и депозиты | 18 994  | 19 116  | -0.6%  |
| Долг                         | 108 406 | 98 964  | 9.5%   |
| доля краткосрочного долга    | 7.7%    | 6.9%    | 0.8 пп |
| Чистый долг                  | 89 412  | 79 848  | 12.0%  |
| Капитал                      | 121 813 | 106 797 | 14.1%  |
| CAPEX+M&A                    | 34 194  | 60 336  | -43.3% |
| CAPEX/EBITDA                 | 0.8x    | 0.6x    | -      |
| (CAPEX+M&A)/EBITDA           | 0.8x    | 1.2x    | -      |
| Долг/EBITDA LTM              | 2.5x    | 2.0x    | -      |
| Чистый долг/EBITDA LTM       | 2.1x    | 1.6x    | -      |
| Долг/Капитал                 | 0.9x    | 0.9x    | -      |

\*за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Евробонд EUCHEM'17 является одной из наиболее доходных бумаг в сегменте российских химических компаний, при этом с начала года выпуск демонстрировал динамику лучше рынка, расширив спред к кривой UST примерно на 25 бп (до 390 бп). В то же время, текущая премия EUCHEM'17 к близким по дюрации выпускам ФосАгро (BBB-/Baa3/BB+) и Уралкалия (BBB-/Baa3/BBB-) составляет 50-60 бп, что, на наш взгляд, выглядит справедливо, учитывая более сильный операционный профиль и лучшие кредитные метрики этих компаний по сравнению с ЕвроХимом. Рублевые бумаги ЕвроХима не представляют особого интереса, прежде всего, из-за низкой ликвидности, индикативно торгуясь со средним спредом около 190 бп к ОФЗ – с заметным дисконтом около 50 бп на уровне сопоставимого по дюрации и более ликвидного Акрон БО-01 (YTM 9.09/D 1.55).

## Мечел (Moody's: B3/Stable): операционный отчет компании за 2013 г. как отражение сохранявшегося в течение года слабого спроса на металлургическую продукцию и сырье

Вчера Мечел опубликовал операционные результаты за 4К13 и 2013 г. в целом. В 4К13 объем производства угля составил 7.1 млн. тонн (+0.8% кв/кв), что, в целом, соответствовало уровню 3К13, тогда как выплавка стали снизилась на 8.7% кв/кв – примерно до 1 млн. тонн. В рамках горнорудного сегмента в 4К13 можно отметить рост отгрузок антрацитов, которые выросли на 38.1% кв/кв (до 576 тыс. тонн), – на этом позитивные новости и закончились. Продажи коксующегося концентрата, как и кокса, немного снизились и составили 2 063 тыс. тонн (-3.6% кв/кв) и 248 тыс. тонн (-3.1% кв/кв) соответственно, тогда как объем продаж энергетического угля снизился на 7.8% кв/кв (до 983 тыс. тонн). Сильнее всего в 4К13 снизились объемы отгрузок PCI-углей (более чем на треть кв/кв – до 741 тыс. тонн), в рамках коррекции после пиковых показателей 3К13, а также железорудного концентрата, продажи которого упали сразу на 42.5% кв/кв (до 626 тыс. тонн). В рамках металлургического сегмента, снижение отгрузок наблюдалось практически по всем видам продукции, при этом продажи сортового проката снизились на 15.3% кв/кв (до 793 тыс. тонн), плоского проката – более чем на четверть кв/кв (до 118 тыс. тонн).

По итогам 2013 г. в целом Мечел сохранил общее производство угля на уровне 2012 г. – 27.5 млн. тонн (-0.9% г/г), тогда как выплавка стали снизилась на 28.8% г/г (до 4.65 млн. тонн). В рамках горнорудного сегмента сокращение объемов продаж произошло практически по всем видам продукции, кроме PCI-углей (их отгрузка выросла на 36.2% г/г – до 3.3 млн. тонн), однако снижение было умеренным. Более всего снизилась отгрузка железорудного концентрата (на 10.3% г/г – до 3.7 млн. тонн), коксующегося концентрата (на 2.7% г/г – до 8.7 млн. тонн) и энергетических углей (на 4.7% г/г – до 4.2 млн. тонн). В то же время, объем продаж антрацитов (снижение на 1.9% г/г – до 2.1 млн. тонн) и кокса (снижение на 8.7% г/г – до 1 млн. тонн) сохранился на близких к 2012 г. уровням. В металлургическом сегменте объем продаж сортового проката снизился на 13.1% г/г (до 3.5 млн. тонн), а отгрузки товарной заготовки сократились почти в 4 раза по сравнению с 2012 г. (до 690 тыс. тонн) – эти товарные группы показали наибольшее сокращение. Отгрузки плоского проката и метизов показали более умеренное снижение, сократившись на 18.5% г/г (до 586 тыс. тонн) и 12.7% г/г (до 852 тыс. тонн) соответственно. Отметим, что сокращение объемов выплавки стали и продаж металлургической продукции в 2013 г. было во многом обусловлено избавлением от нерентабельных активов (в Украине, Румынии и Британии), а также прекращением сотрудничества с группой Эстар. В то же время, просадка по продажам железорудного концентрата в 4К13, усугубившая динамику по 2013 г. в целом произошла, вероятно, из-за сокращения спроса на экспортных рынках – в итоге Мечел был вынужден пристраивать этот объем внутри группы за счет соответствующего увеличения объемов поставок на собственные предприятия.

Мечел достаточно широко представлен на рублевом рынке, при этом его выпуски характеризуются относительно невысокой ликвидностью. Бумаги Мечела уже достаточно давно торгуются на distress-уровнях, репрезентативная доходность по его бумагам составляет более 30% годовых. Доходность по бондам компании отражает слабые и продолжающие быстро ухудшаться кредитные метрики Мечела (недавняя продажа ферросплавных активов не сможет заметно улучшить ситуацию с крайне высокой долговой нагрузкой), а также все еще достаточно туманные перспективы восстановления на рынках угля и металлургической продукции.

## Динамика операционных результатов Мечела

| тыс. тонн                              | 2013   | 2012   | %      |
|----------------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Производство</b>                    |        |        |        |
| Уголь                                  | 27 516 | 27 763 | -0.9%  |
| Чугун                                  | 3 743  | 4 161  | -10.0% |
| Сталь                                  | 4 650  | 6 532  | -28.8% |
| <b>Продажи сырья внеш. покупателям</b> |        |        |        |
| Железорудный концентрат                | 3 688  | 4 110  | -10.3% |
| Концентрат коксующегося угля           | 8 713  | 8 952  | -2.7%  |
| Антрациты                              | 2 079  | 2 120  | -1.9%  |
| Угли PCI                               | 3 308  | 2 428  | 36.2%  |
| Энергетические угли                    | 4 165  | 4 370  | -4.7%  |
| Кокс                                   | 1 016  | 1 113  | -8.7%  |
| <b>Общие продажи металлопродукции*</b> |        |        |        |
| Сортовой прокат                        | 3 541  | 4 073  | -13.1% |
| Плоский прокат                         | 586    | 719    | -18.5% |
| Товарная заготовка                     | 690    | 2 602  | -73.5% |
| Метизы и сварная сетка                 | 852    | 976    | -12.7% |
| Поковки и штамповки                    | 171    | 168    | 1.8%   |

\* включая продукцию сторонних производителей

| тыс. тонн                              | 4К13  | 3К13  | %      |
|----------------------------------------|-------|-------|--------|
| <b>Производство</b>                    |       |       |        |
| Уголь                                  | 7 086 | 7 028 | 0.8%   |
| Чугун                                  | 835   | 913   | -8.5%  |
| Сталь                                  | 1 002 | 1 098 | -8.7%  |
| <b>Продажи сырья внеш. покупателям</b> |       |       |        |
| Железорудный концентрат                | 626   | 1 089 | -42.5% |
| Концентрат коксующегося угля           | 2 063 | 2 140 | -3.6%  |
| Антрациты                              | 576   | 417   | 38.1%  |
| Угли PCI                               | 741   | 1 124 | -34.1% |
| Энергетические угли                    | 983   | 1 066 | -7.8%  |
| Кокс                                   | 248   | 256   | -3.1%  |
| <b>Общие продажи металлопродукции*</b> |       |       |        |
| Сортовой прокат                        | 793   | 936   | -15.3% |
| Плоский прокат                         | 118   | 159   | -25.8% |
| Товарная заготовка                     | 40    | 91    | -56.0% |
| Метизы и сварная сетка                 | 199   | 227   | -12.3% |
| Поковки и штамповки                    | 41    | 41    | -      |

\* включая продукцию сторонних производителей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

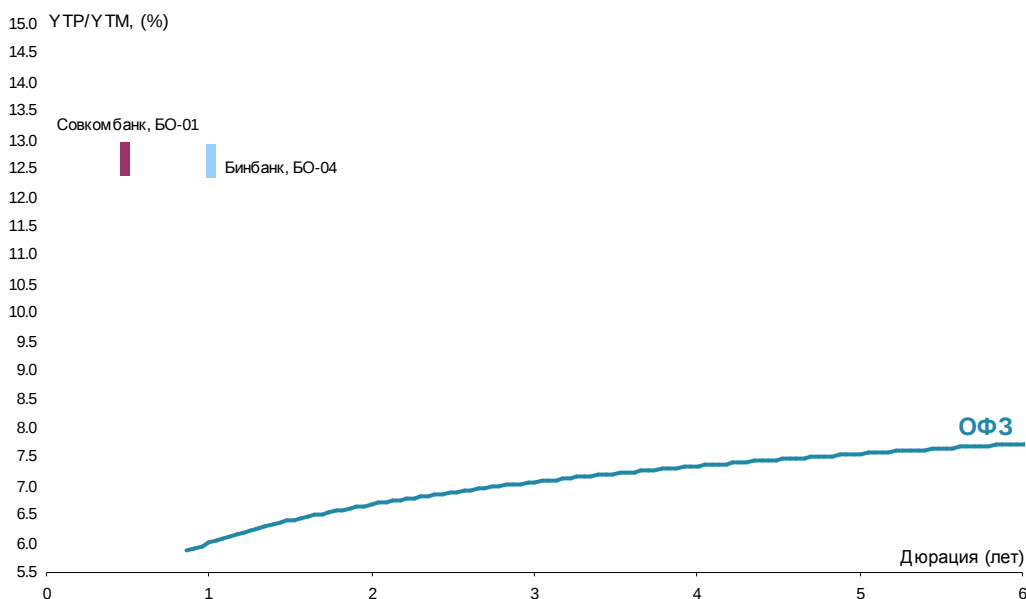
| Выпуск            | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/Дюрация | Оферта/Погашение |
|-------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Фарго Финанс, 01  | NR               | нет                                | 6 000                        | н/д                         | 07.02.2014     | 12.02.2014      | н/д                 | н/д / 5 лет      |
| Совкомбанк, БО-01 | B / B2 / -       | да                                 | 2 000                        | 12.36-12.89                 | 11.02.2014     | 13.02.2014      | нет / 0.50 г.       | 0.5 г. / 5 лет   |
| Бинбанк, БО-04    | B / - / -        | да                                 | 2 000                        | 12.36-12.89                 | 12.02.2014     | 14.02.2014      | нет / 1 г.          | 1 г. / 6 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 |
|---------------------------------|-------------------|------------------------------------|------------------------------|-------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------------|
| ЕАБР, 01 (вторичное)            | BBB / A3 / -      | да                                 | н/д                          | н/д                     | не более 8.24               | 8.24                           | 05.02.2014      | нет / 2.68 г.       |
| ВЭБ-Лизинг, БО-01               | BBB / - / BBB     | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%              | 8.84                        | 8.84                           | 28.01.2014      | нет / 4.15 г.       |
| Прямые инвестиции Финанс, БО-02 | NR                | нет                                | 5 000                        | н/д / 100%              | н/д                         | 10.25                          | 28.01.2014      | нет / 2.66 г.       |
| Рислэнд, 01                     | NR                | нет                                | 6 100                        | н/д / 100%              | н/д                         | 9.46                           | 16.01.2014      | нет / 4.10 г.       |
| Финстоун, 01                    | NR                | нет                                | 6 200                        | н/д / 100%              | 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 / 2.66 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.       |



# 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

Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова

Максим Симагин

Александр Валканов

Юлия Паршина

j.shabanova@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

Макроэкономика/кредитный анализ

Кредитный анализ

Количественный анализ

Акции

Владимир Евстифеев

Кирилл Сычев

Евгений Чердаков

Дмитрий Чепрагин

Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru

k.sychev@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.