

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### Евраз: умеренно-позитивная финансовая отчетность по итогам 2013 г., бумаги компании по-прежнему дают хорошую компенсацию за риск

Вчера Евраз (В+/Вa3/ВВ-) опубликовал финансовую отчетность по итогам 2013 г., которую мы оцениваем умеренно-позитивно. В 2013 г. компания сократила выручку на 2.1% г/г (до 14.4 млрд. долл.), тогда как EBITDA снизилась на 10.2% г/г (до 1.8 млрд. долл.), что привело к небольшому снижению уровня рентабельности по EBITDA, который составил 12.6% (-1.1 пп г/г). Несмотря на сохранение, в целом, достаточно непростой рыночной конъюнктуры, итоги 2П13 были позитивными для компании и позволили заметно улучшить динамику, в частности EBITDA, за 2013 г. в целом (напомним, что по итогам 1П13 выручка Евраза снизилась на 3.4% г/г, а для EBITDA снижение составило 20.7% г/г).

Основное давление на выручку компании по-прежнему оказывали снижавшиеся цены на металлургическую продукцию, тогда как отгрузки (за исключением внутригрупповых поставок) выросли на 3.4% г/г (до 14.7 млн. тонн). В то же время, ключевыми факторами роста выручки в 2013 г. было увеличение поступления со стороны майнингового сегмента, что было обусловлено как органическим увеличением производства угля, окатышей и прочего ЖРС, так и консолидацией показателей Распадской. Отметим, что в 2013 г., чтобы хоть как-то компенсировать снижение цен на коксующийся уголь, производство коксующегося концентрата выросло на 24.4% г/г (сравнение с сопоставимыми данными за 2012 г., учитывающими эффект от консолидации Распадской). Вместе с тем, производство окатышей выросло на 4.1% г/г, тогда как выпуск железорудного концентрата упал на 16.4% г/г, а ж/р-агломерата – на 6.4% г/г. Снижение EBITDA было обусловлено как фактором сокращения продаж, так и ухудшением продуктового микса. В 2013 г. заметно выросли продажи полуфабрикатов (на 21.9% г/г), тогда как отгрузки более дорогого строительного проката остались на уровне 2012 г., а плоского проката и вовсе снизились на 14.5% г/г. В то же время отметим, что определенную поддержку операционной рентабельности Евраза оказало и снижение себестоимости (за счет стоимости сырья, в том числе благодаря консолидации Распадской) – на 2.8% г/г, а также то, что менеджменту удалось сохранить SG&A-расходы на уровне 2012 г.

По итогам 2013 г. Евраз увеличил свободный денежный поток на 27.6% г/г (до 412 млн. долл.), что стало следствием заметного снижения капитальных инвестиций в прошлом году. Так, CAPEX снизился в абсолютном выражении на 28.5% г/г (до 902 млн. долл.), обогнав по темпам сокращения операционного денежного потока (снизился на 17% г/г), а в относительном – до 0.5x EBITDA (против 0.6x в 2012 г.). Как сообщалось, Евраз принял решение приостановить ряд инвестпроектов (ранее объем инвестиций в 2013 г. ожидался на уровне 1.3 млрд. долл.), а капвложения в течение ближайших нескольких лет предполагается сохранить на уровне не более 900 млн. долл. (0.5x EBITDA LTM). Свободный денежный поток Евраза в 2013 г. был направлен, в том числе, на погашение долга компании. Задолженность Евраза к концу 4К13 снизилась на 3.7% по сравнению с началом года и составила 7.86 млрд. долл., доля краткосрочных обязательств мало изменилась к началу года, составив 23.1% (+1.2 пп г/г). В то же время, чистый долг компании практически не изменился к началу года (долг гасился, в том числе, за счет денежных средств на балансе), что, на фоне снижения EBITDA, привело к умеренному росту долговой нагрузки – до 3.4x в терминах чистый долг/EBITDA. В то же время, долговая нагрузка компании все же скорректировалась с пиковых уровней 1П13, когда она достигала 3.8x.

Отметим, что Евраз все же сохраняет существенный отрыв долговой нагрузки от

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

млн. долл.	2013	2012	%%
Выручка	14 411	14 726	-2.1%
ЕБИТДА	1 821	2 027	-10.2%
Операционная прибыль	19	258	-92.6%
Чистая прибыль	(572)	(425)	34.6%
Рентабельность по EBITDA	12.6%	13.8%	-1.1 пп
Операционная рентабельность	0.1%	1.8%	-1.6 пп
Чистая рентабельность	-	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	1 535	1 733	-11.4%
Чистый операцион. ден. поток*	1 314	1 584	-17.0%
CAPEX	902	1 261	-28.5%
Свободный денежный поток	412	323	27.6%

млн. долл.	2013	2012	%%
Активы	17 704	17 732	-0.2%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	1 647	2 032	-18.9%
Долг**	7 855	8 156	-3.7%
доля краткосрочного долга	23.1%	21.9%	1.2 пп
Чистый долг	6 208	6 124	1.4%
Капитал	5 434	5 117	6.2%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.6x	-
Долг/EBITDA	4.3x	4.0x	-
Чистый долг/EBITDA	3.4x	3.0x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	3.1x	3.6x	-
Долг/Капитал	1.4x	1.6x	-

\* за вычетом уплаченных процентов

\*\* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

остальных качественных металлургов, что понимает и менеджмент компании, который намерен сфокусировать усилия на снижении долга в ближайшее годы. В этой связи Евраз зафиксировал потолок по расходам на капвложения (о чем говорилось выше), а также объявил о заморозке регулярных дивидендов (сохранив, при этом, спецдивиденды при продаже активов) вплоть до конца 2016 г. К этому времени Евраз намерен снизить долговую нагрузку до 3х в терминах чистый долг/EBITDA. Перспектива такого развития событий нам видится вполне реальной при условии, что на этом промежутке не случится каких-либо сильных шоков, которые повернут вспять наметившееся восстановление рыночной конъюнктуры. Более близкие перспективы компании включают погашение до конца 2014 г. около 1.8 млрд. долл. краткосрочного долга, включая 2 облигационных выпуска Сибметинвеста на 20 млрд. руб. В этой связи можно отметить, что ликвидные активы на балансе компании составили на конец 2013 г. более 1.6 млрд. долл., что должно упростить компании рефинансирование обязательств. Дополнительные средства могут поступить и от продажи ванадиевого подразделения Евраз (южноафриканская Highveld Steel & Vanadium), однако, как сообщил менеджмент, если сделка и состоится в 2014 г., компания вряд ли сможет выручить за актив те 320 млн. долл., на которые рассчитывала ранее. С другой стороны, учитывая, что это достаточно качественный актив, существенной меньшей цены тоже, вероятно, ожидать не стоит. Подводя итог, отметим, что отчетность за 2013 г., на наш взгляд, скорее позитивна для рейтингов Евраз, поскольку снижает вероятность потери компанией ВВ-рейтинга.

Вчера ситуация в российских евробондах была достаточно спокойной, при этом в корпоративном секторе усилилось влияние продавцов. Котировки корпоративных бумаг в среднем по рынку сползли вниз на 25-30 бп, при этом на вышедший отчет Евраза преобладал негативный взгляд. По итогам дня бумаги Евраза выглядели заметно хуже рынка, потеряв в пределах 1.5 фигур в цене, а рост доходностей вдоль кривой компании составил порядка 40-50 бп. Менее ликвидные рублевые выпуски Евраза вчера не показали существенных изменений цен, разве что цена короткого Сибметинвест 01 с погашением в октябре выросла на 40-50 бп на небольших оборотах. В целом же, средней спред рублевой кривой составляет 610-620 бп к ОФЗ, то есть премия к бумагам ММК (-/Ва3/ВВ+) и НЛМК (ВВ+/Ваа3/ВВВ-) достигает 520 бп, что, на наш взгляд, выглядит слишком широко, даже учитывая не самую благоприятную рыночную конъюнктуру и более высокую долговую нагрузку Евраза.

### Динамика операционных результатов Евраза в 2013 г.

тыс. тонн	2013	2012	%
<b>Металлургический сегмент</b>			
Кокс (товарная продукция)	1 380	1 416	-2.5%
Чугун	12 553	12 031	4.3%
Сталь	16 109	15 932	1.1%
<b>Стальная продукция*, в т.ч.</b>	<b>14 673</b>	<b>14 195</b>	<b>3.4%</b>
Полуфабрикаты	3 843	3 153	21.9%
Строительный прокат	5 186	5 207	-0.4%
Жд-продукция	1 903	1 801	5.7%
Плоский прокат	2 108	2 465	-14.5%
Трубные изделия	927	872	6.3%
Прочие	706	697	1.3%
<b>Горнорудный сегмент</b>			
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%
Прочие ЖРС	2 082	1 781	16.9%
Коксующийся уголь (добыча)**	18 933	15 509	22.1%
Конц. коксующегося угля (пр-во)**	13 664	10 983	24.4%
Энергетический уголь (добыча)	1 432	2 283	-37.3%
Энергетический концентрат (пр-во)	99	421	-76.5%

\*за исключением внутригрупповых поставок

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

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

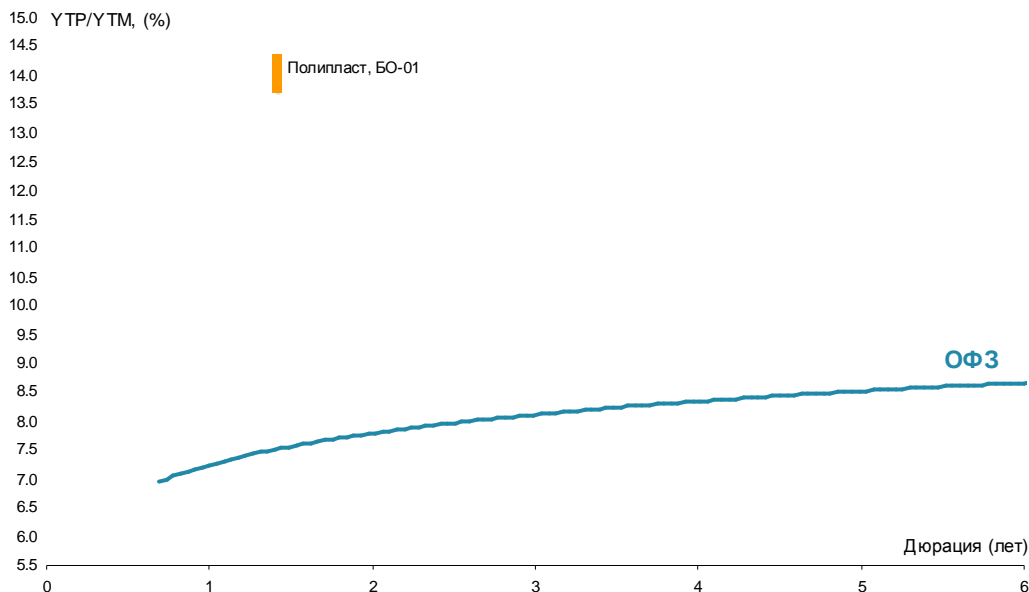
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	13.69-14.22	11.04.2014	15.04.2014	нет / 1.41 г	1.5 г. / 5 лет

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
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / ВВ-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 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 / Ваa1 / 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- / - / ВВ	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 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](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto: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](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Макроэкономика  
 Макроэкономика/кредитный анализ  
 Кредитный анализ  
 Кредитный анализ  
 Акции

Акции  
 Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

Владимир Евстифеев  
 Кирилл Сычев  
 Евгений Чердаков  
 Дмитрий Чепрагин  
 Евгения Лобачева

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

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

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)  
[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto:a.basov@zenit.ru)  
[e.gashigullina@zenit.ru](mailto: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.