

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

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

**Мечел (Moody's: Caa1/Neg): финансовая отчетность за 2013 г. отражает сохранении слабой рыночной конъюнктуры и продажу убыточных активов, а риски рефинансирования долга невысоки в ближайшей перспективе**

Вчера Мечел опубликовал финансовую отчетность по US GAAP по итогам 2013 г. Опубликованные результаты оказались несколько хуже ожиданий, но в целом не преподнесли больших сюрпризов. Финансовое состояние компании можно уже достаточно давно охарактеризовать как стабильно тяжелое, на фоне которого есть, впрочем, отдельные «просветы». Так, Мечелу к концу 2013 г. удалось даже несколько снизить долговую нагрузку относительно пикового уровня 3К13, а также, что гораздо более важно, договориться о рефинансировании долга на текущий год.

Напомним, что операционные результаты Мечела за прошлый год выглядели, в целом, нейтрально с учетом сохранения непростой ситуации на основных рынках. Так, по итогам 2013 г. компании удалось сохранить 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 РСІ-углей (их отгрузка выросла на 36.2% г/г – до 3.3 млн. тонн), однако снижение было вполне умеренным. Более всего снизилась отгрузка железорудного концентрата (на 10.3% г/г – до 3.7 млн. тонн), кокса (на 8.7% г/г – до 1 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 коксующегося концентрата (снижение на 2.7% г/г – до 8.7 млн. тонн) сохранился на близких к 2012 г. уровнях. 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 позиции и показали наибольшее сокращение. Отгрузки плоского проката и метизов снизились более умеренно, 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.

Заметное снижение выручки металлургического сегмента, а также сокращение отгрузок железорудного сырья в рамках горнорудного, вкпе со снижением цен на продукцию (в первую очередь для горнорудного сегмента), обусловили динамику финансовых результатов Мечела в 2013 г. Так, выручка компании снизилась на 19.3% г/г (до 8 576 млн. долл.), а EBITDA рухнула сразу в 2 раза г/г (до 730 млн. долл.), что привело к снижению рентабельности по EBITDA до 8.5% (против 13.8% в 2012 г.). На уровне операционной прибыли Мечел, как и в 2012 г., отразил убыток, который вырос на четверть г/г и составил 529 млн. долл. Отметим, что денежный поток до изменений в оборотном капитале был также отрицательным и составил -66 млн. долл. (против 702 млн. долл. в 2012 г.), а чистый операционный денежный поток компания вывела в положительную область (составил 324 млн. долл.) за счет высвобождения денег из запасов и ускорения расчетов со связанными сторонами.

### Ключевые финансовые показатели Мечела по US GAAP по итогам 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка	8 576	10 631	-19.3%
ЕБИТДА*	730	1 471	-50.4%
Операционная прибыль	(529)	(423)	25.1%
Чистый (убыток)/прибыль	(2 928)	(1 744)	67.9%
Рентабельность по EBITDA	8.5%	13.8%	-5.3 пп
Операционная рентабельность	-	-	-
Чистая рентабельность	-	-	-
Операцион. денежный поток до изм. ОК	(66)	702	-
Чистый операционный денежный поток	324	1 314	-75.3%
CAPEX	699	1 112	-37.1%
Свободный денежный поток	(375)	202	-

млн. долл.	2013	2012	%
Активы	13 835	17 695	-21.8%
в т.ч. денежные средства	269	294	-8.5%
Долг**	9 425	9 838	-4.2%
доля краткосрочного долга	17.1%	15.9%	1.2 пп
Чистый долг	9 156	9 544	-4.1%
Капитал	812	3 540	-77.1%
CAPEX/EBITDA	1.0x	0.8x	-
Долг/EBITDA	12.9x	6.7x	-
Чистый долг/EBITDA	12.5x	6.5x	-
EBITDA/Расходы по процентам	1.0x	2.3x	-
Долг/Капитал	11.6x	2.8x	-

\* показатель скорректирован на неоперационные и неденежные доходы и/или расходы

\*\* включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

### Динамика операционных результатов Мечела за 2013 г.

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 РСІ	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

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Значительное сокращение операционного денежного потока (на 75.3% г/г) стало основной причиной формирования отрицательного свободного денежного потока (операционный поток за вычетом расходов на CAPEX и тела лизинговых платежей) в размере -375 млн. долл. Дефицит средств Мечел закрыл, в основном, благодаря поступлениям от распродажи активов. Расходы на капвложения (включая лизинг) компания также снизила – на 37.1% г/г (до 699 млн. долл.), а в 2014 г. ожидается их дальнейшее снижение до 222 млн., из них на поддержание мощностей планируется направить 114 млн., а общая сумма инвестиций может быть скорректирована вниз в случае необходимости.

Задолженность Мечела на конец 2013 г. незначительно снизилась по сравнению с 2012 г. и составила 9 425 млн. долл. (-4.2% г/г), доля краткосрочных обязательств также изменилась не сильно, составив 17.1% (против 15.9% на конец 2012 г.). Уровень долговой нагрузки в терминах чистый долг / EBITDA вырос до 12.5x по сравнению с 6.5x на конец 2012 г., но, в то же время, снизился относительно пика конца 3К13, когда показатель достигал 15.9x. Впрочем, долговая нагрузка Мечела как была, так и осталась на запредельном уровне, при этом покрытие процентных платежей EBITDA также значительно ухудшилось: с 2.3x в 2012 г. до 1x к концу 2013 г. Более насущным вопросом для компании остается доступ к рефинансированию как практически единственная возможность обслуживать платежи по долгу (хотя в 1К14 погасила часть долга за счет операционного денежного потока и поступлений от распродажи активов). Здесь все пока выглядит достаточно неплохо. Во-первых, согласно данным компании, ее чистый долг снизился к концу 1К14 до 8.6 млрд. долл. (в начале года – 9.16 млрд. долл.), чему способствовало и ослабление рубля (половина долгового портфеля на конец 1К14 сформирована за счет рублевого долга). Кроме того, Мечелу удалось минимизировать погашение короткого долга в рамках 2014 г. до 1 млрд. долл. против изначальных 2 млрд. долл. за счет рефинансирования (продлонгация кредитной линии ВТБ на 40 млрд. руб.), а также денег, вырученных от продажи активов. По состоянию на май-месяц компании удалось рефинансировать еще около 500 млн. долл. Сейчас ведутся переговоры относительно оставшихся 500 млн. долл. и, возможно, в ближайшее время удастся рефинансировать еще 270 млн. долл. из этого объема.

Мечел весьма широко представлен на рублевом рынке, при этом его выпуски уже достаточно давно малоликвидны и торгуются на distress-уровнях (индикативная доходность по бумагам превышает 40% годовых). Доходность по бондам отражает слабые и продолжающиеся ухудшаться кредитные метрики компании, а также сохраняющиеся, на среднесрочном горизонте, высокие риски рефинансирования и все еще туманные перспективы восстановления спроса и цен. Эти факторы, в том числе, стали базой для произошедшего в конце марта снижения кредитного рейтинга Мечела от Moody's до уровня Caa1 с негативным прогнозом.

# Первичный рынок

Чепрагин Дмитрий    Кирилл Сычев  
d.chepragin@zenit.ru    k.sychev@zenit.ru

## Газпромбанк, БО-08 (BBB-/Ваа3/BBB-): новый выпуск предлагает по нижней границе доходности неплохую премию к собственной кривой

Сегодня Газпромбанк одним днем открывает книгу заявок на покупку облигаций серии БО-08 объемом 10 млрд руб. Срок обращения выпуска составляет 3 года, при этом по нему предусмотрена годовая оферта. Техническое размещение облигаций запланировано на 23 мая. Заявленный ориентир ставки купона составляет 9.75-10.00% годовых, что соответствует доходности к оферте в диапазоне 9.99-10.25% годовых на дюреции 1г.

В целом на текущий момент на первичном рынке облигаций наблюдаются признаки улучшения ситуации. Основанием так считать, в первую очередь, служит успешное размещение ОФЗ серии 26215 на аукционе прошедшем в среду (выпуск на 10 млрд руб. был размещен в полном объеме, при этом спрос превысил предложение в два раза), а также высокий спрос со стороны инвесторов на недавно закрывшего книгу заявок выпуск Мегафон серии БО-04 (Объем 15 млрд руб./ D – 1г.). Отметим, что спрос превысил предложение в четыре раза, что позволило эмитенту дважды снизить ориентир доходности до 9.67% годовых. Данные события позволяют сделать вывод, что на первичном рынке открылось окно для размещений, но, на наш взгляд, пока только для высококлассных заемщиков. Заявленный ориентир доходности маркетируемого выпуска дает спред к кривой ОФЗ на уровне 190-215 бп, что предполагает премию в размере 30-60 бп. к наиболее ликвидному и схожему по дюреции выпуску Газпромбанк БО-7 (УТР– 9.68% по биду/D–0.92 г.). При текущей конъюнктуре рынка премия в размере 30 бп. к собственной кривой выглядит неплохо и, учитывая повышенный спрос со стороны инвесторов на эмитентов с инвестиционным рейтингом, эмитенту, на наш взгляд, удастся разместиться по нижней границе доходности.

### Газпромбанк

#### Основные параметры выпусков

Эмитент	ОАО "Газпромбанк"
Рейтинги (S&P/M/F)	BBB- / Ваа3 / BBB-
Ломбардный список ЦБ	да
Серия БО-08	10 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Через 1 года @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	9.75-10.00% годовых
Ориентир по УТР	9.99-10.25% годовых
Дюрация	1 год
Организаторы	ОАО "Газпромбанк"

Источник: Данные Банка, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

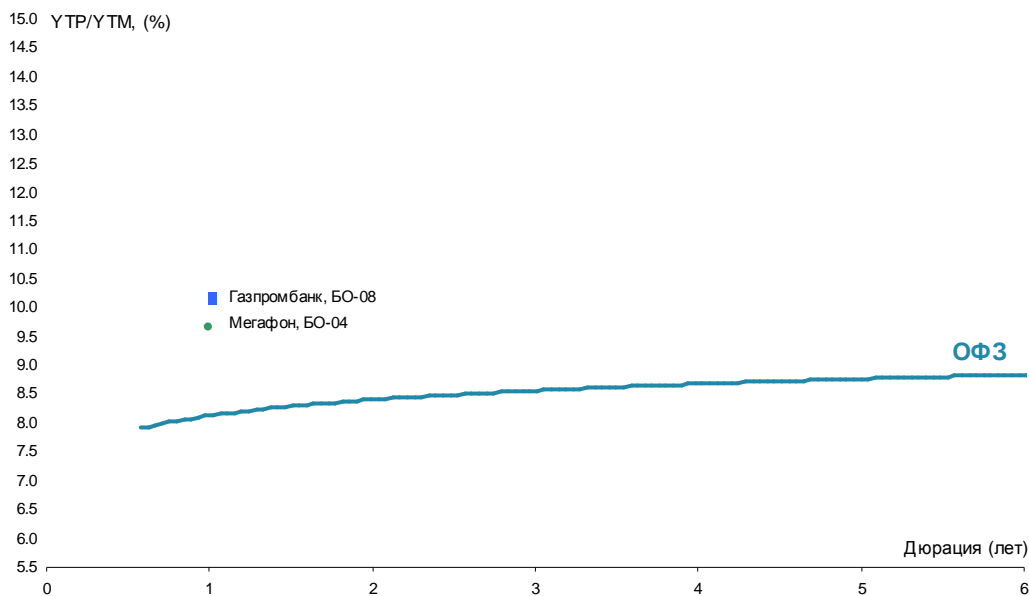
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Мегафон, БО-04	BBB- / Baa3 / -	да	15 000	9.67	14.05.2014	20.05.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	9.99-10.25	16.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

Цветом выделены в 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
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Baa3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, АЗО	BBB / Baa1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Baa3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	NR	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	- / Baa3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Baa3 / BB-	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



# 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

<b>Аналитическое управление</b>	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

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.