

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Металлоинвест (ВВ/Ва2/ВВ): нейтральный финансовый отчет за 1К14 г, евробонды компании оценены справедливо

Сегодня крупнейшая российская горнорудная компания раскрыла финансовый отчет за 1К14. Представленные данные, в целом, выглядят нейтрально. Так, в 1К14 выручка компании снизилась на 7.2% г/г (до 1 805 млн. долл.), тогда как ЕБИТДА сохранилась на уровне прошлого года, составив 574 млн. долл. В результате, на 2 пп г/г выросла рентабельность по ЕБИТДА и составила 31.8%. Долговая нагрузкаMetalloinvestа немного снизилась по сравнению с началом года, составив 2.3x в терминах чистый долг / ЕБИТДА LTM (на начало года – 2.4x). Снижение уровня долговой нагрузки было обусловлено снижением долга (на 4.2% г/г – до 5 713 млн. долл.), которое, в свою очередь, скорее всего стало следствием ослабления рубля по итогам 1К14, что уменьшило рублевую часть долгового портфеля в долларовом выражении. Кроме того, свой вклад внесло и увеличение денежных остатков на балансе, которые выросли до 608 млн. долл. (+16.3% к началу года). Доля коротких обязательств в структуре долга хоть и выросла до 16% к концу 1К14 (против 3.2% на начало года), что было связано с переходом части рублевых бондов компании в краткосрочной задолженности – по выпускам 01, 05 и 06 общим объемом 25 млрд. руб. Metalloinvestу предстоит пройти оферту в начале марта 2015 г. Вместе с тем, отметим, что компании в достаточно непростых для российских заемщиков условиях удалось привлечь новый PXF-кредит на 1 150 млн. долл. с погашением в 2016-2019 гг., поступления от которого были направлены на рефинансирование.

Напомним, что ранее Metalloinvest раскрывал операционные результаты за 1К14, которые мы также оценили нейтрально. Компания отчиталась о снижении отгрузок в сегменте железорудного сырья (концентрат и окатыши) в пределах 1% г/г, в основном за счет снижения продаж руды. В металлургическом сегменте (ГБЖ/ПВЖ, сталь, чугун) рост отгрузок составил порядка 5% г/г и в основном был обусловлен за счет восстановления отгрузок чугуна с уральской площадки, тогда как объемы продаж стали и железа прямого восстановления (ГБЖ/ПВЖ) снизились на 0.6% г/г. В условиях лишь незначительных изменений физических объемов и структуры отгрузок, решающее влияние на финансовые результаты компании оказал ценовой фактор. Ценовая ситуация на мировых рынках железорудного сырья в 1К14 в целом выглядела довольно безрадостно. Здесь средние значения соответствующих ценовых индексов (CFR Китай) в 1К14 показали снижение порядка 10%, как к уровням годичной давности, так и средним значениям 4К13. В свою очередь, существенную поддержку операционной рентабельности компании также оказало снижение рубля (по данным Bloomberg в 1К14 доллар укрепился к рублю на 12.7% по сравнению с 1К13), что позволило сдерживать рост издержек, в основном номинированных в рублях. Подводя итог, отметим, что Metalloinvest сохраняет весьма устойчивый финансовый профиль, что подтверждает и решение рейтинговых агентств: в феврале S&P, а в мае – Fitch, повысили рейтинг компании с ВВ- до ВВ, установив стабильный прогноз по рейтингам.

С начала мартовских распродаж, обусловленных обострением украинского кризиса, короткий бонд METINR'16 выглядел хуже рынка, расширив спрэд к UST на 100 бп, тогда как METINR'20 расширил спрэд лишь на 40 бп и смотрелся заметно лучше рынка в целом. Текущие спрэды бумага к UST составляют около 440 бп и 480 бп соответственно, корректировавшись после с уровней в 620 и 660 бп на пике распродаж в середине марта. Евробонды Metalloinvestа торгуются с премией 50-100 бп к бумагам НЛМК (ВВ+/Ваа3/ВВВ-) и Северстали (ВВ+/Ва1/ВВ) в зависимости от дюрации, что выглядит адекватно. В то же время, рублевые выпуски компании

Ключевые финансовые показатели Metalloinvestа по итогам 1К14

млн. долл.	1К14	1К13	%
Выручка	1 805	1 945	-7.2%
ЕБИТДА	574	579	-0.9%
Чистая прибыль	115	275	-58.2%
Рентабельность по ЕБИТДА	31.8%	29.8%	2.0 пп
Чистая рентабельность	6.4%	14.1%	-7.8 пп

млн. долл.	1К14	2013	%
Активы	10 026	10 451	-4.1%
в т.ч. денежные средства	608	523	16.3%
Долг	5 713	5 965	-4.2%
доля краткосрочного долга	16.0%	3.2%	12.8 пп
Чистый долг	5 105	5 442	-6.2%
CAPEX/ЕБИТДА	0.2x	0.2x	-
Долг/ЕБИТДА LTM	2.6x	2.7x	-
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	2.3x	2.4x	-

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Metalloinvestа

тыс. тонн	1К14	1К13	%
Объемы производства			
Железная руда	9 538	9 545	-0.1%
Окатыши	5 753	5 644	1.9%
Чугун	524	519	1.0%
ГБЖ/ПВЖ	1 403	1 392	0.8%
Сталь	1 196	1 271	-5.9%

тыс. тонн	1К14	1К13	%
Объемы отгрузок			
Окатыши	3 557	3 346	6.3%
Железная руда	2 435	2 680	-9.1%
Стальная продукция	1 123	1 145	-1.9%
ГБЖ/ПВЖ	649	637	1.9%
Чугун	371	253	46.6%
Прочее	58	22	x2.6

тыс. тонн	1К14	4К13	%
Объемы производства			
Железная руда	9 538	9 622	-0.9%
Окатыши	5 753	5 709	0.8%
Чугун	524	570	-8.1%
ГБЖ/ПВЖ	1 403	1 358	3.3%
Сталь	1 196	1 171	2.1%

тыс. тонн	1К14	4К13	%
Объемы отгрузок			
Окатыши	3 557	3 610	-1.5%
Железная руда	2 435	2 753	-11.6%
Стальная продукция	1 123	1 087	3.3%
ГБЖ/ПВЖ	649	586	10.8%
Чугун	371	407	-8.8%
Прочее	58	3	x19.3

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

характеризуются невысокой ликвидностью: в бумагах с дюрацией менее года, где есть хоть какая-то активность, средний спрэд к ОФЗ составляет около 180 бп, что индикативно дает премию около 40 бп к близким по дюрации бумагам НЛМК. На наш взгляд, текущие котировки коротких рублевых бумаг Металлоинвеста выглядят не особенно привлекательно на фоне нового биржевого выпуска Мегафона (BBB-/Baa3/BB+), который разместил бумаги с сопоставимой срочностью и доходностью.

Первичный рынок

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

АИЖК БО-02: участие в новом размещении интересно, начиная с середины маркируемого диапазона

Сегодня в 10 утра АИЖК открыло книгу заявок на участие в размещении нового облигационного выпуска. Инвесторам предлагаются биржевые облигации серии БО-02 объемом 5 млрд. руб. и сроком обращения 3 года, по выпуску предусмотрена оферта через 2 года после даты размещения по номиналу. Ориентир по ставке купона находится в диапазоне 9.90%-10.20% годовых, с учетом квартальных выплат купонов этому ориентиру соответствует доходность к оферте в диапазоне 10.27%-10.60% годовых на дюрации 1.83 г. Заявки будут приниматься сегодня до 16.00, техническим андеррайтером выступает ВТБ Капитал.

Маркируемый диапазон доходностей по новому займу транслируется в спрэд 210-250 бп к ОФЗ. Предлагаемая премия выглядит достаточно интересно, однако необходимо помнить, что займ размещается на 2 года, что, в текущих условиях, может отсеять часть желающих купить бумаги, несмотря на очевидный дефицит качественных заемщиков на первичном рынке, наблюдающийся уже с начала года. Как показало недавнее успешное размещение МегаФона (BBB-/Baa3/BB+), на рынке есть спрос на качественный риск. Напомним, что компания разместилась с доходностью 9.67% годовых (при изначальном ориентире 10.04-10.25% годовых), спрэд к ОФЗ на размещении составил порядка 190 бп. Однако ключевым для успеха фактором, обеспечившим бумаге более чем 4-кратную переподписку, на наш взгляд, стала ее длина – в условиях закрытого рынка (размещение МегаФона стало первым крупным рыночным размещением с начала года) компания была вынуждена предлагать годовую оферту, хотя раньше размещала преимущественно трехлетние бумаги. С учетом опыта МегаФона, мы предполагаем, что двухлетняя оферта по выпуску АИЖК станет для инвесторов поводом просить дополнительную компенсацию за длину, однако не станет значимым препятствием для размещения. То есть, мы полагаем, что АИЖК вряд ли сможет существенно скорректировать диапазон в ходе сбора заявок, а итоговая доходность размещения, скорее всего, сложится ближе к середине маркируемого диапазона.

АИЖК БО-02

Основные параметры выпуска

Эмитент	ОАО «АИЖК»
Рейтинги (S&P/MF)	BBB- / Baa1 / -
Ломбардный список ЦБ	Соответствует требованиям
Объем	5 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Через 2 года @ 100%
Купонные выплаты	Квартальные
Ориентир по купону	9.90-10.20% годовых
Ориентир по УТР	10.27-10.60% годовых
Дюрация	1.83 года
Тип размещения	Букбилдинг
Заккрытие книги	22 мая 2014 г.
Размещение на ФБ ММВБ	27 ноября 2013 г.
Организаторы	ВТБ Капитал, Райффайзенбанк
Технический андеррайтер	ВТБ Капитал

Источник: Данные Организаторов,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

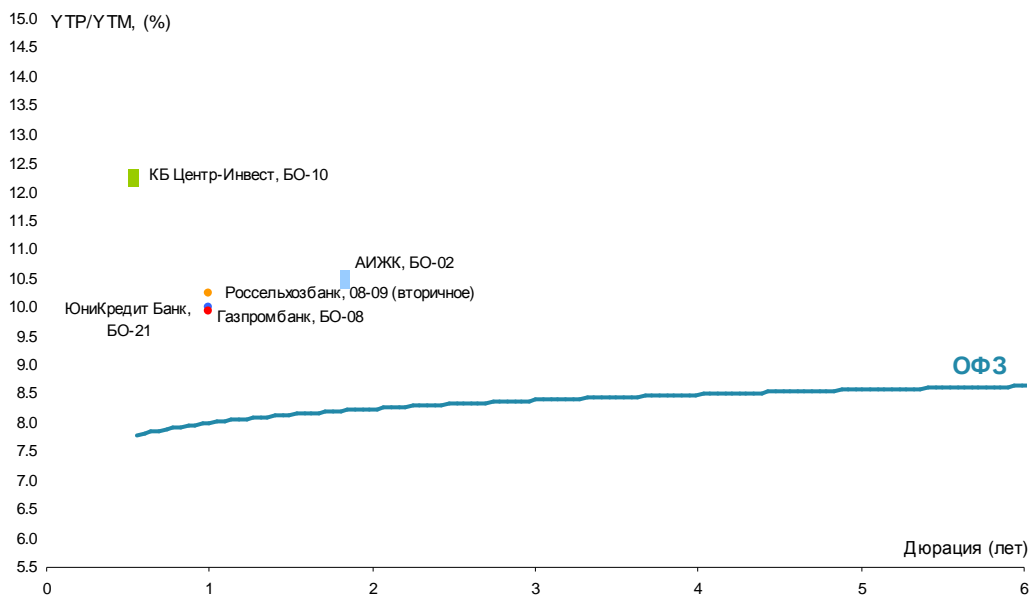
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	9.99	16.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
ЮниКредит Банк, БО-21	BBB / Ваа2 / BBB+	да	10 000	9.94	20.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Россельхозбанк, 08 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет
Россельхозбанк, 09 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет
Башнефть, БО-05	- / Ва2 / BB	да	10 000	н/д	22.05.2014	26.05.2014	нет / н/д	4.5 г / 10 лет
АИЖК, БО-02	BBB- / Ваа1 / -	да	5 000	10.27-10.60	22.05.2014	27.05.2014	нет / 1.83 г	2 г / 3 г
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ва3 / -	да	3 000	12.10-12.36	22.05.2014	28.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 5 лет

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
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваа3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
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	- / Ваа3 / 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, А30	BBB / Ваа1 / -	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)	- / Ва3 / 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



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
Кредитный 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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.