

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdaikov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### Северсталь (BB+/Ba1/BB+): сильные данные в финансовом отчете за 1П14, евробонды выглядят привлекательно и сохраняют потенциал дальнейшего роста

Вчера Северсталь опубликовала финансовые результаты за 2К14, а также по итогам 1П14 в целом. Мы оцениваем раскрытые показатели как сильные. Так, во 2К14 рост выручки составил 8.2% кв/кв (до 3.253 млн. долл.), а EBITDA – 13.5% кв/кв (до 606 млн. долл.), что стало следствием как сезонного увеличения спроса (объем отгрузок проката выросли на 7.4% кв/кв, продукции конечного передела – на 12.1% кв/кв), так и умеренного роста цен на продукцию, в том числе на внутреннем рынке на фоне ослабления рубля и существенного сокращения украинского импорта. По итогам 1П14 в целом выручка компании снизилась на 7.1% г/г (до 6 260 млн. долл.), тогда как рост EBITDA достиг 25.4% г/г (до 1 140 млн. долл.), что привело к росту рентабельности по EBITDA до наиболее высокого за последние пару лет уровня – 18.2% (+4.7 пп г/г). Снижение выручки г/г было обусловлено, в основном, слабыми результатами горнорудного сегмента (реализация угля в 1П14 сократилась почти в 2 раза г/г, отгрузки ЖРС показали умеренное снижение – на 3.7% г/г) в условиях сохранения сложной рыночной конъюнктуры и дальнейшего падения цен на сырье. В то же время, обратной стороной снижения цен на металлургическое сырье стало повышение маржи сталелитейных мощностей компании, что, вкупе с агрессивным снижением SG&A-расходов (в 1П14 снизились на 24.4% г/г), позволило отразить в отчетности впечатляющие темпы роста EBITDA. Еще одним позитивным моментом стало снижение чистого долга Северстали к концу 2К14 на 17.2% (до 3 080 млн. долл.) по сравнению с началом года, что, на фоне высоких темпов роста EBITDA в 1П14, привело к снижению долговой нагрузки компании до 1.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM.

К сильным сторонам отчета за 1П14 можно отнести и почти семикратный рост г/г (до 696 млн. долл.) свободного денежного потока Северстали, обусловленный, с одной стороны, увеличением операционных поступлений (на 76.2% г/г), а с другой – сокращением капвложений. Сумма CAPEX в 1П14 составила 476 млн. долл. (0.4x от EBITDA), снизившись на 15.6% г/г. Свободный денежный поток Северстали в 1П14 был направлен, главным образом, на погашение долга, равно как и четверть от накопленной к началу года на балансе компании ликвидности (объем денежных средств на конец 2К14 составил 780 млн. долл. против 1 036 млн. долл. на начало года). Как следствие, объем долга Северстали к концу 2К14 снизился на 18.8% по сравнению с началом года и составил 3 860 млн. долл. Отметим, что в рамках этих погашений Северсталь также осуществила досрочный выкуп части бумаг по двум выпускам евробондов (CHMFRU'16 и CHMFRU'17) на общую сумму в 288 млн. долл. Снижение задолженности Северстали позволило удлинить дюрацию ее долгового портфеля: доля краткосрочных обязательств в структуре долга снизилась с 13.2% на начало года до 3.9% к концу 2К14.

Наиболее значимым для компании событием, случившимся уже после отчетной даты, безусловно, стоит признать объявление о продаже ее североамериканских угольных и сталелитейных активов. Напомним, что в июле этого года Северсталь заключила сделки по продаже PBS Coals (денежный поток по сделке составит 60 млн. долл., во 2К14 компания списала на убыток от обесценения 154 млн. долл. по этому активу), а также Severstal Dearborn и Severstal Columbus (денежный поток по сделке составит 2 325 млн. долл., во 2К14 компания отразила обесценение этих

#### Ключевые финансовые показатели Северстали по МСФО за 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%
Выручка	6 260	6 736	-7.1%
EBITDA	1 140	909	25.4%
Операционная прибыль	740	500	48.0%
Чистая прибыль	(762)	4	-
Рентабельность по EBITDA	18.2%	13.5%	4.7 пп
Операционная рентабельность	11.8%	7.4%	4.4 пп
Чистая рентабельность	-	0.1%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	1 127	863	30.6%
Чистый операцион. ден. поток	1 172	665	76.2%
CAPEX	476	564	-15.6%
Свободный денежный поток	696	101	x6.9

млн. долл.	1П14	2013	%
Активы	12 661	14 534	-12.9%
<i>в т.ч. денежные средства</i>	780	1 036	-24.7%
Долг	3 860	4 754	-18.8%
<i>доля краткосрочного долга</i>	3.9%	13.2%	-9.3 пп
Чистый долг	3 080	3 718	-17.2%
Капитал	5 993	7 000	-14.4%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	1.7x	2.3x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	1.3x	1.8x	-
EBITDA/Проц. на плат. по долгу	5.5x	5.3x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.7x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

активов на 912 млн. долл.). Отметим, что отражение в отчетности за 1П14 убытков от обесценения активов на сумму в 995 млн. долл. стало основной предпосылкой для формирования чистого убытка за период в размере 762 млн. долл., который в основном носит неденежный характер. Напомним, что Severstal Dearborn и Severstal Columbus являются ключевыми сталелитейными активами компании в Америке и формируют дивизион “Северсталь Интернешнл”, выручка которого по итогам 1П14 составила 2 082 млн. долл. (33.3% от консолидированной выручки), а EBITDA – 175 млн. долл. (15.4%). Мы оцениваем новость о продаже этих предприятий, в целом, позитивно, поскольку, несмотря на достаточно заметное для компании сокращение выручки, выбытие этих активов также приведет к существенному повышению операционной рентабельности. Это обусловлено тем, что проблемой американских активов всегда была их невысокая, относительно российских предприятий, маржа. Например, по итогам 1П14 рентабельность по EBITDA у “Северсталь Интернешнл” составила 8.4% (+3.4 пп г/г), тогда как в рамках сегмента “Северсталь Российская Сталь” рентабельность была более чем в 2 раза выше, составив 17.7% (+7.5 пп г/г). Кроме того, Северстали удалось выручить, на наш взгляд, весьма неплохую сумму за эти активы (мультипликатор по сделке составил 7.2x EBITDA LTM), учитывая не самую лучшую рыночную конъюнктуру. Как мы понимаем, из средств, которые поступят от сделки с североамериканскими активами, предполагается выплата спецдивидендов на 1 млрд. долл., а остальные средства могут быть направлены на сокращение долга Северстали. На телеконференции менеджмент Северстали сообщил, что после продажи активов долговая нагрузка компании будет ниже 1x чистый долг / EBITDA LTM. По нашим оценкам, если будут использованы все оставшиеся после выплаты спецдивиденда средства, долговая нагрузка снизится до 0.8x чистый долг / EBITDA LTM, что будет наиболее низким уровнем среди крупнейших российских металлургов. Отметим, что снижение долга с высокой вероятностью станет основанием для повышения кредитных рейтингов Северстали до инвестиционного уровня, помешать которому, на наш взгляд, может лишь дальнейшее усугубление украинского кризиса, что заставит рейтинговые агентства отложить пересмотр рейтингов компании по политическим мотивам. Напомним, что в мае Fitch уже повысил рейтинг Северстали с “BB” до “BB+” со стабильным прогнозом, то есть до уровня рейтингов от S&P и Moody’s.

На протяжении последних двух недель евробонды Северстали двигались вместе с рынком в ходе 2-х волн распродаж, спровоцированных очередным расширением санкций. Первая волна коррекции стартовала в середине июля, короткие бумаги компании (CHMFRU’16 и CHMFRU’17) потеряли около 2-х фигур в цене, по более длинным бумагам потери были более существенными: около 270 бп для CHMFRU’18 и 330 бп – для CHMFRU’22. В последние 2 дня бумаги российских корпоративных заемщиков (за исключением фигурантов санкционных списков) демонстрировали восстановительную динамику, для евробондов Северстали этот эффект был также усилен публикацией сильной отчетности и объявлением о сделке по продаже ряда активов, что приведет к дальнейшему усилению кредитного профиля компании. На наш взгляд, хотя выпуск CHMFRU’18 уже торгуется на уровне близких по дюрации бумаг НЛМК (BB+/Baa3/BBB-) – со спрэдом чуть выше 400 бп к кривой UST, бумаги Северстали обладают потенциалом дальнейшего роста, триггером для которых станет весьма вероятное повышение рейтингов до инвестиционного уровня, равно как и улучшение кредитных метрик Северстали после деконсолидации проданных активов (сделка должна быть закрыта до конца этого года). В этом случае, мы не исключаем, что бумаги Северстали будут торговаться с дисконтом к НЛМК, однако этому может помешать дальнейшее ужесточение санкций в случае усугубления ситуации на Украине.

## 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
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	12.60	29.07.2014	31.07.2014	нет / 0.88 г	11 мес. / 4 г

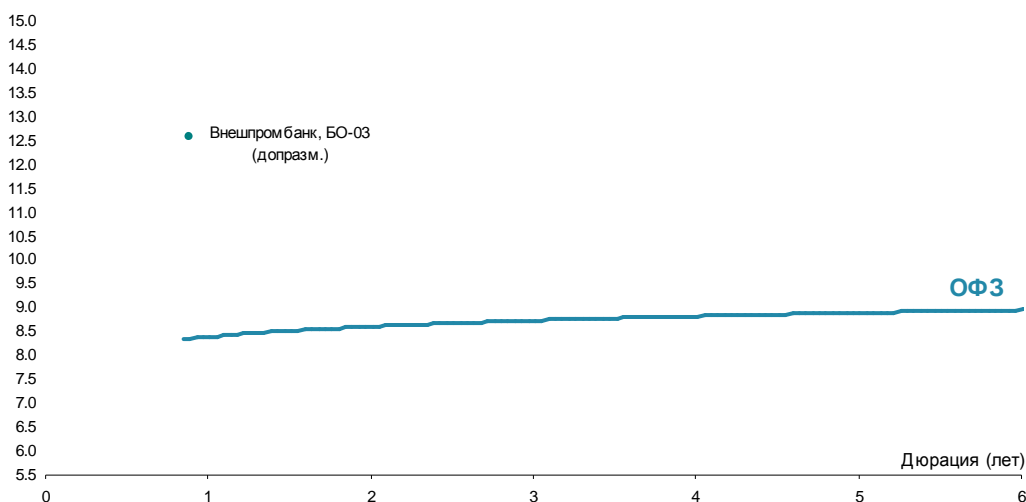
Цветом выделены в выпуски, по которым идет сбор заявок

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
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, 03	B+ / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.63-12.89	12.68	20.06.2014	нет / 0.5 г
Т-Генерация, 01	NR	нет	1 150	н/д / 100%	н/д	12.36	20.06.2014	нет / 3.89 г

УТР/УТМ, (%)



# 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

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
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.