

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Промсвязьбанк (ВВ/ВаЗ/ВВ-): позитивные результаты за 2К14, на фоне выпусков Номос-Банка бумаги Промсвязьбанка не предлагают особых идей

На прошлой неделе Промсвязьбанк, занимающий 11-ое место в рейтинге крупнейших банков по активам, предоставил финансовые результаты по МСФО за 2К14. После довольно слабых отчетов за 4К13 г. и 1К14 г. во 2К14 г. появились признаки улучшения деятельности банка. Так из ключевых моментов отчетности, в первую очередь, стоит отметить, что во 2К14 г. банку наконец-то удалось выйти в прибыль, что было обусловлено сокращением отрицательной переоценки по долговым ценным бумагам с 2.2 до 0.4 млрд руб. по сравнению с 1К14 г., а также почти трехкратным снижением резервных отчислений до 2.5 млрд руб. К слову, уменьшение резервов было связано, как с улучшением качества активов банка, так и снижением коэффициента покрытия просрочки резервами. Несмотря на то, что сокращение показателя NPL 90+ до 3.8% было довольно скромным (-0.2 п.п. кв/кв) для отчетности Промсвязьбанка это является существенным позитивным моментом, так как банку впервые удалось прервать негативную тенденцию по увеличению доли NPL с 2К13 г. На фоне общего повышения стоимости фондирования, вызванного ростом процентных ставок, довольно неплохо выглядело минимальное снижение показателя чистой процентной маржи до 4.6% (-0.1 п.п. кв/кв), которое было обеспечено преимущественно за счет проведения эффективных изменений в структуре баланса. Так в балансе наблюдалось снижение доли оптового фондирования, а именно выпущенных ценных бумаг, при этом основой роста бизнеса стали менее дорогие средства клиентов, доля которых выросла с 65.5 до 69.4% активов. Слабой стороной банка по-прежнему остается довольно низкие показатели достаточности капитала банка, особенно 1 уровня, (13.4% и Tier 1 - 8.7% соответственно), которые при довольно скромных темпах роста (чистый кредитный портфель вырос на 2.0%) по итогам 2К14 г. были снижены на 0.7 п.п. и 1 п.п. соответственно. В тоже время, со стороны руководства банка ведется работа в этом направлении. Так в июле банк увеличил свой капитал за счет привлечения 300 млн долл. на рынке субординированных еврооблигаций, а также конвертации части выпусков, погашаемых в 2015-2016 гг. в еврооблигации нового формата в размере 33 млн долл.

Как отмечалось нами ранее, как и на рублевом, так и на рынке евробондов бумаги Промсвязьбанка, на наш взгляд, выглядят менее интересно по сравнению с Номос-Банком (-/ВаЗ/ВВ-), который характеризуется большим масштабом и поддержкой со стороны материнской ФК «Открытие». Так рублевые выпуски в среднем торгуются на уровне 200 бп. к ОФЗ, что соответствует премии в размере 100 – 120 бп к ОФЗ выпусков со схожей дюрацией Номос-Банка. На рынке евробондов наблюдается схожая ситуация, старшие выпуски Промсвязьбанка предлагает идентичную премию к выпускам Номос-Банка.

Финансовые показатели Промсвязьбанк по МСФО

млн. руб.	2К14	1К14
Процентные доходы	19 122	18 303
Чист. % доход	8 256	8 124
Чистый комиссионный доход	3 091	3 191
Чистая прибыль	2 619	(2 060)
Денежные средства	75 033	66 983
Вложения в ценные бумаги	45 701	53 204
Чист. судная задолженность	607 233	595 326
ВСЕГО АКТИВЫ	783 067	776 869
Капитал	66 804	64 102
Счета и депозиты банков	59 856	55 957
Средства клиентов	543 272	509 421
Выпущенные ценные бумаги	48 569	65 173
Достаточность капитала 1 уровня	8.7%	9.4%
Достаточность капитала	13.4%	14.4%
Чистая проц. маржа	4.6%	4.7%
Опт. фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.12	0.15
Cost-to-income	0.4	0.5
NPL 90+Кредитн. портфель	3.8%	4.0%
Резервы/Кредитный портфель	4.4%	5.2%
Резервы/NPL	118.0%	123.0%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Металлоинвест (ВВ/Ва2/ВВ): нейтральная финансовая отчетность за 1П14, евробонды компании оценены справедливо

Вчера крупнейшая российская горнорудная компания раскрыла финансовые результаты за 1П14. Представленные данные, в целом, выглядят нейтрально. Так, в 1П14 выручка компании снизилась на 7.2% г/г (до 3 533 млн. долл.), а EBITDA – на 11.6% г/г (до 1 087 млн. долл.), что привело к небольшому падению рентабельности по EBITDA (-1.5 пп г/г), которая, тем не менее, превысила уровень в 30%. Величина долга металлоинвеста к концу 1П14 не сильно изменилась к началу года, составив 5 848 млн. долл. (-2% к 4К13). Уровень долговой нагрузки компании даже немного снизился к концу 1П14 (до 2.3х чистый долг / EBITDA LTM), несмотря на стабильный долг и сокращение EBITDA, что было обусловлено ростом денежных остатков на балансе металлоинвеста: к концу 1П14 их объем почти удвоился по сравнению с началом года и достиг 993 млн. долл. (+89.9% к 4К13).

В 1П14 отгрузки металлургического сырья, полуфабрикатов, а также стальной продукции сохранились, в целом, на уровне прошлого года. Так, объемы отгрузок окатышей в 1П14 выросли на 4.8% г/г (до 6 952 тыс. тонн), сохраняя позитивный импульс начала года, тогда как продажи железной руды продолжили сокращаться, снизившись на 8.2% г/г (до 5 238 тыс. тонн). Объем продаж стальной продукции уменьшился в 1П14 на 4% г/г (до 2 109 тыс. тонн), при этом продажи ГБЖ/ПВЖ выросли на 3.3% г/г (до 1 297 тыс. тонн), а чугуна – увеличились почти на треть, достигнув 809 тыс. тонн. Таким образом, динамика финансовых результатов в 1П14 определялась, в большей степени, ценовой конъюнктурой, которую нельзя было назвать благоприятной. С одной стороны, цены на металлургическую продукцию в течение 1П14 начали потихоньку восстанавливаться, особенно на локальном рынке в условиях прекращения поставок с Украины (основные игроки повысили цены на готовую продукцию на 5-10%) , с другой – цены на металлургическое сырье в 1П14 продолжили снижение (индекс цен на железную руду CFR Китай снизился на 18.9% г/г). Кроме того, сокращению EBITDA способствовало и более медленные темпы снижения издержек: себестоимость продаж снизилась в 1П14 на 5.8% г/г, тогда как SG&A-расходы – на 9.7% г/г.

Свободный денежный поток металлоинвеста по итогам 1П14 вырос на 8.1% г/г (до 482 млн. долл.) благодаря сопоставимому росту операционных поступлений (рост на 9.1% г/г, до 770 млн. долл.) и инвестиционных расходов. Капвложения по итогам 1П14 выросли на 10.8% г/г и составили 288 млн. долл. или 0.3х EBITDA, то есть, сохранившись на достаточно невысоком уровне. Свободный денежный поток был направлен на пополнение запаса ликвидности на балансе компании, его объем вырос почти в 2 раза к уровню начала года и достиг 993 млн. долл. В результате, металлоинвесту удалось снизить долговую нагрузку до 2.3х в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 2.4х. Доля коротких обязательств в структуре долга выросла до 16.3% к концу 1П14 (против 3.2% на начало года), что было связано с переходом части рублевых бондов компании в краткосрочную задолженность: по выпускам 01, 05 и 06 общим объемом 25 млрд. руб. металлоинвесту предстоит пройти offerту в марте следующего года. Подводя итог, необходимо отметить, что металлоинвест сохраняет устойчивый финансовый профиль, несмотря на слабую ценовую конъюнктуру на рынках металлургического сырья.

В ходе последней волны распродаж, которая проходила в течение 3-х недель с середины июля до конца первой недели августа, более короткий бонд METINR'16 выглядел хуже рынка, расширив спрэд к кривой американских госбумаг на 120 бп, тогда как METINR'20, наоборот, показал лучшую по сравнению с рынком в целом динамику, расширив спрэд к UST лишь на 70 бп. Сейчас METINR'16 торгуется со спрэдом 450-460 бп к UST, а премия METINR'20 составляет около 490 бп, тогда как на пике распродаж спрэд бумаг к UST достигал 640-650 бп. Евробонды компании торгуются с премией в диапазоне 90-120 бп к выпускам НЛМК (ВВ+/Ваа3/ВВВ-) и Северстали (ВВ+/Ва1/ВВ+), что выглядит близким к справедливым уровням. В то же время, рублевые выпуски металлоинвеста характеризуются низкой ликвидностью: в бумагах с 3-летней дюрацией последние крупные сделки проходили со спрэдом 180-190 бп к кривой ОФЗ, что индикативно дает премию 30-40 бп к бидам в чуть более коротком НЛМК БО-13.

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста по итогам 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%%
Выручка	3 533	3 807	-7.2%
ЕБИТДА	1 087	1 230	-11.6%
Операционная прибыль	936	1 056	-11.4%
Чистая прибыль	549	621	-11.6%
Рентабельность по EBITDA	30.8%	32.3%	-1.5 пп
Операционная рентабельность	26.5%	27.7%	-1.2 пп
Чистая рентабельность	15.5%	16.3%	-0.8 пп
Операц. ден.поток до изм. в ОК	1 055	1 140	-7.5%
Чистый операцион. денеж. поток	770	706	9.1%
CAPEX	288	260	10.8%
Свободный денежный поток	482	446	8.1%

млн. долл.	1П14	2013	%%
Активы	11 088	10 451	6.1%
в т.ч. денежные средства	993	523	89.9%
Долг	5 848	5 965	-2.0%
доля краткосрочного долга	16.3%	3.2%	13.1 пп
Чистый долг	4 855	5 442	-10.8%
Капитал	3 156	2 959	6.7%
CAPEX/EBITDA	0.3х	0.2х	-
Долг/EBITDA LTM	2.8х	2.7х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.3х	2.4х	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	4.9х	5.4х	-
Долг/Капитал	1.9х	2.0х	-

Источник: Данные Компании, расчеты
Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Металлоинвеста

тыс. тонн	1П14	1П13	%%
Объемы производства			
Железная руда	19 328	19 198	0.7%
Окатыши	11 485	11 130	3.2%
Чугун	1 074	1 066	0.8%
ГБЖ/ПВЖ	2 778	2 700	2.9%
Сталь	2 288	2 395	-4.5%
Объемы отгрузок			
Окатыши	6 952	6 632	4.8%
Железная руда	5 238	5 707	-8.2%
Стальная продукция	2 109	2 197	-4.0%
ГБЖ/ПВЖ	1 297	1 256	3.3%
Чугун	809	622	30.1%
Прочее	135	28	x4.8

тыс. тонн	2К14	1К14	%%
Объемы производства			
Железная руда	9 790	9 538	2.6%
Окатыши	5 732	5 753	-0.4%
Чугун	550	524	5.0%
ГБЖ/ПВЖ	1 375	1 403	-2.0%
Сталь	1 092	1 196	-8.7%
Объемы отгрузок			
Окатыши	3 395	3 557	-4.6%
Железная руда	2 803	2 435	15.1%
Стальная продукция	986	1 123	-12.2%
ГБЖ/ПВЖ	648	649	-0.2%
Чугун	438	371	18.1%
Прочее	77	58	32.8%

Источник: Данные Компании, расчеты
Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Акрон (-B1/B+): нейтральный финансовый отчет по итогам 1П14, бумаги компании малоликвидны и не особо интересны

Вчера Акрон, один из крупнейших производителей удобрений, опубликовал финансовый отчет по итогам 1П14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые данные. В 1П14 выручка компании увеличилась на 4.4% г/г (до 35.7 млрд. руб.), а показатель EBITDA снизился на 2.6% г/г (до 8.6 млрд. руб.), что привело к небольшому падению рентабельности по EBITDA, снизившейся до 24% (-1.7 пп г/г). К концу 2К14 уровень долговой нагрузки Акрона не сильно изменился по сравнению с 4К13 и составил 2.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.4x на начало года), несмотря на увеличение долга на 16.3% к 4К13 (до 58.6 млрд. руб.), что было компенсировано ростом объема ликвидных активов на балансе компании в 1.5 раза по сравнению с началом года (до 20.7 млрд. руб.).

В отчете Акрона сообщается, что мировой рынок минеральных удобрений, на текущий момент, выглядит сбалансированным, а объемы торговли находятся на высоком уровне. В течение 1П14 наиболее активный спрос наблюдался со стороны потребителей из Европы, США и стран СНГ, тогда как, начиная со 2П14, на первый план выходят покупатели из Латинской Америки и Индии. Продолжавшееся в 1П14 снижение цен г/г было частично компенсировано сокращением себестоимости у основных игроков, к тому же, наблюдавшийся рост цен на фосфорные удобрения в 1П14 оказал поддержку и ценам на азотные удобрения, которые снижались г/г уже более умеренно. Средние цены (FOB Балтика/Черное море) на NPK снизились в 1П14 на 15.5% г/г, для аммиачной селитры падение составило 7.5% г/г, для КАС – 11.1% г/г, для карбамида – 13.6% г/г. В условиях сохранения неблагоприятной динамики цен Акрон компенсировал снижение денежных поступлений за счет увеличения объема отгрузок. По итогам 1П14 компания увеличила товарное производство в сегменте азотных удобрений на 7.5% г/г (до 1 331.5 тыс. тонн), что было связано с ростом объемов выпуска карбамидо-аммиачной смеси на четверть г/г (до 476.3 тыс. тонн) на фоне сокращения отгрузок карбамида на 11.8% г/г (до 123.4 тыс. тонн) и сохранения производства аммиачной селитры на уровне прошлого года. В то же время, объем выпуска сложных удобрений вырос на 2.8% г/г (до 1 372.1 тыс. тонн), в основном благодаря увеличению производства NPK на 2.3% г/г (до 1 320.4 тыс. тонн). Объем выпуска продукции неорганической химии вырос в 1П14 на 17.7% г/г (до 401.9 тыс. тонн), при этом опережающими темпами росло производство карбоната кальция (рост в 1.5 раза г/г, до 186.9 тыс. тонн), которое перекрыло падение объемов производства аммиачной селитры и жидкой углекислоты. Сегмент органического синтеза Акрона оказался единственным, показавшим сокращение объемов выпуска, которое, в то же время, было небольшим: снижение составило 3.5% г/г (до 90.8 тыс. тонн). Отметим, что рост объемов выпуска Акрона в 1П14 был поддержан увеличением мощностей по выпуску КАС до 1 млн. тонн в год в начале 2014 г, а также ростом производства собственного сырья: по итогам 1П14 объем выпуска апатитового концентрата на ГОК «Олений Ручей» вырос на 58% г/г (до 420.1 тыс. тонн). Негативную проекцию на EBITDA компании оказал опережающий рост себестоимости реализации (выросла на 9% г/г) и транспортных расходов (на 16.6% г/г). В то же время, поддержку финансовым результатам Акрона в течение 1П14 оказало ослабление курса рубля, учитывая, что около 80% выручки компании в денежном выражении формируется за счет экспорта.

Чистый операционный денежный поток Акрона по итогам 1П14 показал весьма заметное снижение (на 70.4%) по сравнению с прошлым годом и составил около 2.5 млрд. руб. Это сокращение было обусловлено как сокращением операционных поступлений в целом, так и увеличением инвестиций в оборотный капитал на фоне ожиданий увеличения спроса во 2П14. Объем капитальных расходов в 1П14 также существенно сократился к уровню прошлого года (на 40%) и составил примерно 4 млрд. руб. (0.5x EBITDA), однако этого оказалось недостаточно для балансировки с генерируемым денежным потоком. В результате, величина свободного денежного потока оказалась в зоне отрицательных значений, составив -1.5 млрд. руб. Этот дефицит был покрыт за счет привлечения нового долга: величина обязательств на конец 1П14 выросла на 16.3% к началу года и достигла 58.6 млрд. руб. Вместе с тем, большая часть этих денег не была израсходована, что, в том числе, позволило нарастить объем ликвидных активов на балансе (в 1.5 раза к 4К13) и этим добиться минимального роста долговой нагрузки. Показатель повысился до 2.5x чистый долг

Ключевые финансовые показатели Акрона по итогам 1К14

млн. руб.	1П14	1П13	%
Выручка	35 746	34 251	4.4%
ЕВITDA*	8 586	8 818	-2.6%
Операционная прибыль	5 938	9 737	-39.0%
Чистая прибыль	6 550	5 236	25.1%
Рентабельность по EBITDA	24.0%	25.7%	-1.7 пп
Операционная рентабельность	16.6%	28.4%	-11.8 пп
Чистая рентабельность	18.3%	15.3%	3.0 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	6 623	9 280	-28.6%
Чистый операцион. ден. поток	2 534	8 558	-70.4%
CAPEX	3 987	6 640	-40.0%
Свободный денежный поток	(1 453)	1 918	-

млн. руб.	1П14	2013	%
Активы	159 652	146 104	9.3%
в т.ч. ликвидные активы	20 692	13 752	50.5%
Долг	58 583	50 385	16.3%
доля краткосрочного долга	55.6%	54.9%	0.7 пп
Чистый долг	37 891	36 633	3.4%
Капитал	86 255	79 477	8.5%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.9x	-
Долг/EBITDA LTM	3.9x	3.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.5x	2.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	7.0x	4.8x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.6x	-

* показан скорректирован на неденежные и/или единовременные доходы/расходы

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Акрона в 1П14

тыс. тонн	1П14	1П13	%
Аммиак	952.1	954.6	-0.3%
Апатитовый концентрат	420.1	265.9	58.0%
Азотные удобрения*, в т.ч.	1 331.5	1 238.7	7.5%
Аммиачная селитра	731.9	717.2	2.0%
Карбамид	123.4	139.9	-11.8%
КАС	476.3	381.6	24.8%
Сложные удобрения*, в т.ч.	1 372.1	1 334.5	2.8%
NPK (Азофоска)	1 320.4	1 290.4	2.3%
Смешанные удобрения	51.7	44.1	17.2%
Органический синтез*, в т.ч.	90.8	94.1	-3.5%
Метанол	8.0	5.5	45.5%
Формалин	4.3	5.0	-14.0%
КФС	79.0	84.1	-6.1%
Неорганическая химия*, в т.ч.	401.9	341.6	17.7%
Аммиачная селитра	101.2	118.1	-14.3%
Карбонат кальция	186.9	121.8	53.4%
Жидкая углекислота	27.3	28.3	-3.5%
Аргон	3.1	3.1	0.0%
Соляная кислота	83.5	70.3	18.8%

* то же самое произв. (за вычетом внутр. потребления)

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

/ EBITDA LTM к концу 1П14 против 2.4х на начало года. Отметим, что определенное беспокойство по-прежнему вызывает высокая доля краткосрочных обязательств в структуре долга Акрона: к концу 1П14 на короткий долг приходилось 55.6% (+0.7 пп к 4К13) от всех обязательств. В то же время, объем ликвидных активов на балансе компании на конец 1П14 составлял 20.7 млрд. руб., чего достаточно для погашения более 60% краткосрочного долга, что заметно снижает риски рефинансирования. Кроме того, Акрону принадлежат пакеты акций Уралкалия и польской Azoty Tarnow, балансовая стоимость которых на конец 1П14 составляла около 17 млрд. руб.

Бумаги Акрона в текущих условиях характеризуются невысокой ликвидностью. По последним крупным сделкам выпуски компании торговались со спрэдом от 290 до 320 бп к ОФЗ, то есть с премией около 40-50 бп к выпускам ЕвроХима (BB/-/BB) по последним сделкам, что, на наш взгляд, выглядит не особо интересно с учетом разницы в кредитном качестве и рейтингах этих компаний.

ТМК (B+/B1/-): заметное повышение долговой нагрузки к концу 1П14 на фоне снижения EBITDA, евробонды компании малопривлекательны на фоне бумаг Евраза

Вчера ТМК, крупнейший российский производитель труб для нефтегазовой промышленности, опубликовала финансовый отчет по итогам 1П14. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. В 1П14 выручка компании снизилась на 11.6% г/г (до 2 982 млн. долл.), тогда как EBITDA просела на 21.8% г/г (до 566 млн. долл.). Как результат, рентабельность по EBITDA у ТМК в 1П14 снизилась на 2.9 пп г/г – до 12.6%. Снижение EBITDA стало ключевым фактором, ставшим причиной быстрого повышения долговой нагрузки компании: к концу 1П14 ее уровень подскочил уже до 4.5х чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 3.8х. В то же время, величина долга ТМК стало изменилась по сравнению с началом года и составила 3 753 млн. долл. (+1.6% к 4К13), при этом доля краткосрочных обязательств в структуре долга выросла до 19.7% (против 10.8% на начало года).

Давление на финансовые результаты ТМК в 1П14 оказывали и падение объемов отгрузок, и сохранение низких (по сравнению с прошлым годом) цен на трубную продукцию, а также ослабление рубля в течение 1П14. Общий объем отгрузок ТМК в 1П14 упал на 3.9% г/г (до 2 056 тыс. тонн), в том числе продажи бесшовных труб снизились на 1.4% г/г (до 1 227 тыс. тонн), сварных труб – на 7.6% г/г (до 829 тыс. тонн). В то же время, ТМК нарастила отгрузки более маржинальных OCTG-труб в 1П14 на 8.1% г/г (до 971 тыс. тонн). В разрезе данных по дивизионам можно отметить, что сокращение отгрузок в 1П14 было обусловлено результатами российского дивизиона, который снизил общий объем продаж на 8.4% г/г (до 1 381 тыс. тонн), тогда как американский дивизион увеличил аналогичный показатель на 6.8% г/г (до 592 тыс. тонн). В свою очередь, результаты российского дивизиона стали следствием ряда факторов, в том числе переноса сроков строительства некоторых магистральных трубопроводов и сопутствующих инфраструктурных проектов, что привело к сокращению отгрузок бесшовных линейных труб на 18.4% г/г (до 213 тыс. тонн). Объем отгрузки бесшовных труб промышленного назначения в 1П14 сократился на 16.1% г/г (до 138 тыс. тонн) из-за снижения спроса со стороны машиностроительных предприятий. Кроме того, в 1П14 объемы отгрузки сварных труб сократились на 12.8% г/г (до 493 тыс. тонн), что стало результатом снижения спроса в сегментах ТБД и сварных линейных труб. На динамику EBITDA, в свою очередь, повлияло снижение валовой маржи (на 2.5 пп г/г) до 19%, поскольку себестоимость продаж снижалась более медленными темпами (на 8.8% г/г), чем выручка, то же можно сказать и относительно SG&A-расходов, которые снизились лишь на 6% г/г.

По итогам 1П14 величина свободного денежного потока ТМК была в небольшом минусе (-35 млн. долл.), что стало следствием опережающих темпов сокращения операционных поступлений. Так, чистый операционный денежный поток компании (за вычетом процентных платежей) в 1П14 снизился на четверть г/г и составил 121 млн. долл., тогда как капвложения сократились лишь на 7.7% г/г, составив 156 млн. долл. или 0.4х EBITDA. Дефицит средств был покрыт за счет привлечения нового долга, впрочем, масштабы этого привлечения были невелики, к тому же рост долга в долларовом выражении был, в какой-то мере, сдержан ослаблением рубля, в котором номинировано около трети обязательств ТМК, течение 1П14. Долг ТМК на конец 1П14 составил 3 753 млн. долл., что лишь на 1.6% превышает уровень начала года. В то же время, долговая нагрузка компании к концу 1П14 показала резкий

Ключевые финансовые показатели ТМК за 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%
Выручка	2 982	3 374	-11.6%
Валовая прибыль	566	724	-21.8%
EBITDA	375	523	-28.3%
Чистая прибыль	45	125	-64.0%
Валовая рентабельность	19.0%	21.5%	-2.5 пп
Рентабельность по EBITDA	12.6%	15.5%	-2.9 пп
Чистая рентабельность	1.5%	3.7%	-2.2 пп
Операц. денеж.поток до изм. в ОК	362	501	-27.7%
Чистый операцион. денеж. поток*	121	161	-24.8%
CAPEX	156	169	-7.7%
Свободный денежный поток	(35)	(8)	x4.4

млн. долл.	1К14	2013	%
Активы	7 308	7 419	-1.5%
в т.ч. денежные средства	122	93	31.2%
Долг**	3 753	3 694	1.6%
доля краткосрочного долга	19.7%	10.8%	8.9 пп
Чистый долг	3 631	3 601	0.8%
Капитал	2 119	2 130	-0.5%
CAPEX/EBITDA	0.4х	0.4х	-
Долг/EBITDA LTM	4.7х	3.9х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	4.5х	3.8х	-
EBITDA/Процентные платежи	3.0х	3.7х	-
Долг/Капитал	1.8х	1.7х	-

* за вычетом процентных платежей

** включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей ТМК в 1П14

тыс. тонн	1П14	1П13	%
Бесшовные трубы	1 227	1 244	-1.4%
Сварные трубы	829	897	-7.6%
Всего труб	2 056	2 140	-3.9%
в т.ч. OCTG	971	898	8.1%

тыс. тонн	2К14	1К14	%
Бесшовные трубы	601	626	-4.0%
Сварные трубы	433	396	9.3%
Всего труб	1 034	1 022	1.2%
в т.ч. OCTG	480	491	-2.2%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

рост, достигнув 4.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель еще находился на уровне 3.8x. Резкий рост долговой нагрузки к концу 1П14 произошел из-за заметного сокращения EBITDA.

Подводя итог, отметим, что финансовая отчетность ТМК по итогам 1П14, на наш взгляд, свидетельствует об ослаблении кредитного профиля компании, в то же время, эти результаты не окажут непосредственного влияния на ее рейтинги. Пока действия компании вполне укладываются в рамки ожиданий агентств для целей поддержания текущих уровней кредитных рейтингов. Мы ожидаем, что менеджмент компании во 2П14 сосредоточит свои усилия на сокращении долговой нагрузки и к концу года, возможно, его удастся снизить к уровню около 4x чистый долг / EBITDA LTM. В этом контексте ТМК может снизить на 10-20% объем запланированных на текущий год капвложений (порядка 400 млн. долл.), а высвободившиеся средства направить на погашения. Кроме того, компания сообщала о намерении провести доэмиссию акций, что станет источником пополнения ликвидности. Высокий уровень долговой нагрузки на текущий момент отчасти смягчается благоприятной структурой долга (на короткие обязательства приходится около 20% всего долга), к этому можно добавить, что объем невыбранных кредитных линий ТМК составляет сейчас около 1 млрд. долл., то есть превышает четверть от совокупного долга.

В ходе последней волны распродаж, завершившейся к концу первой недели августа, более короткий TRUBRU'18 потерял около 760 бп в цене, а для TRUBRU'20 потери составили и вовсе 11 фигур. На текущий момент котировки обоих выпусков показали весьма неплохую восстановительную динамику, отыграв 2/3 потерь, что нашло отражение в динамике их спрэдов. Так, за период с середины июля, более короткий TRUBRU'18 показал заметно лучшую по сравнению с рынком динамику, его спрэд к UST расширился лишь на 70 бп, тогда как TRUBRU'20 расширил спрэд к UST на 90 бп, то есть, показав среднюю для рынка динамику. Сейчас спрэд бумаг к UST составляет 570 и 610 бп соответственно, что существенно ниже максимумов, достигнутых на пике распродаж (760-790 бп). Евробонды ТМК торгуются сейчас с дисконтом 50-90 к выпускам Евраза (В+/Ва3/BB-), что, на наш взгляд, делает бумаги последнего более интересной покупкой, учитывая куда лучшую отчетность Евраза за 1П14 и его более сильные кредитные метрики. На наш взгляд, широкий дисконт евробондов ТМК к выпускам Евраза является остаточным эффектом от недавнего ралли в бумагах ТМК, когда инвесторы отыгрывали новость по китайской сделке Газпрома, включающей строительство трубопровода «Сила Сибири».

Первичный рынок

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

АКБ Пересвет, БО-02 (В+/ВЗ/-): выпуск предлагает неплохую доходность, но есть альтернативы

Сегодня АКБ Пересвет открывает книгу заявок на трехлетний выпуск облигаций серии БО-02 объемом 2 млрд руб. Закрытие книги запланировано на 28 августа, а размещение на бирже – на 29 августа. Ориентир по ставке купона составляет 12.2-12.3% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте в диапазоне 12.77-12.88% годовых. Отметим, что АКБ Пересвет вновь решил выйти на первичный рынок после недолгого перерыва, удлинив при этом по сравнению с дебютным выпуском дюрацию до года и немного изменив параметры доходности, а именно сузив ориентиры доходности (нижняя граница смещена с 12.63 до 12.77% годовых). Напомним, что июньское размещение выпуска Пересвет, 03 прошло довольно успешно, выпуск был размещен в полном объеме с доходностью чуть выше нижней границы заявленного ориентира (УТР 12.68%/D 0.5 г.).

К сильным сторонам банка по-прежнему можно отнести наличие в структуре акционеров РПЦ (принадлежит порядка 36.1%) и Торгово-промышленной палаты (27.1%), которое обеспечивает банку возможность хороших партнерских отношений с властями субъектов РФ и компаниями с госучастием, и тем самым позволяет банку вести расчетно-кассовое обслуживание крупных корпоративных клиентов и государственных корпорации, а также оказывать услуги в рамках социальных государственных программ. Также в качестве сильной стороны банка может восприниматься его финансовый профиль, который по данным последней отчетности за 1П14 г., несмотря на минимальные темпы роста валового кредитного портфеля (+2.7% к началу года), характеризовался высоким кредитным качеством активов (NPL 90+ сохранился в районе 1.0%) и неплохими показателями эффективности. Так уровень чистой процентной маржи удержался в районе 4.5%, а рентабельность собственного капитала составила 18.4%. Отметим также, что АКБ Пересвет не испытывает проблем с показателями достаточности капитала и исполняет все установленные нормативы, при этом капитал банка регулярно докапитализируется, как со стороны акционеров, так и за счет чистой прибыли, которая по итогам 1П14 г. составила 1 млрд руб.

Несмотря на сложную конъюнктуру рынка единственный выпуск Пересвет 03 (УТР 12.00%/ D 0.3 г.) относительно ликвиден, что, на наш взгляд, обусловлено высокой доходностью бумага при довольно короткой дюрации. По последним сделкам спред к кривой ОФЗ составлял порядка 400 бп., что заметно ниже заявленных ориентиров по новому предложению. Так маркируемый ориентир доходности Пересвет, БО-2 дает спред на уровне 440-450 бп. к ОФЗ. На текущий момент сложно в полной мере оценить привлекательность нового предложения и спрос со стороны инвесторов, учитывая неопределенность относительно будущего развития украинского конфликта, но можно сказать, что выпуск предлагает неплохую доходность и возможно найдет интерес со стороны инвесторов лояльных к риску. Хотя в тоже время в качестве альтернативы из той же рейтинговой группы можно рассмотреть более доходные выпуски Татфондбанка, которые при дюрации до полугода торгуются со средней премией к ОФЗ в размере 480 бп., что на 30 бп. выше верхней границы диапазона доходности.

АКБ "Пересвет"

Основные параметры выпусков

Эмитент	АКБ Пересвет, БО-02
Рейтинги (S&P/M/F)	В+ / ВЗ / -
Ломбардный список ЦБ	да
Серия 09	2 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Через 1 год @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	12.2 -12.3% годовых
Ориентир по УТР	12.77-12.88% годовых
Дюрация	1 год
Размещение на ФБ ММВБ	29 августа 2013 г.
Организаторы	ООО "БК "Регион", ОАО "Россельхозбанк"

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

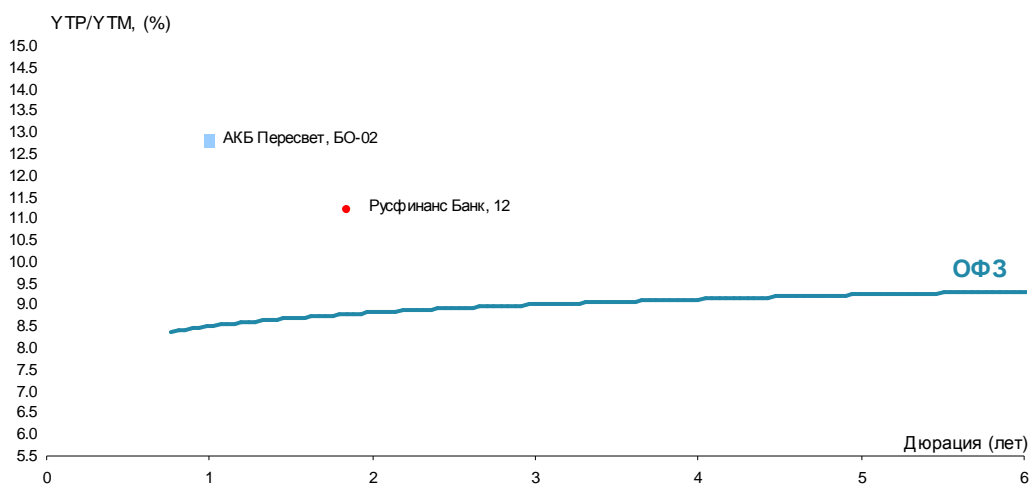
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашения
Русфинанс Банк, 12	BBB- / Ba1 / BBB	да	3 000	11.18	н/д	28.08.2014	нет / 1.85 г	2 г / 5 лет
АКБ Пересвет, БО-02	B+ / B3 / -	да	2 000	12.77-12.88	28.08.2014	29.08.2014	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
Хорус Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	13.42	21.08.2014	нет / 3.82 г
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.57-10.78	10.57	12.08.2014	нет / 1 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
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



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.

