

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

НорНикель (BBV-/Ваа2/BB+): нейтральный операционный отчет за 9М14, евробонды компании среди наименее пострадавших в рамках последних распродаж

В прошлую пятницу крупнейший производитель цветных металлов НорНикель опубликовал операционные результаты за 3К14 и 9М14. Мы оцениваем результаты по итогам 9М14 нейтрально. Так, за 9М14 производство никеля снизилось на 5.6% г/г (до 199.8 тыс. тонн), меди – на 1.7% г/г (до 273.3 тыс. тонн). В то же время, объем выпуска палладия увеличился на 2.9% г/г (до 2 108 тыс. oz), а рост производства платины составил 1.6% г/г (до 511 тыс. oz). Снижение объемов выпуска никеля за отчетный период было обусловлено консервацией австралийских мощностей (Lake Johnston) и сокращением объемов выпуска на Кольской ГМК и Tati Nickel в Африке, тогда как сокращение производства меди было связано с уменьшением объемов переработки импортного толлингового сырья на Кольской ГМК, а также плановым ремонтом мощностей в 3К14. В то же время, увеличение объемов производства палладия и платины было обусловлено, в основном, выработкой накопившегося незавершенного производства в России и увеличением содержания платиноидов в перерабатываемом сырье.

Евробонды НорНикеля GMKNRM'18 и GMKNRM'20 находятся в числе наименее пострадавших от последних распродаж бумаг, которые идут с начала этого месяца. Снижение цен по евробондам составило всего около 30 бп, а их спрэд к кривой UST остался неизменным, что заметно лучше результатов рынка в целом. Сейчас выпуск GMKNRM'18 торгуется со спрэдом 370 бп к UST, тогда как спрэд более длинного GMKNRM'20 составляет около 390 бп. Евробонды НорНикеля торгуются на близких уровнях к сопоставимым по дюрации выпускам госмонополий: Газпрома (BBV-/Ваа1/BBV) и РЖД (BBV-/Ваа2/BBV), что выглядит справедливо. Рублевые бумаги НорНикеля характеризуются низкой ликвидностью и индикативно торгуются со спрэдом около 150 бп к кривой ОФЗ, что чуть уже текущих котировок недавно размещенного годового выпуска Газпром, БО-25. Рублевые бумаги в целом сейчас выглядят малопривлекательно в связи с ценовой коррекцией, которая неизбежна в свете радикального повышения ключевой ставки ЦБ в прошлую пятницу.

Динамика операционных результатов НорНикеля

Пр-во товарных металлов	9М14	9М13	%
Никель, тыс. тонн	199.8	211.8	-5.6%
в том числе Россия	167.6	170.4	-1.7%
Финляндия	29.9	33.3	-10.1%
Австралия	-	2.8	-
Африка	2.3	5.3	-55.7%
Медь, тыс. тонн	273.3	278.1	-1.7%
в том числе Россия	265.6	268.8	-1.2%
Финляндия	5.9	5.0	18.2%
Африка	1.8	4.3	-58.1%
Палладий, тыс. oz	2 108	2 049	2.9%
в том числе Россия	2 051	1 979	3.6%
Финляндия	44	31	41.9%
Африка	13	39	-66.9%
Платина, тыс. oz	511	503	1.6%
в том числе Россия	490	484	1.2%
Финляндия	18	13	38.5%
Африка	3	6	-58.3%

Пр-во товарных металлов	3К14	2К14	%
Никель, тыс. тонн	71.1	60.9	16.9%
в том числе Россия	57.2	54.7	4.5%
Финляндия	13.3	5.4	x2.5
Африка	0.7	0.8	-14.9%
Медь, тыс. тонн	89.2	93.7	-4.8%
в том числе Россия	86.2	90.4	-4.6%
Финляндия	2.4	2.7	-8.9%
Африка	0.5	0.6	-9.2%
Палладий, тыс. oz	769	729	5.5%
в том числе Россия	745	708	5.2%
Финляндия	21	17	23.5%
Африка	3	4	-22.0%
Платина, тыс. oz	184	177	4.0%
в том числе Россия	177	168	5.4%
Финляндия	6	9	-33.3%
Африка	0.8	0.7	14.3%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Металлоинвест (ВВ/Ва2/ВВ): нейтральный операционный отчет за 9М14, евробонды компании оценены справедливо

В конце прошлой недели горнорудная компания опубликовала операционные результаты за 3К14. Представленные данные мы оцениваем, в целом, нейтрально, как в разрезе квартальной, так и годовой динамики. Так, в 3К14 объемы отгрузок окатышей, после сокращения во 2К14, выросли на 1.4% кв/кв (до 3 441 тыс. тонн), тогда как квартальные темпы роста объемов отгрузки железной руды несколько сократились и составили 6.9% кв/кв (до 2 996 тыс. тонн). В то же время, продажи стальной продукции в 3К14 подросли на 1.6% кв/кв (до 1 002 тыс. тонн), чугуна – на 9.1% кв/кв (до 478 тыс. тонн), тогда как отгрузки ГБЖ/ПВЖ резко просели (почти на треть кв/кв) и составили всего 449 тыс. тонн, что было, в том числе, обусловлено сокращением производства на 18.7% кв/кв (до 1 118 тыс. тонн) из-за проведения плановых капитальных ремонтов мощностей. По итогам 9М14 в целом динамика снижения продаж ГБЖ/ПВЖ была более сглаженной, объемы сократились на 5.6% г/г (до 1 746 тыс. тонн). Умеренное снижение продемонстрировали объемы продаж железной руды (на 1.5% г/г, до 8 234 тыс. тонн) и стальной продукции (на 3.4% г/г, до 3 111 тыс. тонн). Вместе с тем, отгрузки окатышей по итогам 9М14 выросли на 2.6% г/г (до 10 393 тыс. тонн), чугуна – на 27.8% г/г (до 1 287 тыс. тонн).

В условиях не столь значительных изменений физических объемов и структуры отгрузок, основное влияние динамику финансовых результатов металлоинвеста, на наш взгляд, по-прежнему будет оказывать ценовой фактор. И в этой части весьма мало поводов для оптимизма: цены на металлургическое сырье продолжили падать и в 3К14, обновляя минимумы. Так, к концу 3К14 импортная цена тонны окатышей для Китая составила около 82 долл., тогда как сокращение средней цены г/г за 9М14 составило 22.9% (до 104.5 долл./тонна). Таким образом, с учетом динамики цен и объемов продаж, а также финансовых результатов компании за 1П14, мы полагаем, что по итогам 9М14 снижение выручки металлоинвеста может составить около 10% г/г, в то же время, уровень рентабельности по EBITDA, скорее всего, сохраниться на прежнем уровне – поддержку компании окажет ослабление рубля (на 12% г/г за 9М14), в котором номинирована значительная часть ее издержек.

Последние крупные сделки в длинных рублевых выпусках металлоинвеста дают спрэд к кривой ОФЗ чуть выше 200 бп, тогда как биды по этим бумагам стоя выше – на уровне 230 бп к ОФЗ. В любом случае, произошедшее в конце прошлой недели повышение ключевой ставки ЦБ предполагает масштабную коррекцию на рынке рублевых бумаг и не располагает покупкам до стабилизации. С начала этого месяца корректируются и евробонды компании. Так, за прошедшие несколько дней бонд METINR'20 выглядел заметно хуже рынка в целом, потеряв почти фигуру в цене и расширив спрэд к кривой UST почти на 10 бп (до 640 бп), тогда как выпуски CHMFRU'18 и NLMK'19 показали динамику заметно лучше, сохранив спрэд к UST на прежнем уровне. Сейчас METINR'20 торгуется с премией около 200 бп к близкому по дюрации NLMK'19 и порядка 150 бп – к более короткому CHMFRU'18, что, на наш взгляд, скорее говорит о привлекательности евробонда Северстали (ВВ+/Ва1/ВВ+).

Динамика операционных показателей Металлоинвеста

тыс. тонн	9М14	9М13	%
Объемы производства			
Железная руда	29 062	28 748	1.1%
Окатыши	16 996	16 846	0.9%
Чугун	1 665	1 616	3.0%
ГБЖ/ПВЖ	3 896	3 973	-1.9%
Сталь	3 359	3 508	-4.2%

Объемы отгрузок			
Окатыши	10 393	10 128	2.6%
Железная руда	8 234	8 356	-1.5%
Стальная продукция	3 111	3 219	-3.4%
ГБЖ/ПВЖ	1 746	1 853	-5.8%
Чугун	1 287	1 007	27.8%
Прочее	218	36	x6.1

тыс. тонн	3К14	2К14	%
Объемы производства			
Железная руда	9 734	9 790	-0.6%
Окатыши	5 511	5 732	-3.9%
Чугун	591	550	7.5%
ГБЖ/ПВЖ	1 118	1 375	-18.7%
Сталь	1 071	1 092	-1.9%

Объемы отгрузок			
Окатыши	3 441	3 395	1.4%
Железная руда	2 996	2 803	6.9%
Стальная продукция	1 002	986	1.6%
ГБЖ/ПВЖ	449	648	-30.7%
Чугун	478	438	9.1%
Прочее	83	77	7.8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина Кирилл Сычев
n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

Черкизово (Moody's: B2/Stable): сильные операционные результаты за 9М14 не окажут влияние на котировки облигаций компании, характеризующихся низкой ликвидностью

На прошлой неделе Группа «Черкизово» опубликовала операционные результаты за 9М14, которые мы оцениваем как сильные. За 9М14 компания увеличила объемы реализации продукции всех сегментов бизнеса. Кроме того, в отчетном периоде по сравнению с 9М13 выросли как рублевые, так и долларовые цены реализации продукции.

За 9М14 продажи в сегменте птицеводство выросли на 23.6% г/г до 310.7 тыс. тонн, средняя цена реализации в рублях – на 13.6% г/г, в долларах – на 1.2% г/г. За 9М14 реализация продукции в сегменте свиноводство увеличилась не столь существенно, на 6.7% г/г до 119.2 тыс. тонн, что во многом было обусловлено высокой базой прошлого года. Тем не менее, за 9М14 средние цены реализации продукции сегмента свиноводство выросли на 51.5% в рублях и 35.5% в долларах. Столь резкому росту цен способствовало введение в 2014 году запретов Роспотребнадзора на импорт свиней из ряда стран, в том числе ЕС. Мясоперерабатывающее направление бизнеса показало наиболее слабые результаты на фоне других сегментов бизнеса: за 9М14 реализации продукции сегмента увеличилась на 2.7% г/г до 102.1 тыс. тонн, средние цены реализации компании в рублях – на 12.6% г/г, в долларах – на 0.6% г/г.

Учитывая опубликованные операционные результаты компании за 9М14, а также рост средних цен на основные виды продукции в 3К14 по сравнению с 1П14, мы ожидаем увеличения темпов роста долларовой выручки за 9М14 до 15-20% г/г по сравнению с динамикой 1П14 (+11.9%) и не исключаем дальнейшего роста рентабельности (EBITDA margin в 1П14 – 20.2%).

На рублевом долговом рынке обращается единственный выпуск облигаций компании Черкизово БО-04. По нашим оценкам, сильные операционные результаты за 9М14 не окажут влияния на котировки бумаг, учитывая их низкую ликвидность. Сделки в облигациях Черкизово БО-04 с дюрацией 1.38 года проходят с доходностью 10.4%-10.8% годовых, при этом доходность по последним бидам составляет около 13.3% годовых.

Динамика операционных показателей Группы «Черкизово» в 9М14

	9М14	9М13	%%
Птицеводство			
Объем продаж, тыс. тонн	310.7	251.4	23.6%
Ср. цена реализации, руб./кг*	87.2	76.8	13.6%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.5	2.4	1.2%
Свиноводство			
Объем продаж, тыс. тонн	119.2	111.7	6.7%
Ср. цена реализации, руб./кг*	96.0	63.4	51.5%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.7	2.0	35.5%
Мясопереработка			
Объем продаж, тыс. тонн	102.1	99.4	2.7%
Ср. цена реализации, руб./кг*	164.5	146.1	12.6%
Ср. цена реализации, долл./кг*	4.7	4.6	0.6%

* - цены без учета НДС

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

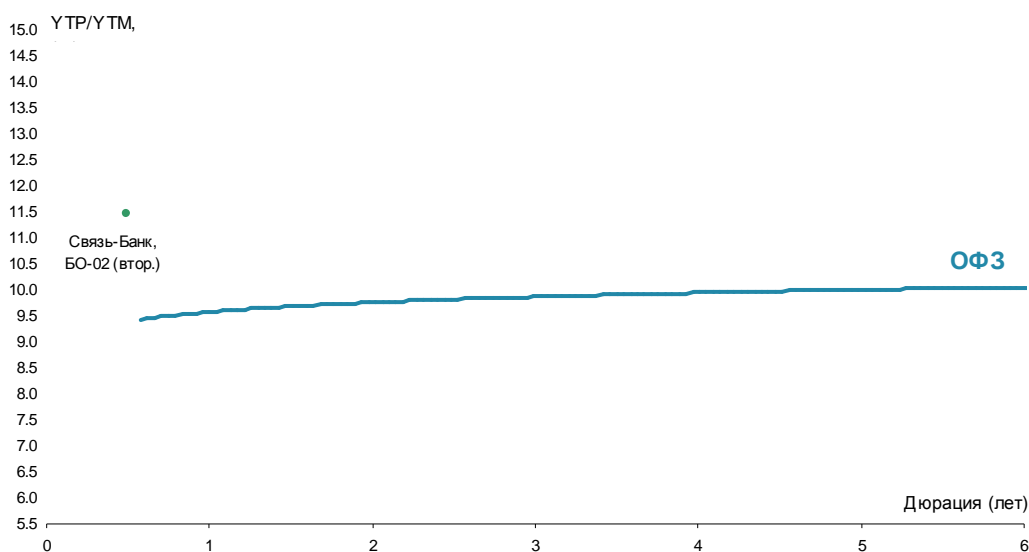
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашения
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 11.45	30.10.2014	31.10.2014	нет / 0.49 г	0.5 г / 1.5 г
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	10.25	30.10.2014	05.11.2014	нет / 5.19 г	7 лет / 10 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
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-34	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	13.10.2014	нет / 3.39 г
Россельхозбанк, БО-14	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	13.10.2014	нет / 6.27 г
Россельхозбанк, БО-13	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	10.10.2014	нет / 6.27 г
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Ba1 / BBB	да	4 000	1.5 / 100%	11.51-11.73	11.73	08.10.2014	нет / 1.42 г
Татфондбанк, БО-11 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	12.66	12.66	07.10.2014	нет / 0.91 г
Промсвязьбанк, БО-06	BB- / Baa3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Baa3 / BBB	да	3 000	2.4 / 100%	11.04-11.57	11.09	30.09.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, БО-01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	13.37-13.92	13.65	29.09.2014	нет / 0.72 г
Российский Капитал, БО-01 (вторич.)	- / - / B+	да	2 385	н/д / 100%	н/д	12.34	29.09.2014	0.93 г / 2 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	Облигации	research@zenit.ru firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@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

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

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.