

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков [e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru) Кирилл Сычев [k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)

#### Северсталь (BB+/Ba1/BB+): хороший финансовый отчет по итогам 2014 г, евробонды компании оценены справедливо

Вчера Северсталь опубликовала достаточно сильный финансовый отчет за 2014 г. По итогам прошлого года выручка компании снизилась на 12% г/г (до 8 181 млн. долл.), при этом показатель EBITDA вырос на 21.2% г/г (до 2 203 млн. долл.), что, в совокупности, привело к росту рентабельности по EBITDA до 26.9% (+7.4 пп г/г). В то же время, долговая нагрузка Северстали к концу 2014 г снизилась до уровня 0.7x в терминах чистый долг / EBITDA, тогда как на начало прошлого года показатель еще составлял 1.8x. Снижению долговой нагрузки способствовало как сокращение долга компании, так и значительное увеличение денежных остатков на балансе.

Снижение выручки компании в прошлом году стало результатом значительного сокращения объемов реализации угля (почти в 2 раза г/г), небольшого снижения отгрузок проката (на 2.6% г/г) и железорудного сырья (на 3.4% г/г), а также падения цен на металлургическое сырье. Кроме того, значительное влияние на динамику выручки Северстали оказала девальвация рубля в конце прошлого года. Вместе с тем, рост рентабельности по EBITDA стал результатом, во-первых, деконсолидации американского дивизиона компании (российские предприятия исторически более эффективны по сравнению с американскими мощностями). Кроме того, позитивное влияние на рентабельность оказали снижение цен на металлургическое сырье, прежде всего, на уголь, а также ослабления рубля, которое внесло значительный вклад в снижение себестоимости продаж и SG&A-расходов.

Свободный денежный поток Северстали по итогам 2014 г продемонстрировал кратный рост, увеличившись более чем в 2.5 раз г/г, и достиг 1 259 млн. долл. Впечатляющая динамика стала следствием роста на 29.2% г/г (до 2 038 млн. долл.) чистых операционных поступлений на фоне снижения инвестиционных расходов. Так, CAPEX Северстали по итогам прошлого года составил 779 млн. долл. (или 0.4x EBITDA), что на 28.1% меньше расходов 2013 г. Кроме того, в 2014 г Северсталь получила более 2 млрд. долл. в рамках сделок по продаже американских активов. Напомним, что в прошлом году компания продала два сталелитейных предприятия (Severstal Columbus и Severstal Dearborn), а также угольный актив (PBS Coal Inc.). Эти средства, а также свободный денежный поток были частью использованы для погашения заемных средств (чистое погашение в 2014 г составило около 623 млн. долл.) и выплаты дивидендов (на 1 061 млн. долл.), а также финансирования выплат по прекращенной деятельности (на 94 млн. долл.). Оставшаяся часть свободных средств была направлена на усиление ликвидной позиции Северстали: денежные остатки на балансе выросли к концу 2014 г на 83.1% началу года и составили 1 897 млн. долл.

Погашение долга, а также деконсолидация обязательств американских активов, привела к снижению суммы задолженности Северстали к концу 2014 г на 27.9% г/г (до 3 429 млн. долл.), при этом доля краткосрочных обязательств сохранилась на вполне комфортном уровне в 22.6% (+9.4 пп г/г). Чистый долг компании, благодаря значительному увеличению денежных остатков на балансе, показал еще более впечатляющую динамику, сократившись на 58.8% (до 1 532 млн. долл.). Последний "удар" по долговой нагрузке Северстали нанес быстрый рост EBITDA в прошлом году. В результате действия этих факторов долговая нагрузка в терминах чистый долг/ EBITDA снизилась до 0.7x, тогда как на начало года еще составляла 1.8x. Отметим, что долговая нагрузка компании сохранилась на невысоком уровне даже после выплаты спецдивидендов на 1 млрд. долл. после продажи активов во 2П14.

#### Ключевые финансовые показатели Северстали по МСФО за 2014 г

млн. долл.	2014	2013	%г
Выручка	8 181	9 300	-12.0%
EBITDA	2 203	1 818	21.2%
Операционная прибыль	1 594	1 209	31.8%
Чистая прибыль	(1 603)	89	-

Рентабельность по EBITDA	26.9%	19.5%	7.4 пп
Операционная рентабельность	19.5%	13.0%	6.5 пп
Чистая рентабельность	-	1.0%	-
Операц. ден. поток до изм. ОК	2 182	1 751	24.6%
Чистый операцион. ден. поток	2 038	1 578	29.2%
CAPEX	779	1 084	-58.1%
Свободный денежный поток	1 259	494	x2.5

млн. долл.	2014	2013	%г
Активы	7 561	14 534	-48.0%
в т.ч. денежные средства	1 897	1 036	83.1%
Долг	3 429	4 754	-27.9%
доля краткосрочного долга	22.6%	13.2%	9.4 пп
Чистый долг	1 532	3 718	-58.8%
Капитал	2 838	7 000	-59.5%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.6x	-
Долг/EBITDA	1.6x	2.3x	-
Ч. Долг/EBITDA	0.7x	1.8x	-
EBITDA/Процентные платежи	8.9x	5.3x	-
Долг/Капитал	1.2x	0.7x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных показателей Северстали

тыс. тонн	2014	2013	%г
Произв одств о чугу на	9 076	8 759	3.6%
Произв одств о стали	11 302	10 712	5.5%
<b>Реализация угля, в т.ч.</b>	<b>3 355</b>	<b>6 331</b>	<b>-47.0%</b>
Концентрат коксующесяо угля	1 639	3 413	-52.0%
Сырой коксующийся уголь	58	558	-89.6%
Энергетический уголь	1 657	2 360	-29.8%
<b>Реализац. железорудн. сырья</b>	<b>6 042</b>	<b>6 252</b>	<b>-3.4%</b>
Окатыши	5 885	5 942	-1.0%
Концентрат	157	310	-49.4%
Реализация полу фабрикатов	373	412	-9.5%
<b>Реализация проката, в т.ч.</b>	<b>8 137</b>	<b>8 351</b>	<b>-2.6%</b>
Горячекатанный	3 661	4 206	-13.0%
Толстолистовой	840	772	8.8%
Холоднокатанный	1 443	1 419	1.7%
цинков. лист и др. мет. покрыт	592	615	-3.7%
Сорттовой	1 167	889	31.3%
С полимерным покрытием	434	450	-3.6%
<b>Реализ. конеч. передела, в т.ч.</b>	<b>1 899</b>	<b>1 723</b>	<b>10.2%</b>
Метизная продукция	636	662	-3.9%
Трубы большого диаметра	400	321	24.6%
очие трубные изделия, профили	862	741	16.3%

Отметим, что произошедшее по итогам прошлого года весьма заметное усиление кредитного профиля Северстали, на наш взгляд, является весомым аргументом в пользу повышения кредитных рейтингов компании, несмотря на сохраняющуюся слабость рынка металлургической продукции. В то же время, сохранение сложной геополитической обстановки, а также западных санкций, и их общей негативной проекции на российскую экономику делает перспективы повышения кредитных рейтингов Северстали весьма умозрительными. Последние изменение рейтингов произошло в мае прошлого года: Fitch повысил рейтинг Северстали с “BB” до “BB+” со стабильным прогнозом, доведя его до уровня рейтингов от S&P и Moody’s.

С начала этого года евробонды Северстали продемонстрировали существенно лучшую по сравнению с рынком в целом динамику в терминах спрэдов к UST. Так, выпуски CHMFRU’17 и CHMFRU’18 сузили спред к кривой американских госбумаг примерно на 240 бп и 270 бп соответственно, а длинный CHMFRU’22 – на 150 бп. Отметим, что поддержку еврооблигациям Северстали оказал прошедший в начале февраля выкуп бумаг: компания суммарно потратила на выкуп 219 млн. долл., при этом выкупались короткие бонды с погашением в 2016-2017 гг. Сейчас короткие евробонды Северстали (CHMFRU’17 и CHMFRU’18) торгуются со спредом 560-580 бп, тогда как CHMFRU’22 торгуется чуть уже – на уровне 530 бп. В целом, бумаги компании торгуются на уровне или с небольшим дисконтом (около 20 бп) к бумагам НЛМК (BB+/Baa3/BBB-), что в текущих условиях выглядит справедливо.

## Первичный рынок

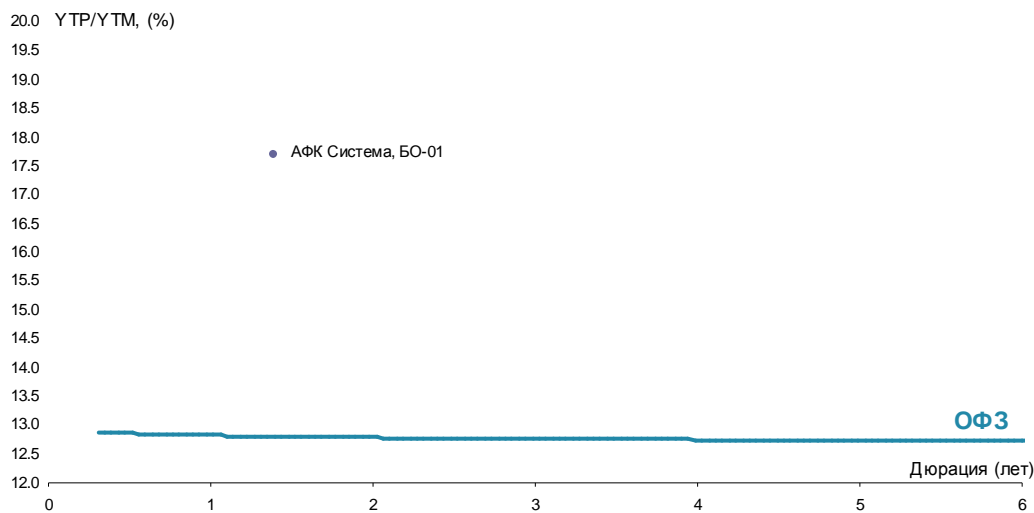
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	17.72	17.02.2015	19.02.2015	нет / 1.38 г	1.5 г / 15

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
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1



# 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>

## Аналитическое управление

Акции	Облигации	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a> <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	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@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:evgenia.lobacheva@zenit.ru">evgenia.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>

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.