

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Новатэк (BB+/Ba1/BVB-): сильный отчет по итогам 1K15, евробонды торгуются на справедливых уровнях

Вчера Новатэк опубликовал операционные и финансовые результаты по итогам 1K15. Мы оцениваем раскрытые показатели, в целом, как сильные. Финансовые результаты компании по итогам прошлого квартала выросли на 28.3% г/г, выручка достигла 113.7 млрд. руб., а показатель EBITDA – 55.2 млрд. руб., в результате чего рентабельность по EBITDA сохранилась на достаточно высоком уровне прошлого года, составив 48.5%. В то же время, долг Новатэка на конец 1K15 показал совсем небольшой прирост к уровню начала года, что, на фоне быстрого роста EBITDA за 1K15 и увеличения ликвидных остатков на балансе, позволило немного сократить долговую нагрузку. Показатель составил 1.2x в терминах чистый долг / EBITDA LTM на конец 1K15 против 1.3x на начало года.

Высокие темпы роста финансовых результатов Новатэка по итогам 1K15 стали результатом увеличения объема продаж жидких углеводородов, который вырос на 83.4% г/г (до 2.8 млн. тонн), тогда как продажи природного газа снизились на 10.1% г/г (до 16 млрд. кубометров). Сокращение продаж газа в 1K15 было связано более теплой погодой по сравнению с прошлым годом, а также с тем, что один из крупных потребителей компании не выбрал законтрактованные объемы газа. В то же время, рост продаж жидких углеводородов наблюдался по всей продуктовой линейке. Так, отгрузки сырой нефти выросли на 39% г/г (до 271 тыс. тонн), СУГ – на 27.6% г/г (до 448 тыс. тонн), однако основным драйвером роста выручки Новатэка в 1K15 стало увеличение продаж стабильного газового конденсата (почти в 9 раз г/г) и продуктов его переработки (почти в 2 раза г/г, до 1.8 млн. тонн), что компенсировало падение доходов от продажи газа в прошлом квартале. Кроме того, учитывая, что почти весь объем продуктов переработки СГК (легкая и тяжелая нефть, газойль, авиакеросин, мазут) направляется на экспорт, поддержку результатам Новатэка также оказало и существенное ослабление рубля в прошлом году, обеспечившее рост цен в рублях в пределах 15% г/г, несмотря на значительное падение привязанных к цене нефти долларовых цен на продукты переработки СГК. Также свой вклад внесли и более низкие экспортные пошлины, которые снизились вслед за ценами на нефть.

Свободный денежный поток Новатэка по итогам 1K15 вырос в 2.5 раза к уровню прошлого года, достигнув 30.4 млрд. руб. Это стало следствием роста поступлений от операционной деятельности (на 42.1% г/г) на фоне достаточно существенного сокращения инвестиционных расходов к уровню 1K14. Так, CAPEX Новатэка в 1K15 снизился на 38% г/г и составил 9.3 млрд. руб. или лишь 0.2x EBITDA. Свободный денежный поток компании за 1K15 был направлен, в основном, на предоставление займов своим СП (около 19 млрд. руб.), а также на пополнение ликвидности. Объем денежных средств на балансе к концу 1K15 вырос на 26.1% к началу года и достиг 52.1 млрд. руб. Долг Новатэка к концу 1K15 вырос незначительно по сравнению с началом года и достиг 259 млрд. руб. (+5.4% к 4K14), при этом доля краткосрочных обязательств выросла до 34.2% против 16.7% на начало года. Тем не менее, рост ликвидных остатков на балансе, а также быстрый прирост EBITDA в 1K15, привели к снижению уровня долговой нагрузки компании, которая на конец 1K15 составила 1.2x чистый долг / EBITDA LTM (против 1.3x на начало года).

Подводя итог, отметим, что результаты Новатэка позитивны для его кредитных рейтингов, но их текущий уровень (который, на наш взгляд, занижен) упирается в «страновой потолок». На наш взгляд, перспективы изменения рейтингов Новатэка в дальнейшем будут завязаны на динамику суверенного рейтинга, который сейчас находится под давлением политических факторов. Принимая во внимание сильный

Ключевые финансовые показатели Новатэка по МСФО за 1K15

млрд. руб.	1K15	1K14	%г
Выручка	113.7	88.7	28.3%
EBITDA	55.2	43.0	28.3%
Операционная прибыль	39.6	37.4	6.1%
Чистая прибыль	30.7	25.1	22.3%
Рентабельность по EBITDA	48.5%	48.5%	-
Операционная рентабельность	34.9%	42.2%	-7.3 пп
Чистая рентабельность	27.0%	28.4%	-1.3 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	39.4	35.0	12.4%
Чистый операцион. ден. поток*	37.2	26.2	42.1%
CAPEX	9.3	15.0	-38.0%
Свободный денежный поток	27.9	11.1	x2.5

млрд. руб.	1K15	2014	%г
Активы	754.5	699.1	7.9%
в т.ч. денежные средства	52.1	41.3	26.1%
Долг	259.0	245.7	5.4%
доля краткосрочного долга	34.2%	16.7%	17.5 пп
Чистый долг	206.9	204.4	1.3%
Капитал	422.3	387.1	9.1%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	1.5x	1.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.2x	1.3x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.6x	-

* за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Новатэка за 1K15

	1K15	1K14	%г
Добыча газа, млн. куб. м	16 151	15 423	4.7%
Добыча жидких УВ, тыс. тонн	1 991	1 362	46.2%
Реализация газа, млн. куб. м	15 977	17 772	-10.1%
в т.ч. "на скважине"	900	1 095	-17.8%
конечным потребителям	15 077	16 677	-9.6%
Реализация жидких УВ, тыс.	2 834	1 545	83.4%
в т.ч. стаб. газов. конденсат	276	32	x8.6
перераб. газов. конденс.	1 837	965	x1.9
сжижен. углеводород. газ	448	351	27.6%
сырая нефть	271	195	39.0%
нефтепродукты	2	2	-

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

финансовый и операционный профиль Новатэка, мы полагаем, что какие-либо негативные рейтинговые действия, связанные непосредственно с деятельностью компании, маловероятны.

Рублевые выпуски Новатэка малоинтересны в силу короткой дюрации (около 0.4 г) и торгуются со спрэдом 90-100 бп к кривой ОФЗ. Длинные евробонды компании, в то же время, в течение последних 2-х месяцев выглядели хуже рынка по динамике спрэдов к кривой UST, что, вместе с тем, было характерно для всех российских компаний энергетического сектора. Так, бонд NVTKRM'21 сузил спред к UST на 150 бп (до 560 бп), NVTKRM'22 – на 120 бп (до 530-540 бп). Евробонды, на наш взгляд, оценены справедливо, торгуясь на уровнях бумаг Газпром Нефти (BB+/Ba1/BBB-), то есть с премией в 100-110 бп к близким по дюрации выпускам Лукойла (BBB-/Ba1/BBB-).

Мечел (NR): прошлогодняя девальвация рубля привнесла в отчетность компании некоторый позитив, однако ее судьба по-прежнему находится в руках Правительства и госбанков

Вчера Мечел опубликовал финансовую отчетность, а также операционные итоги за 2014 г. Операционные показатели выглядят достаточно слабо, что, впрочем, не стало сюрпризом. Так, общее производство угля в прошлом году сократилось на 17.8% г/г (до 22.6 млн. тонн), а выплавка стали – на 8.2% г/г (до 4.3 млн. тонн). В то же время, отгрузки коксующегося концентрата в 2014 г снизились на 8.2% г/г (до 10.1 млн. тонн), а поставки железорудного концентрата упали на четверть г/г (до 3.1 млн. тонн). Отгрузки антрацитов и РСІ-углей сократились в прошлом году уже не так сильно: на 4.3% г/г (до 2.1 млн. тонн) и 7.4% г/г (до 3.1 млн. тонн). Единственной статьей, показавшей рост в сырьевом сегменте, стали продажи кокса, которые в 2014 г выросли на 8.6% г/г (до 3.2 млн. тонн). В рамках металлургического сегмента в 2014 г произошло сокращение продаж по всем видам продукции, при этом для основной продукции – сортового проката – это снижение составило 16.4% г/г (до 3 млн. тонн), также значительно сократились продажи плоского проката (на 23% г/г, до 451 тыс. тонн) и товарной заготовки (на 83% г/г, до 117 тыс. тонн).

На фоне фронтального сокращения объемов продаж продукции, которое еще и сопровождается падением выраженных в долларах цен на металлургическое сырье и продукцию, снижение выручки на 24.7% г/г (до 6.4 млрд. долл.) выглядит уже не таким плохим результатом. Что касается динамики EBITDA, то Мечел и вовсе смог удержать это показатель почти на уровне предыдущего года – снижение составило лишь 3.2% к 2013 г (до 709 млн. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA в прошлом году выросла до 11.1% (+2.5 пп г/г). Отметим, что рост рентабельности по EBITDA стало следствием низких цен на сырье, обеспечивших рост операционной рентабельности металлургического сегмента, также свой вклад внесло и снижение курса рубля в 4К14, которое привело к сжатию рублевых издержек в долларовой отчетности Мечела. Девальвация рубля стала и основным фактором сокращения долга компании, который снизился к концу 2014 г почти на четверть к началу года и составил 7.1 млрд. долл. В результате, долговая нагрузка Мечела понизилась на конец прошлого года до 9.9х в терминах чистый долг / EBITDA (против 12.5х в 4К13).

Впрочем, некоторое улучшение финансовых показателей Мечела в прошлом году не отменяет того факта, что компания все так же неплатежеспособна. Ее долг, несмотря на снижение, по-прежнему остается гигантским, при этом объем выплат по процентам (793 млн. долл.) превышает всю заработанную за 2014 г EBITDA. Компания по-прежнему генерирует отрицательный денежный поток и финансирует свою деятельность за счет изъятия средств из оборотного капитала. Так, валовый денежный поток в 2014 г составил -147 млн. долл., а чистый операционный поток – уже 745 млн. долл. Наконец, убытки от списаний по реализованным активам стали причиной формирования отрицательного капитала на уровне -2.6 млрд. долл. В то же время, динамика операционных и финансовых результатов Мечела уже давно не оказывает определяющего влияния на перспективы компании в том смысле, что в речь идет уже просто о физическом выживании компании в нынешнем виде. Еще с середины прошлого года рынок ждал принципиального решения Правительства о том, какова будет дальнейшая судьба Мечела, однако такого решения нет до сих пор. В течение этого периода представители основных кредиторов – госбанков то ужесточали, то смягчали риторику в отношении компании, при этом ее положение скорее ухудшалось, поскольку постепенно рос объем заявленных и признанных в суде требований к Мечелу. Согласно комментариям менеджмента Мечела, которые были даны накануне, компания близка к соглашению по реструктуризации долга с

Ключевые финансовые показатели Мечела по US GAAP по итогам 2014 г

млн. долл.	2014	2013	%г
Выручка	6 406	8 506	-24.7%
EBITDA*	709	732	-3.2%
Операционная прибыль/(убыток)	126	(657)	-
Чистый убыток	(4 335)	(2 928)	48.1%
Рентабельность по EBITDA	11.1%	8.6%	2.5 пп
Операционная рентабельность	2.0%	-	-
Чистая рентабельность	-	-	-
Операцион. денежный поток до изм. с	(147)	(65)	x2.3
Чистый операционный денежный пото	745	327	x2.3
CAPEX	444	552	-19.7%
Свободный денежный поток	301	(226)	-
млн. долл.	2014	2013	%г
Активы	6 713	13 835	-51.5%
в т.ч. денежные средства	71	273	-74.1%
Долг**	7 119	9 411	-24.4%
доля краткосрочного долга	97.6%	17.0%	80.6 пп
Чистый долг	7 048	9 138	-22.9%
Капитал	(2 645)	812	-
CAPEX/EBITDA	0.6x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	10.0x	12.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	9.9x	12.5x	-
EBITDA/Расходы по процентам	0.9x	1.2	-
Долг/Капитал	-	11.6x	-

* показатель скорректирован на неоперационные и неденежные доходы и/или расходы

** включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Мечела за 2014 г

тыс. тонн	2014	2013	%г
Производство			
Уголь	22 624	27 516	-17.8%
Чугун	3 946	3 743	5.4%
Сталь	4 269	4 650	-8.2%
Отгрузки сырья			
Железрудный концентрат	3 120	4 166	-25.1%
Концентрат коксующегося уг.	10 140	11 051	-8.2%
Антрациты	2 107	2 202	-4.3%
Угли РСІ	3 063	3 308	-7.4%
Энергетические угли	5 958	5 898	1.0%
Кокс	3 233	2 976	8.6%
Отгрузки металлопродукции*			
Сортовой прокат	2 960	3 541	-16.4%
Плоский прокат	451	586	-23.0%
Товарная заготовка	117	690	-83.0%
Метизы	766	852	-10.1%
Покровки и штамповки	137	171	-19.9%

* включая продукцию сторонних производителей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Газпромбанком, при этом понимание по основным принципам реструктуризации есть и с ВТБ, руководство которого ранее было достаточно негативно настроено по отношению к Мечелу. Вместе с тем, компании пока не удалось достичь каких-либо позитивных результатов в переговорах с последним ключевым кредитором в лице Сбербанка. Впрочем, подвижки в позиции ВТБ внушают определенный оптимизм, как и то, что Правительство пока, видимо, не готово санкционировать банкротство Мечела, вероятно опасаясь, в первую очередь, социальных последствий.

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	Офер Погаше
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	-------------

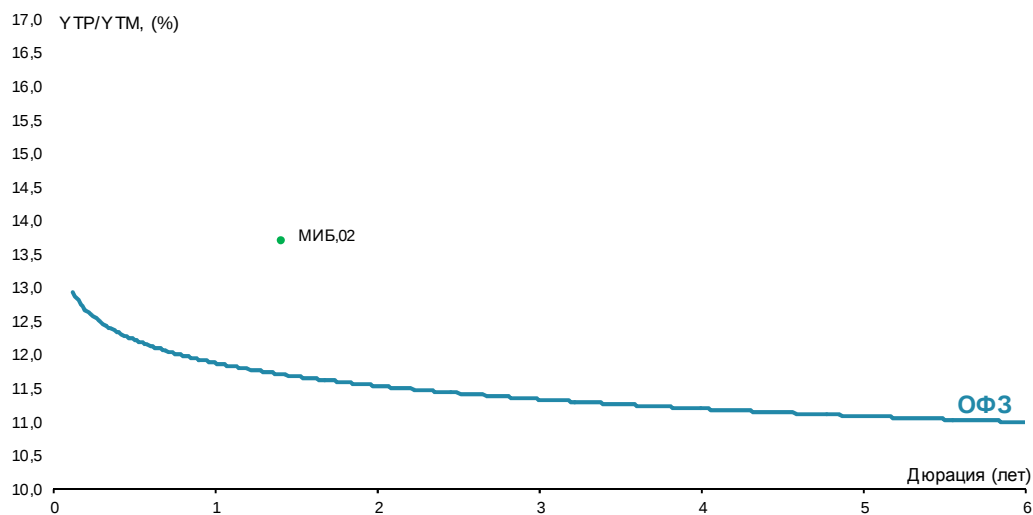
МИБ, 02 - / Baa1 / BBB- да 3 000 13.69 27.04.2015 29.04.2015 нет / 1.41 г 1.5 г / 10

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	Амортиз Дюра
Русгидро, БО-09	BB / Ba2 / BB+	да	10 000	3.0 / 100%	13.42-13.69	13.16	28.04.2015	нет / 2.
О'Кей, БО-05	- / - / B+	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.37	28.04.2015	нет / :
ЛК Уралсиб, БО-20	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2:
ЛК Уралсиб, БО-21	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2:
АИЖК, БО-03	BB+ / Ba1 / -	да	5 000	н/д / 100%	13.92-14.48	13.10	20.04.2015	нет / 1.
Банк Пересвет, БО-04	B+ / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.11-18.68	18.11	17.04.2015	нет / 0
Банк ФК Открытие, БО-П02	BB- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.37-16.91	16.39	14.04.2015	нет / :
Банк ФК Открытие, БО-П01	BB- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.75-16.25	16.00	14.04.2015	нет / 0
Локо-Банк, БО-06	- / B2 / B+	да	3 000	1.5 / 100%	18.11-18.68	18.11	09.04.2015	нет / 0
Банк ЗЕНИТ, БО-09	- / Ba3 / BB-	да	5 000	2.2 / 100%	17.18-17.45	16.75	09.04.2015	нет / :
Кредит Европа Банк, БО-08	- / B1 / BB	да	3 000	н/д / 100%	15.56-16.64	15.56	03.04.2015	нет / :
Татфонбанк, БО-13	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.09-17.71	15.56	03.04.2015	нет / :
МКБ, БО-09	BB- / B1 / BB-	да	3 000	н/д / 100%	15.56	15.56	25.03.2015	нет / :
Связь-Банк, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.56	15.56	24.03.2015	нет / :
Россельхозбанк, БО-17	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / :
Связь-Банк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / :
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.
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 / :



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

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
 Константин Поспелов
 Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
 Максим Симагин
 Александр Валканов
 Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
 Макроэкономика/кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Акции

Владимир Евстифеев
 Кирилл Сычев
 Наталия Толстошеина
 Евгений Чердаков
 Дмитрий Чепрагин
 Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
 Фарида Ахметова
 Марина Никишова
 Вера Панова
 Алексей Басов
 Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
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.