

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Металлоинвест (BB/Ba2/BB): умеренно негативные финансовые результаты за 1K15, евробонды оценены справедливо

Вчера Металлоинвест, крупнейшая российская горнорудная компания, раскрыла ключевые финансовые показатели по итогам 1K15, которые мы оцениваем как умеренно-негативные. Основное влияние на динамику финансовых результатов компании в 1K15 оказало существенное ослабление рубля, так как около 60% всех отгрузок в натуральном выражении приходится на Россию. В связи с чем, падение выручки компании на 31.4% (до 1.2 млрд долл.) в целом было ожидаемо и соответствовало нижней границе нашего прогноза (сокращение на 30-40% г/г). В дополнение, негативными факторами для показателя, но, все-таки в меньшей степени, стали снижение физических объемов отгрузок наиболее маржинальных товаров из продуктовой линейки компании (стальная продукция -7% г/г, окатыши -4.4% г/г), а также сохраняющийся на рынке негативный ценовой тренд на металлургическую продукцию. Неприятной неожиданностью стало существенное проседание EBITDA на 20.2% г/г (до 458 млн долл.), хотя основной объем издержек компании номинирован в рублях. Вместе с тем, Металлоинвесту все же удалось заметно улучшить эффективность компании, нарастив рентабельность по EBITDA до 37% (+5.2 п.п. г/г), что было обусловлено опережающими темпами падения выручки.

В качестве позитивного момента все же можно отметить существенное сокращение общего объема долга компании и улучшение его структуры. Так объем долговых обязательств был снижен на 12.6% г/г (до 4.1 млрд долл.), что было сделано преимущественно благодаря собственным средствам на балансе, а доля краткосрочного долга снижена на -3.6 п.п. г/г (до 10.0%). Отметим также, что большая часть сокращения объема задолженности произошла за счет выкупа с рынка Металлоинвестом в рамках офферт трех выпусков рублевых облигации на сумму 25 млрд руб. В итоге снижение леввериджа позитивно отразилось на кредитных рейтингах компании, став одним из ключевых факторов подтверждения рейтингов от Fitch на текущем уровне со стабильным прогнозом. Однако, заметное сокращение EBITDA в итоге не позволило компании снизить долговую нагрузку Металлоинвеста на конец 1K15 в терминах чистый долг / EBITDA, которая осталась неизменной по сравнению с началом года и составила 2.1x.

Евробонды Металлоинвеста за последние пару месяцев были в аутсайдерах рынка, сузив спред к кривой UST на 60 бп (до 580 бп.). При этом METINR'20 сохранил дисконт к выпускам Евраз в размере 80 бп., но в тоже время все же расширил премию к НЛМК до 120 бп., что, на наш взгляд, является близким к справедливому уровню для компании. Рублевые выпуски Металлоинвеста характеризуются низкой ликвидностью.

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста по итогам 1K15

| млн. долл. | 1K15 | 1K14 | %% |
|--------------------------|-------|-------|--------|
| Выручка | 1 238 | 1 805 | -31,4% |
| ЕБИТДА | 458 | 574 | -20,2% |
| Чистая прибыль | 177 | 115 | 53,9% |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 37,0% | 31,8% | 5,2 пп |
| Чистая рентабельность | 14,3% | 6,4% | 7,9 пп |

| млн. долл. | 1K15 | 2014 | %% |
|---------------------------|-------|-------|---------|
| Активы | 7 016 | 7 266 | -3,4% |
| в т.ч. денежные средства | 311 | 550 | -43,5% |
| Долг | 4 137 | 4 734 | -12,6% |
| доля краткосрочного долга | 10,0% | 13,6% | -3,6 пп |
| Чистый долг | 3 826 | 4 184 | -8,6% |
| CAPEX/EBITDA | 0,2x | 0,3x | - |
| Долг/EBITDA LTM | 2,2x | 2,4x | - |
| Чистый долг/EBITDA LTM | 2,1x | 2,1x | - |

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Ростелеком (BB+/-/BBV-): нейтральный финансовый отчет за 1K15, бумаги компании малопривлекательны

Вчера Ростелеком опубликовал финансовую отчетность за 1K15, мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, выручка компании снизилась за прошлый квартал на 10.8% г/г (до 71.7 млрд. руб.), при этом OIBDA показала сопоставимые темпы снижения, сократившись на 7.4% г/г (до 24.5 млрд. руб.). Рентабельность по OIBDA в 1K15 достигла 34.2% против 33% в прошлом году. Долг Ростелеком к концу 1K15 мало изменился по сравнению с началом года, составив 186.7 млрд. руб., при этом долговая нагрузка компании чуть подросла к уровню начала года – до 1.7x в терминах чистый долг / OIBDA LTM (против 1.6x на конец 4K14). Этот рост долговой нагрузки был обусловлен снижением OIBDA в 1K15, а также сокращением запасов ликвидности на балансе (на 20.2% к началу года), которые к концу 1K15 составили 13.5 млрд. руб.

Отметим, что основным фактором снижения выручки г/г по итогам 1K15 стала деконсолидация мобильных активов, переданных в прошлом году в СП с Теле2 (РТ-Мобайл). Сопоставимая выручка компания также снизилась г/г, но лишь на 1.2%, что стало результатом получения Ростелекомом разовых доходов от обслуживания Олимпиады в Сочи в прошлом году. Что касается структуры выручки, то в разрезе отдельных направлений по-прежнему растут доходы от оказания услуг ШПД (рост на 5% г/г), услуг платного телевидения (+25.4% г/г) и "облачных" услуг (+39.3% г/г), что компенсирует компании падение доходов от фиксированной связи (-10.1% г/г). Сокращение OIBDA в 1K15 было обусловлено, в основном, снижением выручки, а также ростом расходов на оплату труда (+8.2% г/г) и оплату услуг операторов связи (+4.1% г/г, в основном расходы на телевизионный контент). Представив данные за 1K15, Ростелеком также улучшил прогноз по финансовым результатам на текущий год. Так, представители компании отметили, что рост выручки будет "не нулевым", а прогноз по рентабельности по OIBDA был улучшен до 33-34%, тогда как ранее этот показатель ожидался на уровне в 30% или немного выше.

По итогам 1K15 свободный денежный поток Ростелекома заметно сократился к уровню прошлого года, составив всего 1.2 млрд. руб. (-90.3% г/г). Такая динамика в 1K15 была обусловлена, с одной стороны, снижением операционных поступлений на 26.5% г/г (до 16.7 млрд. руб.), а с другой – существенным, в 1.5 раза г/г, ростом расходов на капвложения. Объем CAPEX компании в 1K15 достиг 15.4 млрд. руб. или 21.5% от выручки. Повышенный уровень капрасходов в 1K15 был связан с тем, что Ростелеком, как и другие крупные операторы, перенес на прошлый квартал оплату ряда контрактов, заключенных в 4K14, ознаменовавшегося историческими минимумами курс рубля. В целом же, Ростелеком по-прежнему ожидает расходы на финансирование инвестпрограммы на уровне 20% от выручки по итогам 2015 г (это без учета затрат на программу ликвидации "цифрового неравенства" в размере 8-9 млрд. руб.). Свободные средства были направлены на покрытие M&A-расходов (на 1.7 млрд. руб.). Кроме того, к концу 1K15 Ростелеком немного сократил долг, объем чистого погашения составил 3.2 млрд. руб. и был профинансирован за счет денег на балансе, объем которых снизился на 20.2% к началу года. Долг Ростелекома к концу прошлого квартала снизился на 1.7% к началу года (до 186.7 млрд. руб.), при этом, учитывая источник погашения, чистый долг не изменился к началу года. В то же время, долговая нагрузка компании чуть выросла по сравнению с началом года, составив 1.7x чистый долг / OIBDA (против 1.6x на начало года), что было связано с сокращением OIBDA в 1K15.

Облигационные выпуски Ростелекома традиционно характеризуются невысокой ликвидностью. Недавние крупные сделки в наиболее ликвидном Ростелеком 18 с дюрацией 2.2 г, а также текущие биды по бумаге, транслируются в спред к кривой ОФЗ на уровне 150-160 бп. На этих уровнях облигации Ростелекома выглядят, на наш взгляд, малопривлекательно, так как бумаги МТС (BB+/Ba1/BB+) сопоставимой дюрации предлагают примерно такую же премию к ОФЗ и, в таком случае, выглядят более интересной покупкой.

Ключевые финансовые показатели
Ростелекома по итогам 1K15

| млрд. руб. | 1K15 | 1K14 | %% |
|-------------------------------|-------|-------|---------|
| Выручка | 71.7 | 80.4 | -10.8% |
| OIBDA | 24.5 | 26.5 | -7.4% |
| Операционная прибыль | 9.3 | 12.0 | -22.3% |
| Чистая прибыль | 6.9 | 2.1 | x3.2 |
| Рентабельность по OIBDA | 34.2% | 33.0% | 1.2 пп |
| Операционная рентабельность | 13.0% | 14.9% | -1.9 пп |
| Чистая рентабельность | 9.6% | 2.7% | 6.9 пп |
| Операц. ден. поток до изм. ОК | 24.7 | 27.4 | -9.7% |
| Чистый операцион. ден. поток | 16.7 | 22.7 | -26.5% |
| CAPEX | 15.4 | 10.0 | 55.1% |
| Свободный денежный поток | 1.2 | 12.7 | -90.3% |

| млрд. руб. | 1K15 | 2014 | %% |
|---------------------------|-------|-------|---------|
| Активы | 546.6 | 548.6 | -0.4% |
| в т.ч. денежные средства | 13.5 | 16.9 | -20.2% |
| Долг | 186.7 | 190.0 | -1.7% |
| доля краткосрочного долга | 43.9% | 27.4% | 16.5 пп |
| Чистый долг | 173.2 | 173.1 | 0.1% |
| Капитал | 249.0 | 245.2 | 1.6% |
| CAPEX/Выручка | 21.5% | 18.5% | - |
| CAPEX/OIBDA | 63.0% | 54.7% | - |
| Долг/OIBDA LTM | 1.8x | 1.8x | - |
| Чистый долг/OIBDA LTM | 1.7x | 1.6x | - |
| OIBDA/Процентные платежи | 5.5x | 8.5x | - |
| Долг/Капитал | 0.7x | 0.8x | - |

Источник: Отчетность Компании по МСФО,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

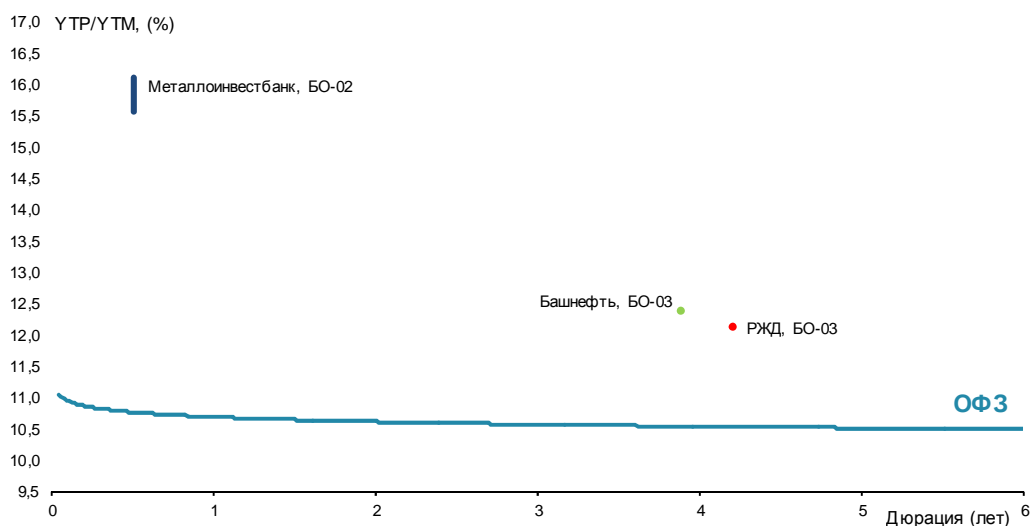
| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/Дюрация | Офер Погаше |
|---------------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|---------------------|-------------|
| РЖД, БО-03 | BB+ / Va1 / BBB- | да | 15 000 | 12.10 | 19.05.2015 | 22.05.2015 | нет / 4.21 г | 5.5 г / 1 |
| Башнефть, БО-03 | - / Va1 / BB | да | 5 000 | 12.36 | 19.05.2015 | 27.05.2015 | нет / 3.89 г | 5 лет / 1 |
| Аптечная сеть 36.6, БО-03 | NR | нет | 2 000 | н/д | 22.05.2015 | 27.05.2015 | н/д | 1 г / 3 |
| Металлоинвестбанк, БО-02 | - / B2 / - | да | 2 000 | 15.56-16.10 | 26.05.2015 | 28.05.2015 | нет / 0.50 г | 0.5 г / 5 |

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 Дюрац |
|---------------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------|
| МИБ, 02 | - / Vaa1 / BBB- | да | 3 000 | н/д | 13.96-14.49 | 13.69 | 29.04.2015 | нет / 1. |
| Магнит, 02 | BB+ / - / - | да | 5 000 | н/д / 100% | 12.47 | 12.47 | 15.05.2015 | нет / 1. |
| Магнит, 03 | BB+ / - / - | да | 5 000 | н/д / 100% | 12.47 | 12.47 | 15.05.2015 | нет / 1. |
| МИБ, 02 | - / Vaa1 / BBB- | да | 3 000 | н/д | 13.96-14.49 | 13.69 | 29.04.2015 | нет / 1. |
| Русгидро, БО-09 | BB / Va2 / 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 / 1. |
| 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+ / Va1 / - | да | 5 000 | н/д / 100% | 13.92-14.48 | 13.10 | 20.04.2015 | нет / 1. |
| Банк Пересвет, БО-04 | V+ / - / B+ | да | 3 000 | н/д / 100% | 18.11-18.68 | 18.11 | 17.04.2015 | нет / 0 |
| Банк ФК Открытие, БО-П02 | BB- / Va3 / - | да | 2 000 | н/д / 100% | 16.37-16.91 | 16.39 | 14.04.2015 | нет / 1. |
| Банк ФК Открытие, БО-П01 | BB- / Va3 / - | 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 | - / Va3 / BB- | да | 5 000 | 2.2 / 100% | 17.18-17.45 | 16.75 | 09.04.2015 | нет / 1. |
| Кредит Европа Банк, БО-08 | - / B1 / BB | да | 3 000 | н/д / 100% | 15.56-16.64 | 15.56 | 03.04.2015 | нет / 1. |
| Татфонбанк, БО-13 | B / B2 / - | да | 2 000 | н/д / 100% | 16.09-17.71 | 15.56 | 03.04.2015 | нет / 1. |
| МКБ, БО-09 | BB- / B1 / BB- | да | 3 000 | н/д / 100% | 15.56 | 15.56 | 25.03.2015 | 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>

| | | |
|------------------------------------|---------------------|--|
| 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 | 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

| | | |
|--------------------|-----------------------|--|
| | | 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.