

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### ТМК (В+/В1/-): нейтральный финансовый отчет за 1К15, евробонды компании среди самых доходных на рынке

В конце прошлой недели крупнейший российский производитель нефтегазовых труб опубликовал финансовый отчет за 1К15, который мы оцениваем нейтрально. В 1К15, несмотря на сокращение выручки на 22.6% г/г (до 1 134 млн. долл.), компании удалось сохранить показатель EBITDA на уровне прошлого года (185 млн. долл.), в результате чего рентабельность по EBITDA за прошлый квартал выросла до 22.2% (+3.1 пп г/г). Объем чистого долга ТМК на конец 1К15 не сильно изменился к началу года, как следствие уровень долговой нагрузки также не изменился, составив 3.7x в терминах чистый долг / EBITDA LTM.

Давление на выручку ТМК в 1К15 оказали слабые продажи: по итогам прошлого квартала компания сократила отгрузки труб на 2.6% г/г (до 995 тыс. тонн), в том числе менее маржинальных сварных труб на 5.1% г/г (до 376 тыс. тонн), тогда как отгрузка бесшовных труб сохранилась почти на уровне прошлого года, составив около 619 тыс. тонн (-1.1% г/г). Общие продажи труб нефтегазового сортамента (ОСТГ) снизились на 13.3% г/г. Сокращение отгрузок в 1К15 было обусловлено, главным образом, снижением продаж американского дивизиона ТМК в связи со значительным падением спроса на ОСТГ-трубы на фоне падения цен на нефть и снижения числа буровых в США. Общие отгрузки труб американским дивизионом ТМК по итогам 1К15 упали до 230 тыс. тонн, что на 23% ниже уровня 1К14, а по сравнению с 4К14 отгрузки упали на 32%. Здесь, впрочем, также сработал эффект высокой базы: весь прошлый год продажи нефтегазовых труб устойчиво росли. Отгрузки российского дивизиона в 1К15 составили около 724 тыс. тонн, что на 14% ниже уровня 4К14, но на 6% выше отгрузок 1К14. Вместе с тем, по итогам 2015 г ТМК намерена сохранить отгрузки трубной продукции на уровне прошлого года, несмотря на ожидания низких продаж в США в течение 1П15 на фоне сохранения количества буровых на минимальном уровне и использования накопленных запасов труб. Компания намерена заместить падение продаж в США и сокращение отгрузок промышленных труб в России за счет усиления внутреннего спроса на ТБД в рамках реализации крупных проектов (в частности, «Силы Сибири»), а также за счет увеличения продаж ОСТГ-труб на внутреннем рынке, где активно идет процесс импортозамещения. Кроме того, на динамику выручки по итогам прошлого квартала оказала негативное влияние девальвация рубля, поскольку 2/3 выручки формируется на внутреннем рынке. Вместе с тем, девальвация рубля оказала существенную поддержку операционной рентабельности ТМК, поскольку привела к сокращению преимущественно рублевых издержек компании.

В 1К15 свободный денежный поток ТМК оказался в слабо отрицательной зоне, составив -11 млн. долл. Дефицит средств стал результатом заметного сокращения операционных поступлений (на 59.5% г/г, за вычетом расходов на обслуживание долга), которое не удалось компенсировать за счет снижения капрасходов. CAPEX компании в 1К15 составил 39 млн. долл. или 0.2x EBITDA, сократившись на 42.7% к уровню прошлого года. Кроме того, к концу 1К15 ТМК немного сократила долг (на 4.2% к 4К14), что, вместе с чистым оттоком средств, было профинансировано за счет накопленной на балансе ликвидности, объем которой сократился на 65.6% (до 87 млн. долл.) по сравнению с началом года. В результате, объем чистого долга у ТМК почти не изменился к уровню начала года, что на фоне стабильной EBITDA за 1К15, обеспечило и неизменный уровень долговой нагрузки по сравнению с концом прошлого года – 3.7x чистый долг к EBITDA LTM.

Результаты компании за 1К15, на наш взгляд, нейтральны для ее рейтингов. Так, девальвация рубля в конце прошлого года привела к сокращению рублевого долга, что позволило сохранить уровень долговой нагрузки ниже порогового значения в 4x. Тем не менее, компания все еще сохраняет достаточно высокий уровень долга, который ограничивает

#### Ключевые финансовые показатели ТМК за 1К15

млн. долл.	1К15	1К14	%
Выручка	1 134	1 466	-22.6%
Валовая прибыль	252	281	-10.3%
EBITDA	185	184	0.5%
Чистая прибыль/(убыток)	30	(16)	-
Валовая рентабельность	22.2%	19.2%	3.1 пп
Рентабельность по EBITDA	16.3%	12.6%	3.8 пп
Чистая рентабельность	2.6%	-	-
Операц. денеж. поток до изм. в С	169	167	0.9%
Чистый операцион. денеж. поток	28	70	-59.5%
CAPEX	39	68	-42.7%
Свободный денежный поток	(11)	2	-
млн. долл.	1К15	2014	%
Активы	5 407	5 649	-4.3%
в т.ч. денежные средства	87	253	-65.6%
Долг**	3 087	3 223	-4.2%
доля краткосрочного долга	15.7%	23.7%	-8.0 пп
Чистый долг	3 000	2 970	1.0%
Капитал	1 239	1 271	-2.5%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	3.8x	4.0x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	3.7x	3.7x	-
EBITDA/Процентные платежи	2.7x	3.2x	-
Долг/Капитал	2.5x	2.5x	-

\* за вычетом процентных платежей

\*\* включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных показателей ТМК в 1К15

тыс. тонн	1К15	1К14	%
Бесшовные трубы	619	626	-1.1%
Сварные трубы	376	396	-5.1%
<b>Всего труб</b>	<b>995</b>	<b>1 022</b>	<b>-2.6%</b>
в т.ч. ОСТГ	425	490	-13.3%
тыс. тонн	1К15	4К14	%
Бесшовные трубы	619	693	-10.7%
Сварные трубы	376	525	-28.4%
<b>Всего труб</b>	<b>995</b>	<b>1 218</b>	<b>-18.3%</b>
в т.ч. ОСТГ	425	519	-18.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

и перспективы повышения рейтинга. Позитивным фактором здесь является достаточно благоприятная структура долга: на долю краткосрочных обязательств на конец 1К15 приходилось 15.7% против 23.7% в начале года. Стоит также добавить, что объем доступных компании кредитов на конец 1К15 составлял 656 млн. долл., что превышало объем краткосрочной задолженности на эту дату.

В течение последних двух месяцев с начала апреля евробонды ТМК оказались в числе лидеров рынка по восстановительной динамике в терминах спрэдов к кривой американских госбумаг. Так, спрэд короткого TRUBRU'18 к UST сузился на 430 бп (до текущих примерно 700 бп), а спрэд TRUBRU'20 сузился на 350 бп (до 780 бп). В то же время, выпуск TRUBRU'20 сохраняет премию примерно 120 бп к близкому по дюрации евробонду Евраз (BB-/Ba3/BB-), что, на наш взгляд, справедливо, и все еще является одним из самых доходных на рынке, что делает их привлекательной покупкой для инвесторов с высокой толерантностью к риску.

## Черкизово (Moody's: B2/Stable): хорошая финансовая отчетность за 1К15, бумаги компании оценены справедливо

В прошлую пятницу Группа «Черкизово» раскрыла финансовый отчет за 1К15, который мы оцениваем как сильный. Компания перешла на публикацию отчетности в рублях, что позволило исключить негативное влияние ослабления рубля на темпы роста финансовых результатов. Так, выручка Черкизово выросла по итогам 1К15 на 30.1% г/г (до 17.1 млрд. руб.), тогда как EBITDA увеличилась более чем в 1.5 раза г/г, достигнув почти 3 млрд. руб. Опережающий рост EBITDA привел к повышению уровня операционной рентабельности до 17.4% в прошлом квартале (+2.5 пп г/г). В то же время, долговая нагрузка компании мало изменилась к уровню начала года и составила 1.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (на начало года – 1.6x). Это было связано с тем, что быстрый рост EBITDA в 1К15 был, в значительной мере, нивелирован сокращением ликвидных остатков на балансе Черкизово (на 21.7% к началу года).

С точки зрения влияния на финансовые результаты, позитивный вклад внесли практически все операционные сегменты. Так, рост выручки и EBITDA в сегменте птицеводства (на 46.1% г/г и 59% г/г соответственно) был обеспечен как за счет увеличения объема продаж, так и средних отпускных цен. В свиноводстве рост тех же показателей был несколько скромнее (на 20.3% г/г и 50.3% г/г соответственно), так как отгрузки сегмента снизились г/г, а увеличение доходов произошло за счет роста цен. Сегмент мясопереработки оказался единственным, где рост выручки (на 38.8% г/г) не сопровождался увеличением EBITDA (показатель снизился на 21.4% г/г), что было связано с удорожанием сырья. Что касается динамики цен, то рост цен на свинину в прошлом квартале г/г был обусловлен их относительно невысоким уровнем в 1К14. Напомним, что в 1П14 происходил восстановительный рост после заметного падения цен в 2013 г. Во 2П14 к этому добавился еще и эффект от эмбарго на импортное сырье и продукцию. Восстановление цен на свинину в течение 2014 г «потянул» за собой и цены на продукцию птицеводства, так как часть потребителей была вынуждена переключиться на более доступную альтернативу. В результате, средние цены на продукцию сегментов птицеводства и свиноводства, достигнув пика в 4К14, практически сравнялись в 1К15.

Свободный денежный поток Черкизово по итогам прошлого квартала составил 505 млн. руб., тогда как в прошлом году его значение было отрицательным. К этому нужно добавить, что компания зафиксировала положительный приток, несмотря на заметный рост капрасходов (почти в 1.5 раза г/г), которые в 1К15 составили более 2 млрд. руб. или 0.7x EBITDA. Этому способствовал, в том числе, кратный рост чистого операционного денежного потока (в 2.2 раза г/г), который достиг 2.5 млрд. руб. Свободный денежный поток компании в 1К15 был использован для погашения долга, равно как и часть накопленной на балансе ликвидности (снизилась на конец 1К15 на 21.7% по сравнению с началом года). Объем долга Черкизово к концу 1К15 не сильно изменился по сравнению с началом года (-2%), составив 27.3 млрд. руб. В то же время, долговая нагрузка компании также не сильно изменилась, составив к концу 1К15 около 1.5x чистый долг / EBITDA LTM (на начало года – 1.6x), в связи с тем, что быстрый рост EBITDA в 1К15 был, в основном, нивелирован сокращением ликвидности на балансе.

Финансовый отчет Черкизово за 1К15, на наш взгляд, позитивен для кредитного рейтинга компании. При условии сохранения высоких темпов роста в течение этого года и отсутствии новых крупных заимствований, Черкизово вполне может, на наш взгляд, рассчитывать на улучшение прогноза, а затем повышения своего рейтинга от Moody's.

Для единственного короткого выпуска компании (Черкизово БО-04) характерна невысокая ликвидность, при этом последние крупные сделки в бумаге проходили со спрэдом более 400 бп к кривой ОФЗ, а текущие биды транслируются в спрэд на уровне 350 бп к ОФЗ. На наш взгляд, Черкизово БО-04 оценен справедливо: спрэд бумаги к ОФЗ сейчас сопоставим с близким по дюрации бондом Ленты (B+/B1/-).

## Ключевые финансовые показатели Группы «Черкизово» за 1К15

млн руб.	1К15	1К14	%
<b>Выручка</b>	<b>17 131</b>	<b>13 165</b>	<b>30.1%</b>
<i>в том числе</i> Птицеводство	10 287	7 040	46.1%
Свиноводство	3 636	3 022	20.3%
Мясопереработка	5 775	4 161	38.8%
<i>Прочее и межсегмент расчеты</i>	(2 567)	(1 058)	x2.4
<b>ЕБИТДА</b>	<b>2 980</b>	<b>1 966</b>	<b>51.6%</b>
<i>в том числе</i> Птицеводство	1 415	890	59.0%
Свиноводство	1 523	1 013	50.3%
Мясопереработка	184	234	-21.4%
<i>Прочее и межсегмент расчеты</i>	(142)	(171)	-17.0%
Операционная прибыль	2 087	1 214	71.9%
Чистая прибыль/(убыток)	2 080	2 252	-7.6%
<b>Рентабельность по EBITDA</b>	<b>17.4%</b>	<b>14.9%</b>	<b>2.5 пп</b>
Операционная рентабельность	12.2%	9.2%	3.0 пп
Чистая рентабельность	12.1%	17.1%	-5.0 пп
Операц. денеж. поток до изм. в О	2 833	1 702	66.5%
Чистый операц. денеж. поток	2 545	1 157	x2.2
CAPEX	2 040	1 375	48.4%
Свободный денежный поток	505	(218)	-
млн руб.	1К15	2014	%
Активы	83 937	80 489	4.3%
<i>в т.ч. ден. ср-ва и эквиваленты</i>	789	1 008	-21.7%
Долг	27 288	27 843	-2.0%
<i>доля краткосрочного долга</i>	46.2%	48.7%	-2.5 пп
Чистый долг	26 499	26 835	-1.3%
Капитал	46 074	43 952	4.8%
CAPEX+M&A	2 040	9 778	-
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.4x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.7x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	1.5x	1.1x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.5x	1.1x	-
EBITDA/Процентные расходы	5.4x	5.5x	-

Источник: Отчет Компании по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Динамика операционных показателей Группы «Черкизово»

	1К15	1К14	%
<b>Птицеводство</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	108.2	90.3	19.8%
Ср. цена реализации, руб./кг*	96.49	77.93	23.8%
<b>Свиноводство</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	36.1	40.3	-10.5%
Ср. цена реализации, руб./кг*	98.29	73.55	33.6%
<b>Мясопереработка</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	37.8	29.7	27.6%
Ср. цена реализации, руб./кг*	168.85	152.52	10.7%

\* - цены без учета НДС

	1К15	4К14	%
<b>Птицеводство</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	108.2	106.0	2.1%
Ср. цена реализации, руб./кг*	96.49	100.86	-4.3%
<b>Свиноводство</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	36.1	51.0	-29.2%
Ср. цена реализации, руб./кг*	98.29	96.90	1.4%
<b>Мясопереработка</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	37.8	42.1	-10.1%
Ср. цена реализации, руб./кг*	168.85	174.15	-3.0%

\* - цены без учета НДС

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

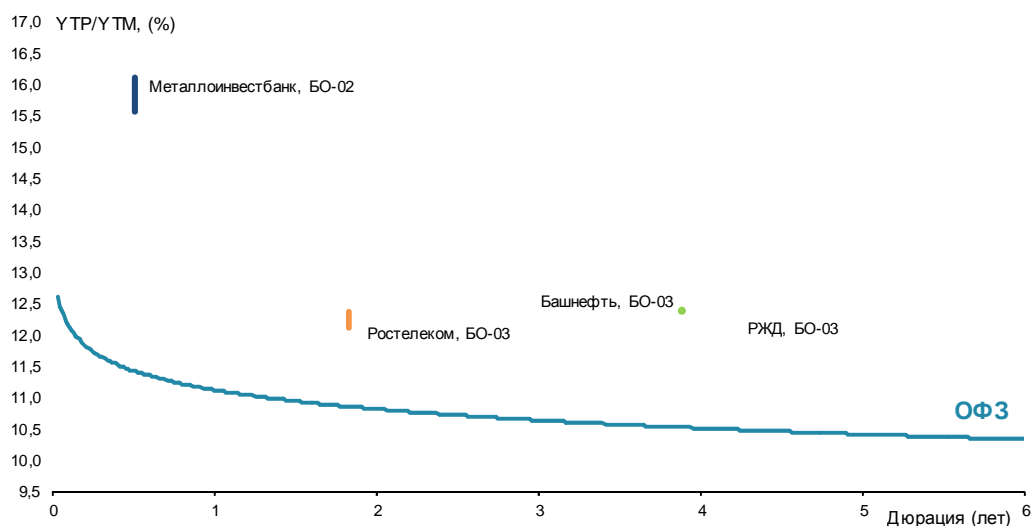
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Башнефть, БО-03	- / Va1 / BB	да	5 000	12.36	19.05.2015	27.05.2015	нет / 3.89 г	5 лет / 10 лет
Металлоинвестбанк, БО-02	- / B2 / -	да	2 000	15.56-16.10	26.05.2015	28.05.2015	нет / 0.50 г	0.5 г / 5 лет
ГСС, БО-05	- / - / BB-	да	3 000	16.64-17.18	26.05.2015	28.05.2015	нет / н/д	н/д / 5 лет
Ростелеком, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	12.10-12.36	25.05.2015	29.05.2015	нет / 1.83 г	2 г / 10 лет
Банк "Образование", 01	- / B3 / -	да	1 400	н/д	27.05.2015	29.05.2015	н/д	1 г / 3 г

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
РЖД, БО-03	BB+ / Va1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	11.83-12.10	12.10	22.05.2015	нет / 4.21 г
МИБ, 02	- / Baa1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.41 г
Магнит, 02	BB+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.47	12.47	15.05.2015	нет / 1 г
Магнит, 03	BB+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.47	12.47	15.05.2015	нет / 1 г
МИБ, 02	- / Baa1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.41 г
Русгидро, БО-09	BB / Va2 / BB+	да	10 000	3.0 / 100%	13.42-13.69	13.16	28.04.2015	нет / 2.21 г
О'Кей, БО-05	- / - / B+	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.37	28.04.2015	нет / 1 г
ЛК Уралсиб, БО-20	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.61 г
ЛК Уралсиб, БО-21	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.61 г
АИЖК, БО-03	BB+ / Va1 / -	да	5 000	н/д / 100%	13.92-14.48	13.10	20.04.2015	нет / 1.39 г
Банк Пересвет, БО-04	B+ / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.11-18.68	18.11	17.04.2015	нет / 0.7 г
Банк ФК Открытие, БО-П02	BB- / Va3 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.37-16.91	16.39	14.04.2015	нет / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-П01	BB- / Va3 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.75-16.25	16.00	14.04.2015	нет / 0.5 г
Локо-Банк, БО-06	- / B2 / B+	да	3 000	1.5 / 100%	18.11-18.68	18.11	09.04.2015	нет / 0.5 г
Банк ЗЕНИТ, БО-09	- / Va3 / BB-	да	5 000	2.2 / 100%	17.18-17.45	16.75	09.04.2015	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-08	- / B1 / BB	да	3 000	н/д / 100%	15.56-16.64	15.56	03.04.2015	нет / 1 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>

<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		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
Облигации		<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:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
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>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@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.