

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Северсталь (BB+/Ba1/BB+): неплохой финансовый отчет по итогам 1П15, евробонды компании торгуются на справедливых уровнях

Сегодня Северсталь раскрыла финансовую отчетность за 2К15 и 1П15 в целом. Опубликованные данные выглядят довольно неплохо. Во 2К15 компания увеличила выручку на 18% кв/кв (до 1 806 млн. долл.), в то время как EBITDA сохранилась на уровне прошлого квартала, составив 588 млн. долл. (+0.9% кв/кв). В результате, рентабельность по EBITDA в прошлом квартале несколько скорректировалась (до 32.6%) по сравнению с рекордным значением 1К15 (38.1%). Квартальная динамика финансовых результатов была обусловлена ростом средних цен реализации в долларовом выражении на фоне укрепления рубля, а также умеренным сезонным увеличением спроса на продукцию. Укрепление рубля, обеспечив рост выручки во 2К15, привело и к увеличению издержек, что привело к снижению рентабельности по EBITDA, которая, вместе с тем, сохранилась на одном из самых высоких уровней в отрасли.

Выручка Северстали за 1П15 в целом составила 3 337 млн. долл., сократившись на 20.1% к прошлому году, тогда как EBITDA выросла на 20.3% г/г, достигнув 1 171 млн. долл. Рентабельность по EBITDA в 1П15 увеличилась до 35.1% (+11.8 пп г/г). Разнонаправленная динамика выручки и EBITDA в долларовом выражении по сравнению с прошлогодними показателями была обусловлена, главным образом, значительной девальвацией рубля осенью прошлого года. Ослабление нацвалюты, с одной стороны, привело к снижению долларовых цен реализации, которое рост отгрузок нивелировал лишь частично, но с другой – обеспечил рост операционной маржи за счет сокращения рублевых издержек в долларовом выражении (SG&A – расходы снизились в 1П15 на 24.6% г/г).

Свободный денежный поток Северстали по итогам 1К15 снизился на четверть г/г и составил 546 млн. долл., несмотря на рост валовых операционных поступлений на 20.3% г/г. Это было связано с увеличением инвестиций в оборотный капитал при одновременном погашении задолженности перед поставщиками, в результате чего чистые операционные поступления снизились по итогам 1П15 на 35.2% г/г (до 760 млн. долл.). Вместе с тем, Северсталь в 1П15 сократила объем капвложений в 2 раза к уровню прошлого года, их объем составил 214 млн. долл. или всего 0.2x EBITDA. Свободный денежный поток Северстали за 1П15 был использован для финансирования дивидендных выплат (составили 409 млн. долл.) и на погашение долга компании.

Величина долга Северстали к концу 2К15 снизилась на 15.2% по сравнению с началом года и составила 2 907 млн. долл., при этом улучшилась структура долга. Так, доля коротких обязательств в его структуре снизилась до 16.3% (против 22.6% на начало года). Погашение долга было произведено за счет свободного денежного потока и накопленной на балансе ликвидности (деньги и эквиваленты к концу 2К15 сократились на 18.2% к началу года). Несмотря на снижение, денежные остатки на балансе к концу 2К15 по-прежнему в несколько раз перекрывали объем краткосрочной задолженности Северстали. Погашение долга и рост EBITDA в 1П15 позволили Северстали еще снизить долговую нагрузку, которая итак находилась на весьма невысоком уровне. Отношении чистого долга к EBITDA LTM к концу 2К15 составило 0.6x против 0.7x на начало года. Отчет по итогам 1П15 свидетельствует о дальнейшем усилении кредитного профиля Северстали, который, на наш взгляд, в нормальных условиях позволил бы компании обладать инвестиционным рейтингом. На текущий момент, рейтинги компании находятся на уровне суверенного рейтинга, который является пороговым для Северстали, учитывая, что основной объем ее

Ключевые финансовые показатели Северстали по МСФО за 1П15

млн. долл.	1П15	1П14	%
Выручка	3 337	4 178	-20.1%
EBITDA	1 171	973	20.3%
Операционная прибыль	978	670	46.0%
Чистая прибыль	803	(756)	-
Рентабельность по EBITDA	35.1%	23.3%	11.8 пп
Операционная рентабельность	29.3%	16.0%	13.3 пп
Чистая рентабельность	24.1%	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	1 171	973	20.3%
Чистый операцион. ден. поток	760	1 172	-35.2%
CAPEX	214	441	-51.5%
Свободный денежный поток	546	731	-25.3%

млн. долл.	1П15	2014	%
Активы	7 437	7 561	-1.6%
в т.ч. денежные средства	1 552	1 897	-18.2%
Долг	2 907	3 429	-15.2%
доля краткосрочного долга	16.3%	22.6%	-6.3 пп
Чистый долг	1 355	1 532	-11.6%
Капитал	3 136	2 838	10.5%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	1.2x	1.6x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	0.6x	0.7x	-
Долг/Капитал	0.9x	1.2x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

выручки генерируется на внутреннем рынке после деконсолидации американского бизнеса.

В течение последних 3-х месяцев короткие евробонды Северстали (СНМFRU'17 и СНМFRU'18) сузили спреда к кривой доходности американских госбумаг на 150-170 бп, продемонстрировав несколько лучшую, в сравнении с рынком российских евробондов в целом, динамику. Сейчас спред СНМFRU'17 к UST составляет 310 бп, а СНМFRU'18 – около 400 бп. В то же время, длинный выпуск СНМFRU'22, наоборот оказался хуже средних по рынку значений, сократив спред к UST лишь на 70 бп (до 450 бп). В целом же, выпуски Северстали торгуются на близких к бумагам НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) уровнях, что, как мы считаем, справедливо. Вместе с тем, отметим, что выпуск СНМFRU'17 выглядит сильно перекупленным.

Первичный рынок

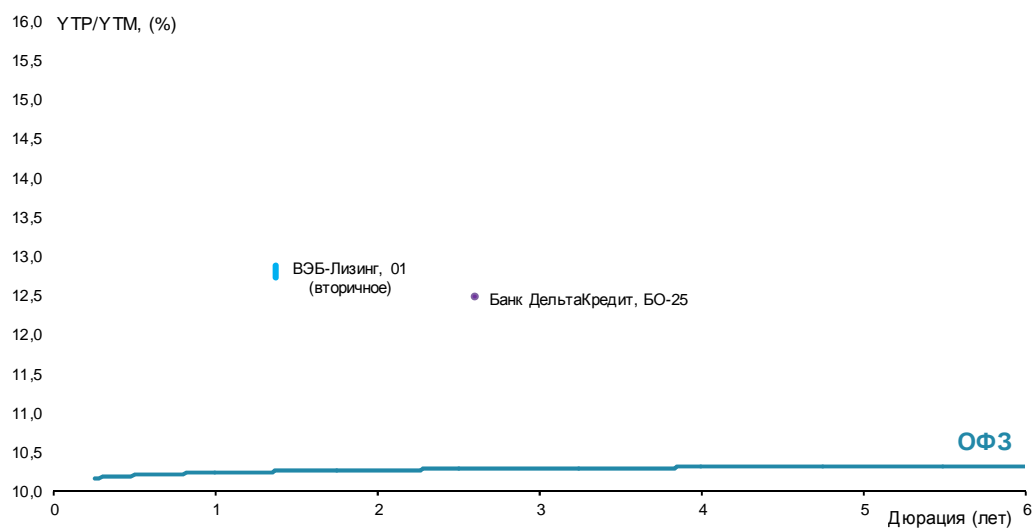
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
ВЭБ-Лизинг, 01 (вторичное)	BB+ / - / BBB-	да	4 670	12.72-12.88	21.07.2015	23.07.2015	нет / 1.37 г	1.5 г / 5
Банк ДельтаКредит, БО-25	- / Ba2 / BBB-	да	6 000	12.47	21.07.2015	28.07.2015	нет / 2.6 г	3 г / 10
ВЭБ-Лизинг, 001-Р01	BB+ / - / BBB-	да	до 200 млн. USD	5.32-5.83	20.07.2015	30.07.2015	нет / 1.45 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 Дюрац
Магнит, БО-10	BB+ / - / -	да	10 000	1.1 / 100%	11.94-12.20	11.94	22.07.2015	нет /
Ленэнерго, БО-05	- / Ba2 / -	да	4 000	н/д / 100%	13.42	13.42	22.07.2015	нет / 1.
Внешэкономбанк, БО-01 (вторичное)	BB+ / Va1 / BBB-	да	281	н/д / 100%	не более 12.33	12.25	21.07.2015	нет /
Полюс Золото, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Полюс Золото, БО-02	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Полюс Золото, БО-03	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Банк Пересвет, БО-03	B+ / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	16.07.2015	нет /
Транснефть, БО-04	BB+ / Va1 / -	да	10 000	0.6 / 59%	н/д	11.83	16.07.2015	нет / 1.
Внешэкономбанк, БО-03	BB+ / Va1 / BBB-	да	10 000	0.5 / 50%	н/д	12.33	14.07.2015	нет / 1.
Регион Капитал, БО-04	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1
Регион Капитал, БО-05	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1
НЛМК, БО-14	BB+ / Va1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.83	09.07.2015	нет /
Балтийский лизинг, БО-03	- / - / B+	да	4 000	н/д / 100%	н/д	14.20	09.07.2015	нет / 4
РусГидро, БО-П01	BB / Va2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.20	08.07.2015	нет / 2
РусГидро, БО-П02	BB / Va2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.20	08.07.2015	нет / 2
РусГидро, БО-П03	BB / Va2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.20	08.07.2015	нет / 2



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		bondsales@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.