

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### ММК (-/ВаЗ/ВВ+): умеренно-позитивная отчетность за 1К15 на фоне девальвации рубля, облигации компании оценены справедливо

Вчера ММК опубликовал финансовый отчет за 1К15, который мы оцениваем как умеренно-позитивный. Так, выручка компании снизилась на 19.6% г/г (до 1 511 млн. долл.), несмотря на это, показатель EBITDA увеличился почти на 60% г/г, достигнув 470 млн. долл. В результате, рентабельность ММК достигла 31.1% (против 15.6% в прошлом году) – наивысшего за последние несколько лет уровня. В то же время, долг компании на конец прошлого квартала снизился на 9.7% (до 2 333 млн. долл.) к началу года, что, на фоне роста EBITDA в 1К15 и стабильной величины денежных остатков на балансе, позволило сократить уровень долговой нагрузки до 1x чистый долг / EBITDA LTM (против 1.3x на начало года).

Сокращение долларовой выручки ММК в 1К15 было обусловлено девальвацией рубля (около ¼ продукции компания реализует на внутреннем рынке), а также все еще слабой конъюнктурой экспортных рынков металлургической продукции. В то же время, это снижение, в значительной мере, носит арифметический характер, с учетом географии продаж ММК. Вместе с тем, все то же самое справедливо и для внушительного роста EBITDA, и операционной рентабельности, которое компания отразила в отчетности за 1К15. Этот рост стал, в большей степени, итогом сжатия рублевых издержек в долларовой отчетности компании, что, формально, и привело к заметному повышению операционной рентабельности, так и усилению денежного потока ММК. Впрочем, рост рентабельности компании поддержало и сохранение низких цен на металлургическое сырье. Так, чистый операционный денежный поток в 1К15 увеличился более чем в 1.5 раза г/г, достигнув 254 млн. долл. В то же время, капитальные расходы за прошлый квартал сократились в 2 раза г/г, составив 65 млн. долл. или всего лишь 0.1x EBITDA. В результате, свободный денежный поток ММК по итогам прошлого квартала вырос более чем в 6 раз г/г и достиг 189 млн. долл. Свободные средства компания направила на погашение долга.

Долг ММК к концу 1К15 снизился на 9.7% к началу года (до 2 333 млн. долл.), при этом доля краткосрочных обязательств в структуре общей задолженности к концу 1К15 продолжила расти, достигнув 37.9% (+4.5 пп к 4К14). Вместе с тем, около 60% короткого долга покрывается денежными остатками на балансе, тогда как оставшиеся средства компания может сгенерировать за счет операционных поступлений, что заметно снижает риски рефинансирования ММК. Рост EBITDA в 1К15, на фоне стабильной величины денежных остатков и снижения долга, привели к сокращению долговой нагрузки компании. Так, показатель составил 1x на конец прошлого квартала в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 1.3x на начало года). Что касается квартального отчета в контексте кредитных рейтингов ММК, то он, безусловно, позитивен. При сохранении текущих тенденций, мы не исключаем позитивных рейтинговых действий, по крайней мере, от одного из рейтинговых агентств до конца года. Напомним, что в начале апреля Moody's, а мая – Fitch, подтвердили кредитные рейтинги ММК на текущем уровне.

Сейчас на рынке осталось 2 выпуска компании: ММК 18 (дюрация 0.5 г) и ММК 19 (дюрация 1.1 г). Обе бумаги не слишком ликвидные, при этом более короткий выпуск торгуется со спрэдом около 240 бп к ОФЗ по последним крупным сделкам, что близко к уровням близких по дюрации бумаг Евраз (ВВ-/ВаЗ/ВВ-). Вместе с тем, ММК 19 торгуется с дисконтом к Евразу около 50 бп, как мы считаем, близко к справедливым уровням.

#### Ключевые финансовые показатели ММК за 1К15

млн долл.	1K15	1K14	%
Выручка	1 511	1 879	-19.6%
EBITDA	470	294	59.9%
Операционная прибыль	344	78	x4.4
Чистая прибыль/(убыток)	196	(79)	-
Рентабельность по EBITDA	31.1%	15.6%	15.5 пп
Операционная рентабельность	22.8%	4.2%	18.6 пп
Чистая рентабельность	13.0%	-	-
Операц. ден. поток до изм. ОК	435	253	71.9%
Чистый операцион. ден. поток	254	164	54.9%
CAPEX	65	133	-51.1%
Свободный денежный поток	189	31	x6.1

млн долл.	1K15	2014	%
Активы	7 509	7 857	-4.4%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	528	549	-3.8%
Долг	2 333	2 585	-9.7%
доля краткосрочного долга	37.9%	33.4%	4.5 пп
Чистый долг	1 805	2 036	-11.3%
Капитал	3 918	3 942	-0.6%
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.3x	-
Долг/EBITDA LTM	1.3x	1.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.0x	1.3x	-
EBITDA/Процентные платежи	13.4x	10.2x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.7x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных результатов ММК в 1К15

Производство, тыс. тонн	1K15	1K14	%
Железору дное сырье	763	805	-5.2%
Концентрат коксу ющихся у глей	594	712	-16.6%
Чугун	2 357	2 604	-9.5%
Сталь	3 228	3 188	1.3%
<b>Товарная металлопрод. ММК, вкл.</b>	<b>2 844</b>	<b>2 822</b>	<b>0.8%</b>
Листовой прокат г/к	1 280	1 340	-4.5%
Сортовой прокат	440	449	-2.0%
Слябы и заготовка	20	7	x2.9
<b>HVA-продукция, в т.ч.</b>	<b>1 103</b>	<b>1 025</b>	<b>7.6%</b>
Листовой прокат х/к	341	366	-6.8%
Толстый лист (стан 5 00)	265	197	34.5%
Оцинкованный прокат	270	239	13.0%
Прокат с полимерн. пок	105	96	9.4%
Прочее	122	127	-3.9%
<b>Тов. металлопрод. ММК Metalurji, в</b>	<b>175</b>	<b>149</b>	<b>17.4%</b>
Листовой прокат г/к	16	12	33.3%
<b>HVA-продукция, вкл.</b>	<b>158</b>	<b>137</b>	<b>15.3%</b>
Оцинкованный прокат	101	92	9.8%
Прокат с полимерн. poi	57	45	26.7%
<b>Тов. металлопрод. ММК-Метиз, вкл.</b>	<b>104</b>	<b>119</b>	<b>-12.6%</b>
из продукции ММ	103	117	-12.0%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

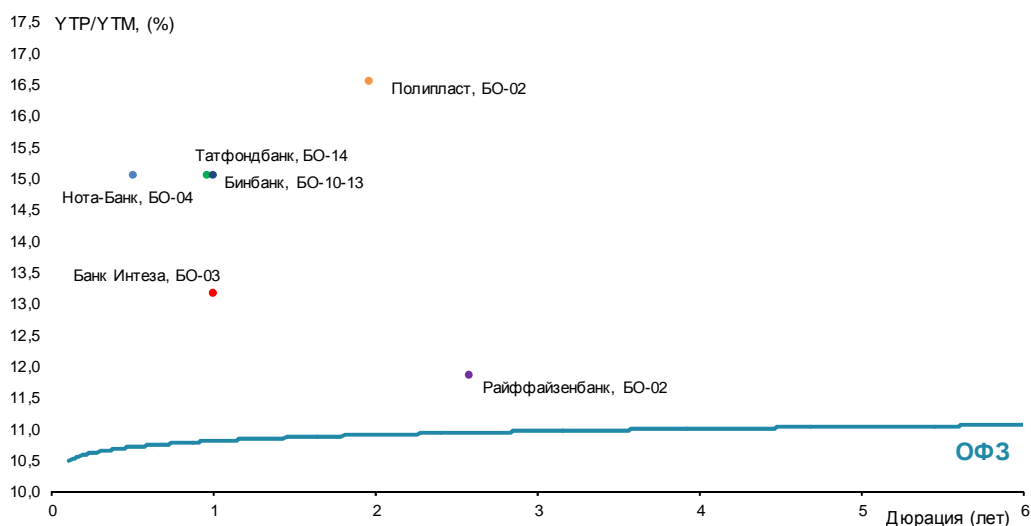
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
Банк Интеза, БО-03	- / Va2 / -	да	5 000	13.16	04.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 3
Татфондбанк, БО-14	B / B2 / -	да	2 000	15.03	05.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 10
Полипласт, БО-02	NR	нет	1 000	16.53	08.06.2015	10.06.2015	да / 1.96 г	нет / :
Бинбанк, БО-10	B / - / -	да	3 000	15.03	08.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 6.
Бинбанк, БО-11	B / - / -	да	3 000	15.03	08.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 6.
Бинбанк, БО-12	B / - / -	да	3 000	15.03	08.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 6.
Бинбанк, БО-13	B / - / -	да	3 000	15.03	08.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 6.
Нота-Банк, БО-04	B / B2 / -	да	2 000	15.03	08.06.2015	10.06.2015	нет / 0.5 г	0.5 г /
Райффайзенбанк, БО-02	BB+ / Va2 / BBB-	да	10 000	11.84	05.06.2015	11.06.2015	нет / 2.58 г	нет / :
Банк Национальный Стандарт, БО-01	B / B3 / -	да	1 500	н/д	09.06.2015	11.06.2015	н/д	н/д / :

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
Россети, БО-04	BB+ / Va2 / -	да	10 000	3.3 / 100%	12.63-12.89	12.20	08.06.2015	нет / 2.
МРСК Центра, БО-02	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.81	08.06.2015	нет / 2.
МРСК Северо-Запада, БО-01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	12.81	08.06.2015	нет / 2.
Синергия, БО-04	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	15.03	04.06.2015	да / 1.4
Энел Россия, БО-05	- / Va3 / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.47	04.06.2015	нет / 2.
Энел Россия, БО-06	- / Va3 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.47	04.06.2015	нет / 2.
ИНГ Банк (Евразия), БО-05	- / Va2 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	13.10-13.37	12.55	03.06.2015	нет / 1.
Бинбанк, БО-14	B / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	03.06.2015	нет /
Кредит Европа Банк, БО-14	- / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.68	02.06.2015	нет /
Башнефть, БО-04	- / Va1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.36	01.06.2015	нет / 3.
Банк "Образование", 01	- / B3 / -	да	1 400	н/д / 100%	н/д	15.03	29.05.2015	1 г / 3



# 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	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.