



Утренний Express-О

23 ИЮНЯ 2014 Г.



Технический монитор



Банк ЗЕНИТ (Ва3/-/BB-): увеличение объема размещения.



ММК (Ва3/-/BB+): отчетность за 1 кв. 2014 г.

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

## Банк ЗЕНИТ (Ва3/-/BB-): увеличение объема размещения.

Банк ЗЕНИТ увеличил общий объем размещения до 11 млрд руб. 25 июня Эмитент будет принимать заявки инвесторов на приобретение облигаций серии БО-14 объемом 6 млрд руб. При этом 23-24 июня банк уже проводит book-building на выпуск БО-13 объемом 5 млрд руб. Напомним, ориентир ставки 1 купона облигаций выпуска БО-13 установлен в размере 10,5-10,75% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте 10,78-11,04% годовых.

Банк предоставил премию до 60 б.п. к собственной кривой. Так, близкие по дюрации выпуски БО-11 и БО-07 торгуются с доходностью 10,1-10,2% годовых. В «плюс» Банку также недавнее повышение рейтинга Татнефти до «BBB-» от Fitch. Кроме того, в мае был погашен заем Банка ЗЕНИТ БО-06 на 5 млрд руб., а в июне 2014 года гасится выпуск об объемом 3 млрд руб., что также будет подогревать спрос к бумагам Банка. На наш взгляд, оба выпуска будут интересны ближе к нижней границе диапазона.

**Комментарий.** Банк ЗЕНИТ увеличил общий объем размещения до 11 млрд руб. 25 июня Эмитент будет принимать заявки инвесторов на приобретение облигаций серии БО-14 объемом 6 млрд руб. При этом 23-24 июня банк уже проводит book-building на выпуск БО-13 объемом 5 млрд руб. Напомним, ориентир ставки 1 купона облигаций выпуска БО-13 установлен в размере 10,5-10,75% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте 10,78-11,04% годовых.

Банк предоставил премию порядка 60 б.п. к собственной кривой. Так, близкие по дюрации выпуски БО-11 и БО-07 торгуются с доходностью 10,1-10,2% годовых. Напомним, первый был размещен в марте текущего года, второй – не так давно возвращен на рынок послед оферты. Оба займа сравнительно ликвидны.

В «плюс» Банку также недавнее повышение рейтинга Татнефти (ключевого акционера) до «BBB-» от Fitch (с «BB+»). Повышение было обусловлено улучшением делового и финансового профиля компании после ввода в эксплуатацию и последующего развития нефтекомплекса ОАО «Танеко». Кредитный профиль Татнефти поддерживается низким левереджем: скорректированный валовый левередж по FFO на 2013 год составлял 0,4х, что является минимумом среди российских нефтегазовых компаний.

Возвращаясь непосредственно к самому Банку, то в мае был погашен облигационный заем ЗЕНИТ БО-06 на 5 млрд руб. (номинальный объем), а в июне 2014 года гасится выпуск об объемом 3 млрд руб., что также будет



## ММК (Ваз/-/ВВ+): отчетность за 1 кв. 2014 г.

ММК представил финансовые результаты за 1 кв. 2014 г., которые по ключевым показателям совпали с консенсус-прогнозами. На фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры на базовую продукцию ММК продемонстрировал снижение выручки и EBITDA, причем заметно больше, чем у других российских металлургов. Прибыльность бизнеса ММК снизилась, и был получен убыток, правда из-за курсовых переоценок. На фоне снижения рентабельность у ММК вырос уровень долга – метрика Чистый долг/EBITDA составил 2,6х против 2,5х в 2013 г. Короткий долг покрывался денежными средствами и депозитами, а также открытыми кредитными линиями. Во 2 кв. 2014 г. ММК вполне может нарастить маржу в свете опережающего падения цен на сырье в сравнении с котировками на сталь, что позитивно может сказаться и на метриках компании. Реакция в котировках рублевых облигаций ММК на отчетность маловероятно, бумаги низколиквидные.

**ММК представил отчетность за 1 кв. 2014 г. по МСФО...**

**Результаты ММК оказались слабее, чем у других российских металлургов, но в рамках консенсус-прогнозов ...**

**Давление на показатели оказали слабые цены на базовую продукцию ММК на внутреннем рынке...**

**Комментарий.** В конце прошлой недели ММК представил финансовые результаты за 1 кв. 2014 г. по МСФО, которые по ключевым показателям как выручка и EBITDA совпали с консенсус-прогнозами.

Вместе с тем, на фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры на базовую продукцию (комбинат оказался зажат между более сильным падением цен на внутреннем рынке и еще не успевшим начать снижение ценами на сырье) ММК продемонстрировал снижение выручки на 17,7% (г/г) до 1,88 млрд долл. и EBITDA – на 22,8% (г/г) до 294 млн долл. соответственно, причем заметно больше, чем у других российских металлургов как НЛМК, Северсталь и Металлоинвест. Впрочем, на более динамичное снижение EBITDA в сравнении с выручкой оказал эффект высокой базы годом ранее – в EBITDA компании за 1 кв. 2013 г. учитывается сделка по продаже ММК-Транс в сумме 125 млн долл.

Тем не менее, при этом прибыльность бизнеса ММК в 1 кв. 2014 г. снизилась (EBITDA margin на 1,1 п.п. (г/г) до 15,6%) и бы получен убыток (-79 млн долл.), правда из-за курсовых переоценок (118 млн долл.). На фоне снижения прибыльности у ММК произошло заметное сокращение операционного денежного потока (на 39,5% (г/г) до 164 млн долл.), которое также отразило негативное изменение в оборотном капитале.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ММК (МСФО)			Металлоинвест (МСФО)			НЛМК (US GAAP)			Северсталь (МСФО)		
	1 кв. 13	1 кв. 14	Изм. %	1 кв. 13	1 кв. 14	Изм. %	1 кв. 13	1 кв. 14	Изм. %	1 кв. 13	1 кв. 14	Изм. %
Выручка	2 283	1 879	-17,7	1 945	1 805	-7,2	2 856	2 638	-7,6	3 322	3 007	-9,5
Операционный денежный поток	271	164	-39,5	n/a	n/a	-	261	401	53,9	109	488	347,4
EBITDA	381*	294	-22,8	579	574	-0,9	318	468	47,2	430	534	24,2
EBITDA margin	16,7%	15,6%	-1,1 п.п.	29,8%	31,8%	2,0 п.п.	11,1%	17,7%	6,6 п.п.	12,9%	17,8%	-4,9 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	19	-79	-	275	115	-58,2	-21	174	-	44	-100	-
margin	0,83%	отриц	-	14,14%	6,4%	-7,7 п.п.	отриц	6,6%	-	1,32%	отриц	-
	2013	1 кв. 14	Изм. %	2013	1 кв. 14	Изм. %	2013	1 кв. 14	Изм. %	2013	1 кв. 14	Изм. %
Активы	12 148	11 348	-6,6	10 451	10 026	-4,1	16 284	15 249	-6,4	14 534	13 445	-7,5
Денежные средства и эквиваленты	154	276	79,2	523	608	16,3	1 347	1 406	4,4	1 036	892	-13,9
Долг	3 173	3 178	0,2	5 965	5 713	-4,2	4 157	3 885	-6,6	4 754	4 444	-6,5
краткосрочный	1 010	1 012	0,2	190	914	380,8	1 119	1 141	2,0	628	779	24,1
долгосрочный	2 163	2 166	0,1	5 775	4 799	-16,9	3 038	2 743	-9,7	4 127	3 666	-11,2
Чистый долг	3 019	2 902	-3,9	5 442	5 105	-6,2	2 810	2 478	-11,8	3 718	3 552	-4,5
Долг/EBITDA	2,6	2,8		2,7	2,6		2,8	2,3		2,3	2,1	
Чистый долг/EBITDA	2,5	2,6		2,4	2,3		1,9	1,5		1,8	1,6	

Источники: данные компаний, PSB Research

\*с учетом эффекта от продажи ММК-Транс в сумме 125 млн долл.

**Во 2 кв. 2014 г. мы ждем от ММК более сильные результаты на фоне опережающего падения цен на сырье в сравнении с котировками на сталь...**

На фоне снижения рентабельность у ММК вырос уровень долга – метрика Долг/EBITDA составил 2,8х против 2,6х в 2013 г., хотя размер долга практически не изменился, составив 3,178 млрд долл. Отметим, что среди металлургических компаний, отчитавшихся за 1 кв. 2014 г. (НЛМК, Северсталь, Металлоинвест), уровень долга у ММК был наиболее высоким. Короткий долг ММК (1,01 млрд долл., включая погашения в июле 2014 г. по облигациям БО-06 и БО-07 общим объемом 10 млрд руб. или чуть более 290 млн долл.) покрывался денежными средствами и депозитами (276 млн долл.), а также открытыми кредитными линиями (1,7 млрд долл.). Также в распоряжении ММК имеется пакет акций австралийской FMG на сумму 756 млн долл. Перечисленных

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

**На фоне снижения рентабельности у ММК подрос уровень долга – метрика Чистый долг/ЕВITDA до 2,6х...**

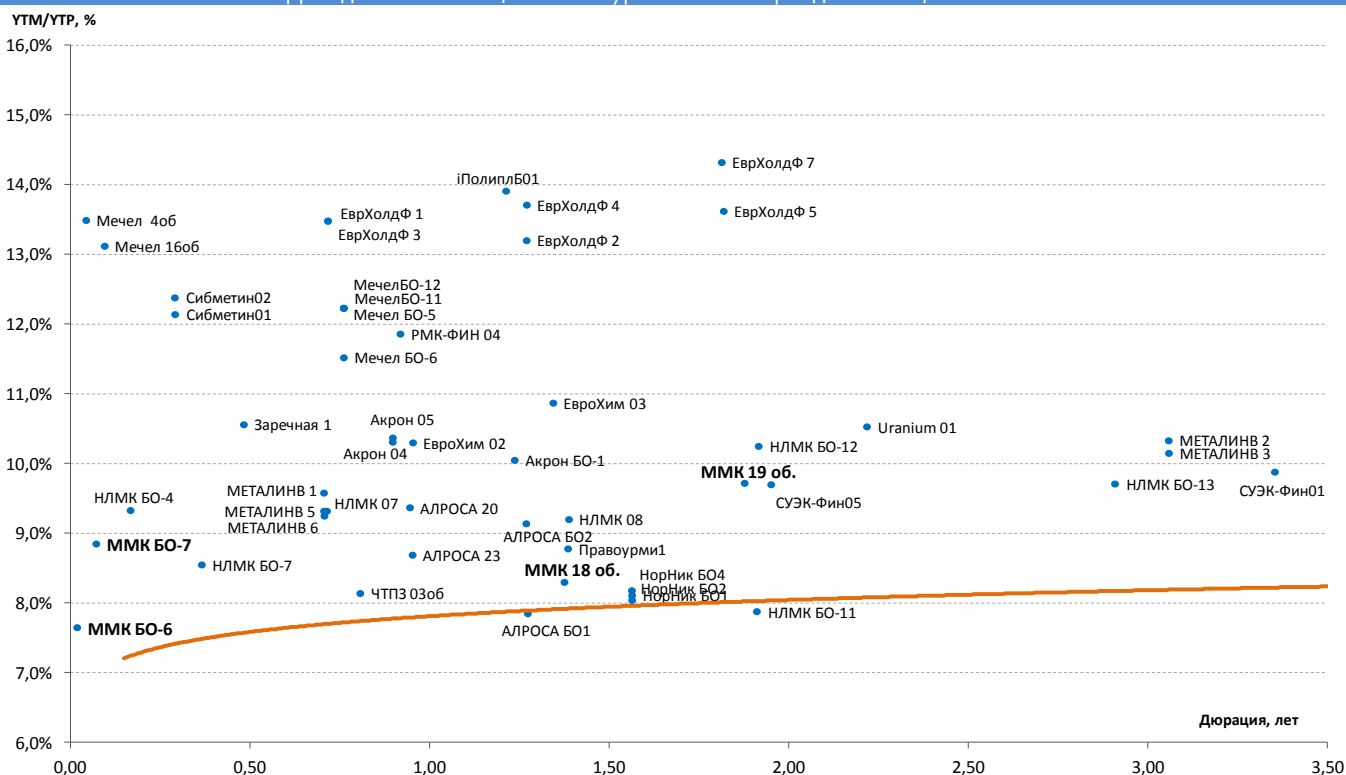
**Мы не ожидаем заметной реакции в облигациях ММК, бумаги низколиквидные...**

финансовых ресурсов вполне должно хватить для выполнения обязательств по короткому долгу.

Во 2 кв. 2014 г. ММК вполне может нарастить маржу в свете опережающего падения цен на сырье в сравнении с котировками на сталь, что позитивно может сказаться и на метриках компании. В целом, по нашим оценкам, наиболее сильные результаты среди российских металлургов по итогам 2 кв. 2014 г. должен продемонстрировать ММК.

Реакция в котировках рублевых облигаций ММК на отчетность, в частности выпусков ММК 18 (УТР 8,30%/1,38 г.) и 19 (УТР 9,72%/1,88 г.), маловероятна – бумаги низколиквидные.

Доходности облигаций металлургических и горнодобывающих компаний



**Александр Полютов**  
**Игорь Нуждин**

**Контакты:**

**ОАО «Промсвязьбанк»**  
**PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
 e-mail: RD@psbank.ru  
 Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

**PSB RESEARCH**

<b>Николай Кашеев</b> Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
<b>Роман Османов</b> Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34
<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

<b>Игорь Голубев</b>	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
<b>Александр Полютов</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
<b>Алина Арбекова</b>	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17
<b>Дмитрий Монастыршин</b>	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
<b>Дмитрий Грицкевич</b>	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

<b>Пётр Федосенко</b>	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
<b>Богдан Круть</b>	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
<b>Иван Хмелевский</b>	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
<b>Ольга Целинина</b>	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

<b>Юлия Рыбакова</b>	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
<b>Евгений Жариков</b>	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
<b>Денис Семеновых</b>	SemenovkhDD@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14
<b>Николай Фролов</b>	FrolovN@psbank.ru	+7 (495) 228-39-23
<b>Борис Холжигитов</b>	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

<b>Андрей Скабелин</b>	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 411-51-34
<b>Иван Заволоснов</b>	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
<b>Александр Сурпин</b>	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
<b>Виктория Давитиашвили</b>	DavitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

<b>Алексей Кулаков</b>	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
<b>Михаил Маркин</b>	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ**

<b>Сергей Миленин</b>	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
<b>Александр Бараночников</b>	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

<b>Павел Науменко</b>	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
<b>Сергей Устиков</b>	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
<b>Александр Орехов</b>	OrekhovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
<b>Игорь Федосенко</b>	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
<b>Виталий Туруло</b>	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

23 ИЮНЯ 2014

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.