

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

ММК (-/ВаЗ/ВВ+): нейтральный финансовый отчет за 1К14, при этом в бумагах компании нет ликвидности

Сегодня ММК опубликовал финансовый отчет за 1К14, который мы оцениваем нейтрально. Финансовые результаты компании вновь оказались лучше ожиданий в части динамики EBITDA г/г (мы скорректировали показатель за 1К13 на величину единоразовых поступлений от продажи ММК-Транс в размере 125 млн. долл.). Так, выручка ММК по итогам 1К14 снизилась на 17.7% г/г (до 1 879 млн. долл.), тогда как EBITDA выросла на 14.8% г/г (до 294 млн. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA восстановилась до весьма неплохих, по нынешним временам, 15.6% (рост на 4.4 пп г/г). Капвложения ММК в 1К14 сохранились на уровне прошлого года, составив 133 млн. долл. или 0.5x EBITDA, при этом величина свободного денежного потока снизилась почти в 5 раз г/г (до 31 млн. долл.) из-за сокращения поступлений от операционной деятельности на 39.5% г/г (до 164 млн. долл.). Величина долга на конец 1К14 не изменилась по сравнению с началом года, составив 3 173 млн. долл. Учитывая, что чуть менее 40% обязательств ММК номинирована в рублях, заметное ослабление курса рубля в 1К14 привело к переоценке рублевой части долгового портфеля компании и компенсировало небольшой рост обязательств к концу 1К14 (привлекались в основном рубли). В то же время, чистый долг ММК сократился на 3.9% к началу года (благодаря увеличению ликвидных активов на балансе на 70.5% к началу года – до 283 млн. долл.), что вкупе с увеличением EBITDA в 1К14 привело к снижению долговой нагрузки компании до 2.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.5x на начало года). Доля краткосрочного долга у ММК на конец 1К14 сохранилась на уровне 31.9%, практически не изменившись с началом года, что не должно вызывать какого-либо беспокойства: доля коротких обязательств не так уж и высока, при этом у компании сохраняется доступ к рефинансированию в виде неиспользованных кредитных линий на 1 687 млн. долл. Наконец, можно вспомнить и пакете акций FMG, балансовая стоимость которого на конец 1К14 составляла 756 млн. долл.

Отметим, что ключевое влияние на динамику финансовых результатов ММК г/г по итогам 1К14 оказало ослабление рубля (средний курс рубля к доллару снизился на 12.7% по отношению к 1К13, данные Bloomberg) с учетом того, что почти 80% всех отгрузок в 1К14 было произведено в России и СНГ. Влияние курсовых разниц проявилось и в изменении долларовых цен отгрузок, что, вместе с ухудшением продуктового микса, привело к снижению выручки. Так, средняя цена отгрузок с магнитогорской площадки в 1К14 снизилась для горячекатаного проката на 9.3% г/г (до 499 долл./т), для сортового проката – на 17.3% г/г (до 508 долл./т), для холоднокатаного листа – на 11.4% г/г (до 545 долл./т), тогда как для оцинкованного проката снижение составило 13.4% г/г (до 741 долл./т). В то же время, общее производство товарной металлопродукции ММК выросло в 1К14 на 1.7% г/г (почти до 3 млн. т), главным образом, за счет увеличения выпуска горячекатаного проката на 8.4% г/г (до 1.35 млн. т) и оцинкованного проката – на 13.4% г/г (до 331 тыс. т). Вместе с тем, ММК заметно снизил производство толстого листа (на 19.6% г/г – до 197 тыс. тонн), что отражает более низкий спрос со стороны производителей труб по сравнению с 1К13. Снизилось производство проката с полимерным покрытием, причем в основном в Турции, в результате общий выпуск сократился в 1К14 на 23% г/г (до 141 тыс. т). В части динамики EBITDA отметим, что рост показателя вновь был обеспечен, в основном, за счет роста курса доллара в прошлом квартале: так, номинированные в рублях себестоимость реализации и SG&A-расходы снизились в долларовом эквиваленте на 22.3% г/г и 16.7% г/г соответственно.

Ключевые финансовые показатели ММК за 1К14

млн. долл.	1К14	1К13	%
Выручка	1 879	2 283	-17.7%
ЕВITDA*	294	256	14.8%
Операционная прибыль	78	126	-38.1%
Чистая прибыль/(убыток)	(79)	19	-
Рентабельность по EBITDA	15.6%	11.2%	4.4 пп
Операционная рентабельность	4.2%	5.5%	-1.4 пп
Чистая рентабельность	-	0.8%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	253	222	14.0%
Чистый операцион. ден. поток	164	271	-39.5%
CAPEX	133	131	1.5%
Свободный денежный поток	31	140	-77.9%

млн. долл.	1К14	2013	%
Активы	11 348	12 148	-6.6%
в т.ч. денеж. ср-ва и кр. финанс.	283	166	70.5%
Долг	3 173	3 173	-
доля краткосрочного долга	31.9%	31.8%	0.1 пп
Чистый долг	2 890	3 007	-3.9%
Капитал	6 283	6 861	-8.4%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.5x	-
Долг/EBITDA LTM	2.5x	2.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.3x	2.5x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.3x	6.9x	-
Долг/Капитал	0.5x	0.5x	-

* показатель за 1К13 приведен за вычетом единоразовых поступлений от продажи ММК-Транс в размере 125 млн USD

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Рейтинги ММК находятся в достаточно широкой вилке и отчет по итогам 1К14, на наш взгляд, выглядит умеренно-позитивно в этом контексте, хотя это актуально, в первую очередь, для рейтинга от Moody's (Ba3/Stable). В то же время, подвижки здесь возможны только при сохранении тенденции восстановления операционной маржи ММК и отсутствия каких-либо внешних шоков (резкого обострения ситуации на Украине). В этой связи определенный оптимизм внушают и ожидания сезонного оживления спроса на продукцию, на фоне которого ММК и НЛМК объявили о повышении цен на прокат с апреля на 4-8%, а за ними потянулись и трубники – ТМК также заявило о повышении цен по новым контрактам на 5-10%.

В бумагах компании практически отсутствует ликвидность, при этом последние крупные сделки в длинном ММК 19 проходили со спрэдом около 240 бп к ОФЗ.

Первичный рынок

Чепрагин Дмитрий
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Абсолют Банк, БО-01 (-/B1/B+): новый выпуск банка выглядит переоцененным

С начала недели АКБ «Абсолют Банк» проводит сбор заявок в рамках вторичного размещения облигации серии БО-01 объемом не более 5 млрд руб. Срок погашения по выпуску наступает через 1.5 года. Напомним, данный выпуск облигаций был размещен в конце 2012 года сроком на 3 года. Согласно условиям размещения, оферта запланирована на 25 июня, тогда же и состоится техническое размещение нового предложения. Ставка купона до оферты составляет 10,5% годовых, после оферты - 10,75% годовых. Посему ориентир доходности к погашению составляет не более 11.04% годовых на дюрации 1.42 г., что соответствует цене не менее 100%.

По данным последней отчетности по МСФО за 2013 г. финансовый профиль Абсолют банк, на наш взгляд, характеризуется умеренной устойчивостью. В 2013 г. Банк не форсировал темпы роста бизнеса, а сделал ставку на улучшение качества активов. Так прирост кредитных операций в 2013 г. составил порядка 20%, при этом уровень NPL заметно снизился до 2.9% (-2.4 п.п. г/г.). В тоже время смещение акцента в сторону менее рискованных и при этом менее доходных кредитных продуктов (корпоративное и ипотечное кредитование) негативно сказалось на уровне чистой процентной маржи, которая сократилась до 4.2% (-0.7 п.п. г/г.). В итоге снижение NIM вкупе с зашкаливающим Cost-to-Income оказали давление на уровень чистой прибыли и, как следствие, дали негативную проекцию на показатели рентабельности банка (ROaE – 1.8%, ROaA – 0.3). Отметим также, что Абсолют Банк не имеет трудностей исполнения установленных нормативов по достаточности совокупного капитала и 1-ого уровня, в 2013 г. оба показателя, несмотря на снижение, сохранились на комфортном уровне 16.6%. В качестве позитивной новости для банка также является смена акционера и его амбициозные планы. Так в конце мая фонд РЖД «Благосостояние» закрыл сделку по покупке Абсолют банк у бельгийской Группы KBC за 300 млн долл., при этом обеспечив сразу же банк фондированием на сумму 700 млн евро. В дальнейшем ПФ планирует преобразовать Абсолют банк в ОАО, допустив его акции к торгам, а также после оздоровления «КИТ финанс» объединить два банка и создать под брендом Абсолют Банка нового крупного игрока в банковском секторе.

На текущий момент на рублевом рынке облигаций Абсолют Банк также представлен еще 3 выпусками, которые, на наш взгляд, не могут рассматриваться в качестве ориентира для нового предложения ввиду невысокой ликвидности и короткой дюрации. Маркетируемый ориентир доходности нового выпуска составляет 300 бп. к ОФЗ, что, на наш взгляд, выглядит дорого, даже с учетом сильного акционера, а также недавнего повышения кредитного рейтинга от Fitch до «В+». Подтверждением этого также может выступить вчерашнее закрытие книги по выпуску Кредит Европа Банк, БО-18, который при наличии более высокого рейтинга и более короткой дюрации по выпуску зафиксировал фактическую доходность на уровне 11.73% годовых (+375 бп. к ОФЗ).

Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)

Основные параметры выпусков

Эмитент	ЗАО Абсолют Банк
Рейтинг (S&P/M/F)	- / B1 / B+
Ломбардный список ЦБ	да
Серия БО-01	до 5 000 млн. руб.
Срок обращения	1.5 лет
Купонный период	182 день
Ориентир по УТМ	не более 11.04% годовых
Дюрация	1.42 года
Размещение на ФБ ММВБ	25 июня 2014 г.
Организаторы	ОАО "Абсолют Банк", ЗАО "Райффайзенбанк"

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

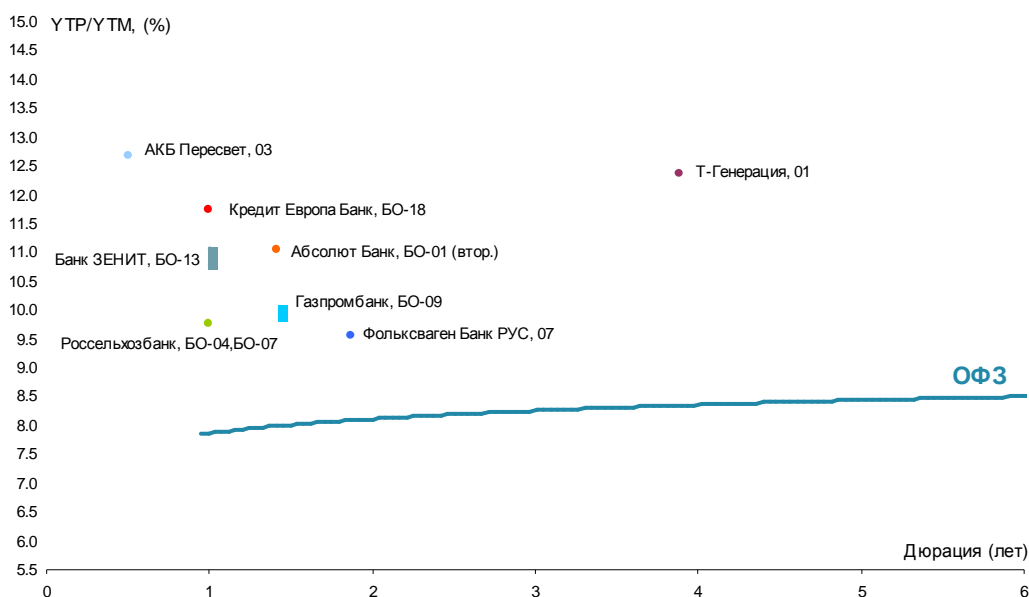
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашения
Т-Генерация, 01	NR	нет	1 150	12.36	17.06.2014	20.06.2014	нет / 3.89 г	нет / 5 лет
АКБ Пересвет, 03	B+ / B3 / -	да	2 000	12.68	18.06.2014	20.06.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 3 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	не более 11.04	23.06.2014	н/д	нет / 1.42 г	нет / 1.5 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Baa3 / BB-	да	5 000	11.73	19.06.2014	23.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	9.78	18.06.2014	25.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	9.78	18.06.2014	25.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	9.57	19.06.2014	25.06.2014	нет / 1.87 г	2 г / 5 лет
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Baa3 / BB-	да	5 000	10.78-11.04	24.06.2014	26.06.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	9.83-10.04	24.06.2014	27.06.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 3 г

Цветом выделены в 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
ТрансФин-М, БО-24	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	16.06.2014	нет / 2.64 г
Альфа-Банк, БО-10	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.51-10.78	9.99	11.06.2014	нет / 1.86 г
Русфинанс Банк, БО-08	BBB- / Ba1 / BBB+	да	4 000	4.4 / 100%	10.14-10.41	9.94	10.06.2014	нет / 1 г
КИТ Финанс Капитал, БО-03	NR	нет	2 000	н/д / 100%	Конкурс	8.16	09.06.2014	нет / 2.72 г
КБ МИА, БО-03	- / Ba2 / -	да	2 000	н/д / 100%	11.04-11.30	11.04	06.06.2014	нет / 1 г
РГС Недвижимость, 01	NR	нет	3 200	н/д / 100%	н/д	11.30	06.06.2014	нет / 0.5 г
ДельтаКредит, БО-01	- / Baa3 / BBB+	да	3 000	н/д / 100%	н/д	10.83	05.06.2014	нет / 3.61 г
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.10-13.65	13.37	03.06.2014	нет / 1 г
ЕАБР, 09	BBB / A3 / -	да	5 000	1.8 / 100%	9.88-10.15	9.88	02.06.2014	нет / 1.86 г
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Baa3 / -	да	3 000	1.5 / 100%	12.10-12.36	12.10	28.05.2014	нет / 0.5 г
АИЖК, БО-02	BBB- / Baa1 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.27-10.60	10.00	27.05.2014	нет / 1.84 г
Башнефть, БО-05	- / Ba2 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.99	26.05.2014	нет / 3.68 г
ЮниКредит Банк, БО-21	BBB / Baa2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Baa3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 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>

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	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.