

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### ММК (-/Вз/ВВ+): позитивный финансовый отчет за 1П14, бумаги компании малоликвидны

В прошлую пятницу ММК опубликовал финансовый отчет за 1П14, который мы оцениваем позитивно. Несмотря на снижение выручки, которое в 1П14 составило 8% г/г (до 4 090 млн. долл.), показатель EBITDA компании вырос на 2.2% г/г (до 693 млн. долл.), что привело к росту рентабельности по EBITDA до 16.9% (+1.7 пп г/г). В то же время, уровень долговой нагрузки ММК к концу 1П14 снизился до 2.2х чистый долг / EBITD LTM, чему способствовали стабильная величина долга (рост к началу года составил лишь 0.7%) и увеличение суммы ликвидных активов на балансе (на конец 1П14 их объем вырос в 3 раза к началу года и достиг 506 млн. долл.).

Отметим, что рост выручки г/г по итогам 1П14 был обеспечен как увеличением производства, так и некоторым восстановлением цен на продукцию. Так, в 1П14 производство металлургической продукции выросло на 5.7% г/г (до 6.48 млн. тонн), при этом выпуск высокомаржинальной продукции показал нулевую динамику г/г, сохранившись на уровне 2.45 млн. тонн. Отметим, что рост производства в 1П14 был полностью обеспечен за счет выпуска ММК, которое увеличилось на 6.9% г/г (до 5.88 млн. тонн), тогда как выпуск и на ММК-Метиз, и на турецких мощностях снизился на 6% г/г и 3.5% г/г соответственно. Рост производства на основной площадке был обеспечен за счет увеличения объемов горячего проката на 13.1% г/г (до 2.75 млн. тонн), тогда как производство высокомаржинальной продукции сохранилось на уровне прошлого года, составив 2.15 млн. тонн. В рамках этого сегмента снижение объемов выпуска толстого листа (на 15.5% г/г, до 414 тыс. тонн) из-за снижения спроса на ТБД было компенсировано сопоставимым по масштабам увеличением выпуска оцинкованного проката (на 15.3% г/г, до 536 тыс. тонн). В горнорудном сегменте ситуация по итогам 1П14 продолжает оставаться непростой. Так, производство ЖРС сократилось на 6% г/г (до 1 653 тыс. тонн), а коксующегося концентрата снизилось на 7.6% г/г (до 1 384 тыс. тонн). Несмотря на наметившееся восстановление цен на металлопродукцию во 2К12, средние цены в течение 1П14 по-прежнему оставались ниже прошлогоднего уровня. Так, цена 1 тонны продукции ММК по всем отгрузкам в 1П14 снизилась на 10.3% г/г (до 585 долл.), при этом средняя цена на сортовой прокат снизилась на 12% г/г (до 530 долл./тонна), а на горячекатаный прокат сократилась на 6% г/г (до 514 долл./тонна). Цена на отгрузки высокомаржинальной продукции сократилась на 11.2% г/г (до 706 долл./тонна), наибольшее снижение коснулось цен на толстый лист, где они упали сразу на 22% (до 674 долл./тонна). Отметим, что на динамику долларовых цен на продукцию ММК сильно повлияло ослабление рубля в 1П14 (по данным Bloomberg – на 12.7% г/г), учитывая, что на экспорт идет лишь около 20% всего производства. Рост EBITDA в 1П14 г/г был связан, в первую очередь, с сокращением себестоимости продаж, которая снижалась опережающими темпами (на 13.4% г/г), чему способствовали высокая загрузка мощностей и продолжающееся снижение cash cost сляба, также снижение издержек было поддержано сокращением SG&A-расходов (на 12.8% г/г). Кроме того, в части издержек проявилось позитивное влияние ослабления рубля в 1П14, в котором номинирована основная часть издержек компании.

По итогам 1П14 ММК увеличил свободный денежный поток на 27.8% г/г (до 253 млн. долл.), что было обеспечено ростом операционных поступлений на 27.2% г/г (до 538 млн. долл.) при сопоставимых темпах увеличения капвложений. CAPEX по итогам 1П14 составил 285 млн. долл. (+26.7% г/г) или умеренные 0.4x EBITDA. Весь свободный денежный поток ММК за 1П14 был направлен на пополнение ликвидных

#### Ключевые финансовые показатели ММК за 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%
Выручка	4 090	4 444	-8.0%
EBITDA	693	678	2.2%
Операционная прибыль	267	157	70.1%
Чистая прибыль(убыток)	80	(136)	-
Рентабельность по EBITDA	16.9%	15.3%	1.7 пп
Операционная рентабельность	6.5%	3.5%	3.0 пп
Чистая рентабельность	2.0%	-3.1%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	633	478	32.4%
Чистый операцион. ден. поток	538	423	27.2%
CAPEX	285	225	26.7%
Свободный денежный поток	253	198	27.8%

млн. долл.	1П14	2013	%
Активы	11 835	12 148	-2.6%
в т.ч. денеж. ср-ва и экв. финан.лож.	506	170	x3.0
Долг	3 194	3 173	0.7%
доля краткосрочного долга	31.6%	31.8%	-0.2 пп
Чистый долг	2 688	3 003	-10.5%
Капитал	6 631	6 861	-3.4%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.5x	-
Долг/EBITDA LTM	2.6x	2.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.2x	2.5x	-
EBITDA/Процентные платежи	8.1x	6.9x	-
Долг/Капитал	0.5x	0.5x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных результатов ММК за 1П14

Производство, тыс. тонн	1П14	1П13	%
Железородное сырье	1 653	1 759	-6.0%
Концентрат коксующихся углей	1 384	1 498	-7.6%
Чугун	5 175	4 892	5.8%
Сталь	6 578	6 154	6.9%
<b>Товарная металлопрод. ММК, вкл.</b>	<b>5 878</b>	<b>5 501</b>	<b>6.9%</b>
Листовой прокат г/к	2 753	2 435	13.1%
Сортовой прокат	914	915	-0.1%
Слябы и заготовка	66	9	x7.3
<b>HVA-продукция, в т.ч.</b>	<b>2 145</b>	<b>2 143</b>	<b>0.1%</b>
Листовой прокат х/к	749	738	1.5%
Толстый лист (стан 5 000)	414	490	-15.5%
Оцинкованный прокат	536	465	15.3%
Прокат с полимерн. покр.	193	199	-3.0%
Прочее	253	251	0.8%
<b>Тов. металлопрод. ММК Metalurji, вкл.</b>	<b>334</b>	<b>346</b>	<b>-3.5%</b>
Листовой прокат г/к	28	31	-9.7%
<b>HVA-продукция, вкл.</b>	<b>306</b>	<b>315</b>	<b>-2.9%</b>
Оцинкованный прокат	195	149	30.9%
Прокат с полимерн. покр.	110	166	-33.7%
<b>Тов. металлопрод. ММК-Метиз, вкл.</b>	<b>264</b>	<b>281</b>	<b>-6.0%</b>
из продукции ММК	260	277	-6.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

активов на балансе, в результате их объем увеличился в 3 раза по сравнению с началом года и достиг 506 млн. долл. В то же время, долг компании сохранился, в целом, на уровне 4К13 (все новое привлечение ушло на рефинансирование), при этом доля краткосрочного долга также мало изменилась, составив 31.6% (-0.2 пп г/г). Сочетание этих факторов привело к снижению уровня долговой нагрузки ММК к концу 1П14 до 2.2х в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как в начале года показатель составлял 2.5х. Объем короткого долга ММК, на наш взгляд, не должен вызывать какого-либо беспокойства. Во-первых, доля коротких обязательств не так уж и высока, при этом примерно половину их объема может быть погашена за счет накопленной на балансе ликвидности. К этому можно еще добавить наличие у ММК пакета акций FMG, балансовая стоимость которого на конец 1П14 составляла 637 млн. долл., а также наличие невыбранных кредитных линий на 1 629 млн. долл.

Рейтинги ММК уже давно находятся в широкой вилке, а отчет за 1П14, на наш взгляд, выглядит достаточно позитивно в этом ключе, хотя это актуально, в первую очередь, для рейтинга от Moody's (Ba3/Stable). В случае дальнейшего сокращения долговой нагрузки и увеличения операционной рентабельности, которое, вероятно, будет поддержано наметившимся восстановлением цен на готовую продукцию при сохранении низких цен на сырье, мы полагаем, что рейтинг ММК от Moody's может быть повышен до конца года. Впрочем, возможность такого повышения находится также в зависимости от отсутствия сильных внешних шоков, в том числе ухудшения ситуации на Украине.

Бумагах ММК сейчас характеризуются весьма невысокой ликвидностью, при этом последние крупные сделки в более коротком выпуске с дюрацией чуть более года (ММК 18) проходили со спредом около 280 бп к кривой ОФЗ. В то же время, биды в немного более длинных бумагах НЛМК (BB+/Baа3/BBB-) с дюрацией около 1.8 г дают спред порядка 230-240 бп к ОФЗ.

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

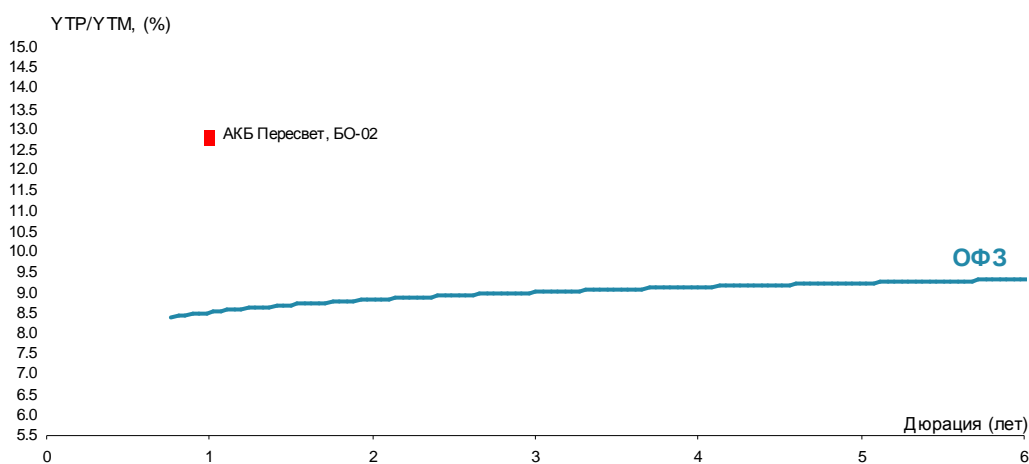
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашения
АКБ Пересвет, БО-02	V+ / B3 / -	да	2 000	12.77-12.88	28.08.2014	29.08.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

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	Размещаемый объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Хорус Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	13.42	21.08.2014	нет / 3.82 г
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.57-10.78	10.57	12.08.2014	нет / 1 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	V+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	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>

<b>Аналитическое управление</b>	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	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

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.