

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина Кирилл Сычев
 n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

ММК (-/Ba3/BB+): сильные финансовые результаты за 9М14, облигации компании имеют интересные альтернативы в первом эшелоне

В прошлую пятницу ММК опубликовал финансовые результаты за 9М14, которые отражают укрепление финансового профиля компании. Несмотря на небольшое уменьшение выручки, на 1.5% г/г в долларовом измерении, ММК за счет снижения цен на ресурсы заметно увеличил EBITDA и EBITDA margin. Кроме того, компания продолжила реализовывать сдержанную инвестиционную программу, что способствовало аккумулированию положительного свободного денежного потока и снижению долговой нагрузки до 1.5x в терминах net debt/EBITDA на 30 сентября 2014 г.

За 9М14 выручка ММК уменьшилась на 1.5% г/г до 6 225 млн долл., что стало следствием снижения средних цен на сталь и продукцию компании на фоне сохранения в мире больших избыточных мощностей по выпуску стали. Среди основных видов продукции ММК наиболее заметно, на 17.2% г/г до 452 млн долл. и на 7.9% г/г до 582 млн долл., снизилась выручка от реализации оцинкованной стали с полимерным покрытием и сортового проката соответственно. В то же время, за 9М14 доходы от продаж оцинкованной стали увеличились до 13.5% г/г до 799 млн долл., горячекатаной стали – на 4.1% г/г до 2 683 млн долл.

В отчетном периоде в результате существенного снижения цен на закупаемое ММК сырье для выпуска стальной продукции (уголь и ЖРС) EBITDA ММК выросла на 33.4% г/г до 1 215 млн долл., EBITDA margin – на 5.1% пп до 19.5%. Кроме того, за 9М14 компания заметно увеличила свободный денежный поток (+65.5% г/г до 460 млн долл.), чему способствовали рост чистого операционного денежного потока на 35.3% г/г до 858 млн долл. и сохранение умеренной инвестиционной программы. В частности, за 9М14 расходы ММК на CAPEX составили 398 млн долл., что соответствует 0.3x EBITDA за 9М14. Свободный денежный поток компания направила на открытие банковских депозитов на 170 млн долл. и погашение части кредитов и займов. В результате, за 9М14 совокупный долг ММК сократился на 13.9% г/г до 2 733 млн долл., чистый долг – на 22.1% г/г до 2 351 млн долл. В отчетном периоде ММК заметно улучшил показатели долговой нагрузки: отношение net debt/EBITDA уменьшилось до 1.5x на 30 сентября 2014 г. против 2.5x на 31 декабря 2013 г. В 4К14 ММК предстоит погасить либо пролонгировать кредиты и займы на сумму 48 млн долл., в 2015 году – 929 млн долл., в 2016 году – 973 млн долл. В то же время, ММК располагает различными источниками ликвидности в виде денежных средств и банковских депозитов на сумму 382 млн долл. (на 30 сентября 2014 г.), доступными кредитными линиями на 1 310 млн долл. и пакетом акций австралийской металлургической компании FMG стоимостью 473 млн долл. Поскольку данные источники являются достаточными для единовременной выплаты всего долга с погашением до конца 2016 года, риски рефинансирования компании мы оцениваем как низкие.

В настоящее время на рублевом рынке обращаются два выпуска облигаций ММК: ММК 18 с дюрацией 0.96 года (YTM – 11.9%) и ММК 19 с дюрацией 1.54 года (YTM – 12.8%). Спрэд более короткого выпуска ММК к ОФЗ составляет около 225 бп, более длинного – около 275 бп. По нашему мнению, на коротком участке кривой доходности в настоящее время можно найти более интересные инвестиционные идеи по соотношению цена/качество. В частности, доходность облигаций РЖД (BBB-/Baa2/BBB) серии 11 по последним крупным сделкам составила 12.8% годовых при дюрации 0.97 года, что соответствует спреду к ОФЗ свыше 300 бп, доходность облигаций Газпром нефть (BBB-/Baa2/BBB) серии 08 при дюрации 1.11 года составляет около 11.8% годовых (спред к ОФЗ – около 215 бп.)

Ключевые финансовые показатели ММК за 9М14

млн долл.	9М14	9М13	%
Выручка	6 225	6 321	-1.5%
ЕВITDA	1 215	911	33.4%
Операционная прибыль	572	139	x3.2
Чистая прибыль/(убыток)	106	(274)	-
Рентабельность по EBITDA	19.5%	14.4%	5.1 пп
Операционная рентабельность	9.2%	2.2%	7.0 пп
Чистая рентабельность	1.7%	-4.3%	-
Операц. ден. поток до изм. ОК	1 114	670	66.3%
Чистый операцион. ден. поток	858	634	35.3%
CAPEX	398	356	11.8%
Свободный денежный поток	460	278	65.5%

млн долл.	9М14	2013	%
Активы	10 239	12 148	-15.7%
в т.ч. денеж. ср-ва и кр.депозиты	382	154	x3.0
Долг	2 733	3 173	-13.9%
доля краткосрочного долга	23.7%	31.8%	-8.1 пп
Чистый долг	2 351	3 019	-22.1%
Капитал	5 701	6 861	-16.9%
CAPEX/EBITDA	0.3x	0.5x	-
Долг/EBITDA LTM	1.8x	2.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.5x	2.5x	-
EBITDA/Процентные платежи	8.7x	6.9x	-
Долг/Капитал	0.5x	0.5x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdaikov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

ТМК (В+/В1/-): нейтральный финансовый отчет по итогам 9М13, евробонды компании выглядят не очень привлекательно

В конце прошлой недели ТМК, крупнейший российский производитель труб для нефтегазовой промышленности, опубликовала финансовый отчет по итогам 9М14. Мы оцениваем раскрытые показатели нейтрально. По итогам 9М14 выручка ТМК снизилась на 7.2% г/г (до 4 509 млн. долл.), тогда как EBITDA просела на 18.2% г/г (до 577 млн. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA у ТМК снизилась на 1.6 пп г/г – до 12.8%. Снижение EBITDA стало ключевым фактором, ставшим причиной повышения долговой нагрузки компании к концу отчетного периода. Так, нагрузка в терминах чистый долг / EBITDA LTM на конец 3К14 составила 4.3x, а в начале года показатель составлял 3.8x. Впрочем, к концу 3К14 долговая нагрузка компании все же несколько снизилась с пикового уровня конца 2К14 (4.5x). Величина долга ТМК на конец 3К14 мало изменилась по сравнению с началом года и составила 3.5 млрд долл., тогда как доля коротких обязательств в его структуре выросла до 20.2% (в начале года – 10.8%).

Давление на финансовые результаты ТМК в течение 9М14 оказывало и падение объемов отгрузок в условиях стабильных или умеренно растущих цен на трубную продукцию, однако ключевым фактором стало существенное ослабление рубля к доллару. Общий объем отгрузок ТМК за 9М14 снизился на 1.3% г/г (до 3 159 тыс. тонн) и был вызван падением отгрузок сварных труб на 5.9% г/г (до 1.3 млн. тонн), тогда как поставки бесшовных труб выросли на 2.3% г/г (до 1.85 млн. тонн). В то же время, продажи маржинальных труб нефтегазового сортамента выросли на 5.5% г/г (до 1.4 млн. тонн). В разрезе данных по дивизионам можно отметить, что общее снижение отгрузок за 9М14 стало результатом сокращения объемов продаж как российского (на 1.7% г/г), так и североамериканского дивизионов (на 0.5% г/г). Тем не менее, с операционной точки зрения, ближайшие перспективы ТМК выглядят достаточно позитивно, учитывая потребности 2-х крупных проектов (“Сила Сибири” и недавно анонсированный “западный маршрут”), где компания неизбежно будет ключевым поставщиком. На динамику EBITDA, в свою очередь, повлияло снижение валовой маржи (на 1.6 пп г/г) до 19.1% из-за более медленных темпов сокращения себестоимости продаж (снизилась на 5.3% г/г), что было вызвано повышением цен на сырье.

По итогам 9М14 свободный денежный поток ТМК был отрицательным, составив -97 млн. долл. Дефицит средств был обусловлен сильным сжатием операционных поступлений: чистый операционный денежный поток за вычетом процентов упал на 43.5% к прошлому году, составив 134 млн. долл. Компания параллельно снижала и капвложения, по итогам 9М14 сумма капвложений сократилась на 16% г/г – до 231 млн. долл. или 0.3x EBITDA. Дефицит средств был покрыт за счет накопленной на балансе ликвидности (к концу 3К14 их объем снизился на 60.2% к началу года), а также за счет привлечения нового долга. Впрочем, масштабы нового привлечения были невелики, а рост долга в долларовом выражении был нивелирован заметным ослаблением рубля, в котором номинировано около трети обязательств компании. Долг ТМК на конец 9М14 составил 3 546 млн. долл., что на 4% ниже уровня начала года. Долговая нагрузка компании к концу 3К14 составила 4.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, повысившись по сравнению с началом года (3.8x). Вместе с тем, показатель скорректировался относительно пиковых значений конца 2К14, когда достигал 4.5x. Ключевым фактором повышения долговой нагрузки ТМК, как мы уже отмечали, стало заметное сокращение EBITDA г/г по итогам 9М14.

Подводя итог, отметим, что достаточно неплохой 3К14 улучшил результаты ТМК по итогам 9М14, несколько затормозив темпы снижения финансовых результатов и улучшив ситуацию с долгом. Результаты компании нейтральны для ее рейтингов и укладываются в рамки ожиданий агентств. Мы ожидаем, что менеджмент компании и в дальнейшем будет фокусироваться на сокращении долговой нагрузки. Вполне возможно, что к концу года его удастся сократить до 4x чистый долг / EBITDA LTM. Этому будет способствовать сокращение расходов на капвложения, которое может составить около 20% относительно уровня прошлого года. Кроме того, компания сообщила о намерении до конца года провести допэмиссию акций на 5.5 млрд. руб., что обеспечит ТМК дополнительную ликвидность. Высокий уровень долговой нагрузки на текущий момент отчасти смягчается благоприятной структурой долга (на короткие обязательства приходится около 20% всего долга). К этому можно добавить, что объем невыбранных кредитных линий ТМК на конец 3К14 составлял около 876 млн. долл., что превышало весь объем краткосрочного долга на ту же дату.

Ключевые финансовые показатели ТМК за 9М14

млн. долл.	9М14	9М13	%
Выручка	4 509	4 861	-7.2%
Валовая прибыль	860	1007	-14.6%
ЕВITDA	577	705	-18.2%
Чистая прибыль	37	160	-76.9%
Валовая рентабельность	19.1%	20.7%	-1.6 пп
Рентабельность по EBITDA	12.8%	14.5%	-1.7 пп
Чистая рентабельность	0.8%	3.3%	-2.5 пп
Операц. денеж.поток до изм. в ОК	573	689	-16.8%
Чистый операцион. денеж. поток*	134	237	-43.5%
CAPEX	231	275	-16.0%
Свободный денежный поток	(97)	(38)	x2.6

млн. долл.	9М14	2013	%
Активы	6 693	7 419	-9.8%
в т.ч. денежные средства	37	93	-60.2%
Долг**	3 546	3 694	-4.0%
доля краткосрочного долга	20.2%	10.8%	9.4 пп
Чистый долг	3 509	3 601	-2.6%
Капитал	1 845	2 130	-13.4%
CAPEX/EBITDA	0.3x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	4.3x	3.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	4.3x	3.8x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.0x	3.7x	-
Долг/Капитал	1.9x	1.7x	-

* за вычетом процентных платежей

** включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей ТМК за 9М14

тыс. тонн	9М14	9М13	%
Бесшовные трубы	1 848	1 806	2.3%
Сварные трубы	1 311	1 393	-5.9%
Всего труб	3 159	3 200	-1.3%
в т.ч. ОСТГ	1 417	1 343	5.5%

тыс. тонн	3К14	2К14	%
Бесшовные трубы	621	601	3.3%
Сварные трубы	482	433	11.3%
Всего труб	1 103	1 034	6.7%
в т.ч. ОСТГ	446	480	-7.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

В рамках очередной коррекционной волны на рынке российских евробондов, начало которой совпало с началом месяца, бумаги ТМК оказались в аутсайдерах. Так, TRUBRU'18 потерял 4.6 фигуры в цене, а потери более длинного TRUBRU'20 составили и вовсе 6.7 фигур. Динамика спрэдов бумаг также "впечатляет": спрэд TRUBRU'18 к UST за последние 3 недели расширился примерно на 160 бп (до 810 бп), а TRUBRU'20 – на 170-180 бп (до 910 бп). Евробонды ТМК сохраняют дисконт в 50-60 бп к близким по дюрации бумагам Евраза (В+/Ва3/ВВ-). Это, на наш взгляд, делает бумаги Евраза более привлекательной покупкой, учитывая более сильные кредитные метрики компании. С другой стороны, после столь активных распродаж, потенциал снижения бумаг ТМК ограничен, а операционные перспективы компании на ближайшее время выглядят весьма неплохо, что для Евраза справедливо в меньшей степени.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

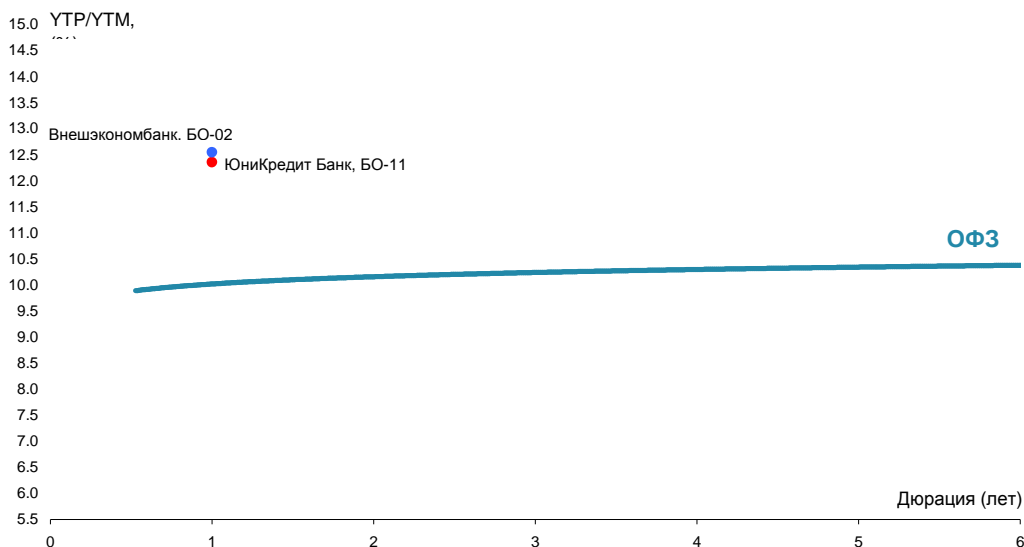
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	12.36	20.11.2014	26.11.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	12.55	19.11.2014	27.11.2014	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	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-34	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	13.10.2014	нет / 3.39 г
Россельхозбанк, БО-14	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	13.10.2014	нет / 6.27 г
Россельхозбанк, БО-13	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	10.10.2014	нет / 6.27 г
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Ba1 / BBB	да	4 000	1.5 / 100%	11.51-11.73	11.73	08.10.2014	нет / 1.42 г
Татфондбанк, БО-11 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	12.66	12.66	07.10.2014	нет / 0.91 г
Промсвязьбанк, БО-06	BB- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Baa3 / BBB	да	3 000	2.4 / 100%	11.04-11.57	11.09	30.09.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, БО-01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	13.37-13.92	13.65	29.09.2014	нет / 0.72 г
Российский Капитал, БО-01 (вторич.)	- / - / B+	да	2 385	н/д / 100%	н/д	12.34	29.09.2014	0.93 г / 2 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

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
 Константин Поспелов
 Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
 Максим Симагин
 Александр Валканов
 Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Макроэкономика
 Макроэкономика/кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Акции

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Владимир Евстифеев
 Кирилл Сычев
 Наталия Толстошеина
 Евгений Чердаков
 Дмитрий Чепрагин
 Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин
 Фарида Ахметова
 Марина Никишова
 Вера Панова
 Алексей Басов

ibcm@zenit.ru
d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@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.