

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

#### ММК (-/Ba3/BB+): сильная финансовая отчетность за 1П15, однако бумаги компании малоликвидны

Вчера ММК опубликовал финансовый отчет за 1П15, который мы оцениваем как сильный. На фоне сокращения выручки на 22.8% г/г (до 3 156 млн. долл.), EBITDA в 1П15 выросла на 39% г/г, достигнув 963 млн. долл. В результате, рентабельность по EBITDA ММК достигла 30.5% (против 16.9% в прошлом году) – наивысшего за последние несколько лет уровня. В то же время, долг компании на конец прошлого квартала снизился на 9.6% (до 2 336 млн. долл.) по сравнению с началом года, что, вместе с ростом EBITDA и увеличением денежной позиции на конец 2К15 привело к снижению уровня долговой нагрузки компании. Отношение чистого долга к EBITDA LTM снизилось к концу 2К15 до 0.9x (против 1.3x на начало года).

Сокращение долларовой выручки в отчетности ММК за 1П15 было обусловлено девальвацией рубля (около 75% всех отгрузок приходится на внутренний рынок), а также сокращением физических продаж продукции (на 4.9% г/г). В то же время, девальвация рубля привела и к снижению выраженных в долларах операционных расходов, что, на фоне роста внутренних цен на металлургическую продукцию и сохранения, при этом, низких цен на сырье, и позволило ММК заметно нарастить уровень рентабельности по EBITDA и усилить денежный поток. Так, себестоимость продаж компании снизилась в 1П15 на 35.5% г/г, а SG&A-расходы сократились на 31.8% г/г. Свободный денежный поток ММК вырос почти в 1.5 раза г/г и достиг 367 млн. долл. Это стало результатом заметного сокращения капитальных расходов на фоне стабильной величины операционных поступлений. CAPEX компании за 1П15 составил всего 157 млн. долл. (или 0.2x EBITDA), снизившись почти в 2 раза по сравнению с 1П14, в то время как чистый операционный денежный поток мало изменился по сравнению с прошлым годом и составил 524 млн. долл. (-2.6% г/г). Свободный денежный поток ММК в 1П15 был направлен на пополнение ликвидных остатков на балансе и на погашение долга (чистое погашение составило 212 млн. долл.).

Долг ММК к концу 2К15 снизился на 9.6% к началу года и составил 2 336 млн. долл., при этом доля коротких обязательств в структуре общего долга выросла до 39.5% (+6.1 пп к 4К14). В то же время, объем ликвидных остатков на балансе (685 млн. долл.) и неиспользованных кредитных линий (1 122 млн. долл.) на конец 2К15 с запасом покрывали размер краткосрочных требований. Высокие темпы увеличения EBITDA компании в 1П15, а также рост ликвидности на балансе (на 23% к 4К14) на фоне сокращения долга, позволили ММК снизить долговую нагрузку. Показатель в терминах чистый долг / EBITDA LTM снизился к концу 2К15 до 0.9x, тогда как еще в начале года составлял 1.3x. Что касается потенциального влияния отчетности ММК на ее рейтинги, то оно, безусловно, благоприятное. Мы не исключаем, при условии сохранения текущих тенденций, позитивных рейтинговых действий по отношению к ММК со стороны по крайней мере одного из рейтинговых агентств до конца года. Напомним, что в апреле этого года сначала Moody's, а затем в мае уже Fitch, подтвердили кредитные рейтинги ММК на текущем уровне.

На рынке торгуются совсем короткий выпуск ММК 18 с офертой 1 декабря этого года, а также более длинный ММК 19 с дюрацией 0.7 г. Оба бонда характеризуются низкой ликвидностью. При этом ММК 19 индикативно торгуется со спрэдом около 220 бп к кривой ОФЗ, то есть на уровне близких по дюрации облигаций НЛМК (BB+/Ba1/BBB-), что, на наш взгляд, не повышает привлекательность выпуска ММК.

#### Ключевые финансовые показатели ММК за 1П15

млн долл.	1П15	1П14	%
Выручка	3 156	4 090	-22.8%
EBITDA	963	693	39.0%
Операционная прибыль	692	267	x2.6
Чистая прибыль/(убыток)	468	80	x5.9
Рентабельность по EBITDA	30.5%	16.9%	13.6 пп
Операционная рентабельность	21.9%	6.5%	15.4 пп
Чистая рентабельность	14.8%	2.0%	12.9 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	919	633	45.2%
Чистый операцион. ден. поток	524	538	-2.6%
CAPEX	157	285	-44.9%
Свободный денежный поток	367	253	45.1%

млн долл.	1П15	2014	%
Активы	7 933	7 857	1.0%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	685	557	23.0%
Долг	2 336	2 585	-9.6%
доля краткосрочного долга	39.5%	33.4%	6.1 пп
Чистый долг	1 651	2 028	-18.6%
Капитал	4 343	3 942	10.2%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.3x	-
Долг/EBITDA LTM	1.2x	1.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.9x	1.3x	-
EBITDA/Процентные платежи	16.1x	10.2x	-
Долг/Капитал	0.5x	0.7x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных результатов ММК в 1П15

Производство, тыс. тонн	1П15	1П14	%
Железору дное сырье	1 563	1 653	-5.4%
Концентрат коксующихся углей	1 295	1 384	-6.4%
Чугун	4 935	5 175	-4.6%
Сталь	6 197	6 578	-5.8%
<b>Товарная металлопрод. ММК, вкл.</b>	<b>5 521</b>	<b>5 878</b>	<b>-6.1%</b>
Листовой прокат г/к	2 550	2 753	-7.4%
Сортовой прокат	825	914	-9.7%
Слябы и заготовки	40	66	-39.4%
<b>HVA-продукция, в т.ч.</b>	<b>2 105</b>	<b>2 145</b>	<b>-1.9%</b>
Листовой прокат х/к	683	749	-8.8%
Толстый лист (стан 5 00)	555	414	34.1%
Оцинкованный прокат	478	536	-10.8%
Прокат с полимерн. пок	166	193	-14.0%
Прочее	223	253	-11.9%
<b>Тов. металлопрод. ММК Metalurji, вкл.</b>	<b>384</b>	<b>334</b>	<b>15.0%</b>
Листовой прокат г/к	33	28	17.9%
<b>HVA-продукция, вкл.</b>	<b>351</b>	<b>306</b>	<b>14.7%</b>
Оцинкованный прокат	218	195	11.8%
Прокат с полимерн. пок	133	110	20.9%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

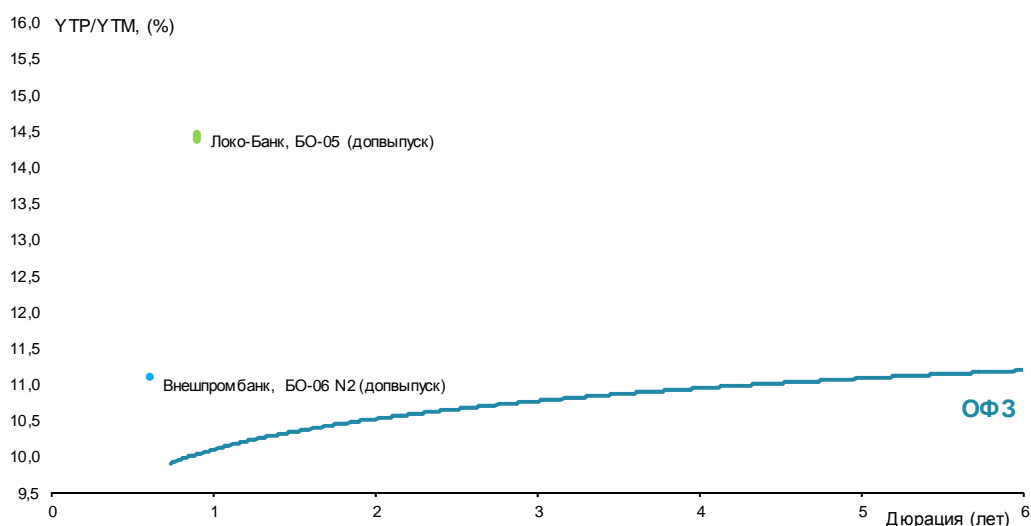
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
Локо-Банк, БО-05 (допвыпуск)	- / B2 / B+	да	1 000	14.38-14.46	13.08.2015	14.08.2015	нет / 0.9 г	0.95 г / 2
Внешпромбанк, БО-06 N2 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	11.10	н/д	14.08.2015	нет / 0.6 г	0.6 г / 4

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. Дюрац
Лента, БО-03	B+ / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.57-13.10	12.79	06.08.2015	нет / 2.
Открытие Холдинг, БО-05	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	12.89	06.08.2015	нет / 1.
Разгуляй-Маркет, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	11.62	06.08.2015	нет / 1.
Камаз, БО-12	- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.56	06.08.2015	нет / 7.
ГТЛК, БО-01 (допвыпуск)	B+ / - / -	да	6 250	н/д / 100%	15.61-16.41	16.04	04.08.2015	да / 1.1
ВЭБ-Лизинг, 001-Р01	BB+ / - / BBB-	да	200 млн. USD	1.5 / 100%	5.32-5.83	5.58	30.07.2015	нет / 1.
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	н/д	14.45	28.07.2015	нет / 0
Регион-Инвест, БО-01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	14.22	28.07.2015	нет / 0
Банк ДельтаКредит, БО-25	- / Ba2 / BBB-	да	6 000	1.5 / 100%	12.36-12.63	12.47	28.07.2015	нет / 2
ВЭБ-Лизинг, 01 (вторичное)	BB+ / - / BBB-	да	4 670	н/д / 100%	12.72-12.88	12.81	23.07.2015	нет / 1.
НДК, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	15.56	23.07.2015	нет / 1.
Магнит, БО-10	BB+ / - / -	да	10 000	1.1 / 100%	11.94-12.20	11.94	22.07.2015	нет / 1.
Ленэнерго, БО-05	- / Ba2 / -	да	4 000	н/д / 100%	13.42	13.42	22.07.2015	нет / 1.
Внешэкономбанк, БО-01 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	281	н/д / 100%	не более 12.33	12.25	21.07.2015	нет / 1.
Полюс Золото, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Полюс Золото, БО-02	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Полюс Золото, БО-03	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Банк Пересвет, БО-03	B+ / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	16.07.2015	нет / 1.
Транснефть, БО-04	BB+ / Ba1 / -	да	10 000	0.6 / 59%	н/д	11.83	16.07.2015	нет / 1.
Внешэкономбанк, БО-03	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	0.5 / 50%	н/д	12.33	14.07.2015	нет / 1.
Регион Капитал, БО-04	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1
Регион Капитал, БО-05	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1
НЛМК, БО-14	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.83	09.07.2015	нет / 1.



# 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>
<b>Управление продаж</b>		<a href="mailto:bondsales@zenit.ru">bondsales@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	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>
<b>Управление рынков долгового капитала</b>		<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.