

Ежедневный обзор долговых рынков от 15 апреля 2013 г.

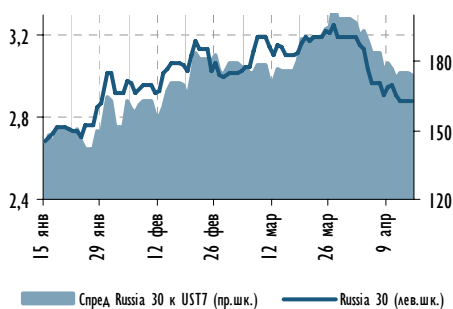


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,311	▲ 0,1%	-0,8%
USD/RUB	31,09	▲ 0,8%	2,4%
Корзина валют/RUB	35,42	▲ 0,7%	1,8%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	752,3	▼ -22,9	-395,1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	108,6	▼ -1,5	-100,1
MOSPRIME о/п	6,19%	▼ -7 б.п.	-28 б.п.
3М-MOSPRIME	7,23%	▼ -1 б.п.	-24 б.п.
3М-LIBOR	0,28%	▲ 0 б.п.	-3 б.п.
Долговой рынок			
UST-2	0,23%	▼ 0 б.п.	-2 б.п.
UST-10	1,72%	▼ -7 б.п.	2 б.п.
Russia 30	2,88%	▼ -3 б.п.	29 б.п.
Russia 5Y CDS	141 б.п.	▲ 4 б.п.	10 б.п.
EMBI+	272 б.п.	▲ 5 б.п.	17 б.п.
EMBI+ Russia	159 б.п.	▲ 3 б.п.	27 б.п.
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	101,73	▼ -1,5%	-7,2%
Золото, долл./унц.	1483,0	▼ -5,0%	-10,4%
Фондовый рынок			
PTS	1 405	▼ -1,9%	-8,0%
Dow Jones	14 865	▼ 0,0%	14,9%
Nikkei	13 485	▼ -0,5%	29,7%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Поддерживавший финансовые рынки всю прошлую неделю эффект QE Банка Японии в пятницу померк на фоне невпечатляющих статданных по экономике еврозоны, а затем и США. В итоге S&P 500 прервал череду «рекордных» дней (-0,28%), а доходность UST10 упала сразу на 7 б.п. до 1,72%.
- ▶ Начало пятничного негатива было положено новостным фоном из Европы: худшие, чем ожидалось, данные по промпроизводству в еврозоне (падение на 3,1% против ожидавшегося снижения на 2,5%) были усугублены противоречивыми заявлениями еврочиновников по возможному увеличению объема bailout Кипра.
- ▶ Статданные по США продолжают «удивлять» в худшую сторону: розничные продажи в марте неожиданно снизились на 0,4% (консенсус-прогноз Bloomberg не предполагал изменений), а индекс доверия потребителей от Мичиганского университета упал в апреле до минимальных за 9 месяцев 72,3 п. с 78,6 п. (расхождение с прогнозными 78,6 п. было максимальным за всю историю).
- ▶ Призыв Минфина США к властям Японии воздержаться от «конкурентной девальвации» стали сюрпризом для валютного рынка: курс иены к доллару укрепился на максимум с мая 2012 г. 1,31% – до 98,37 иен. Тема QE Банка Японии может стать предметом обсуждения на встрече министров финансов и глав ЦБ стран G20 18-19 апреля.
- ▶ Экономика Китая не смогла удержать «восстановительный» импульс: ВВП за 1К13 вырос на 7,7% против 7,9% в 4К12 и ожидания роста на 8%. Хуже ожиданий оказались также и данные по промпроизводству за март (рост на 8,9% против прогноза +10,1%).
- ▶ Умеренный рост котировок в суверенных **российских еврооблигациях** на фоне спокойного корпоративного и банковского сегментов. RUSSIA30 (YTM 2,88%) подросла на 0,16 п.п. до 125,93%, спред к UST10 расширился на 4 б.п. до 116 б.п. Отметим снижение котировок длинных бумаг Евраза на 0,3-0,5 п.п. на фоне неожиданного появления эмитента на первичном рынке (в пятницу размещение также провела РЖД).
- ▶ **Локальный рынок** пятницу завершил в небольшом минусе, котировки длинных ОФЗ (26212, 26207) потеряли 0,1-0,25 п.п., более короткие ликвидные выпуски (26211, 26205) снизились на 0,15-0,45 п.п. В корпоративном сегменте можно было наблюдать покупки – длинные выпуски Башнефти, Газпрома, Роснефти, РЖД прибавили 0,1-0,2 п.п.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Денежный рынок: очередная порция давления на рубль

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Отчетность РСХБ (-/Ba1/BVV) за 2012 г. по МСФО
- ▶ Группа Кокс (В/В2/-): результаты за 2Г12 и 2012 г. по МСФО. Нейтрально для котировок KOKSRU16
- ▶ Финансовые результаты Совкомфлота (BB+/Ba1/BV) по МСФО за 2012 г.
- ▶ ММК (-/Ba3/BV+): результаты за 4К12 и 2012 г. по МСФО

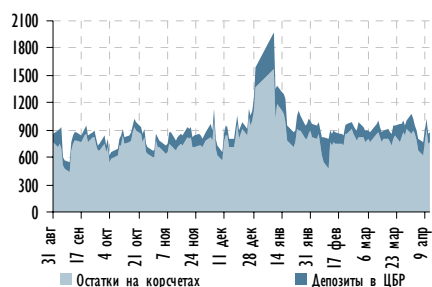
СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **США:** индекс Empire Manufacturing в апреле (16:30 мск), индекс настроений в сфере жилищного строительства NAHB в апреле (18:00 мск)



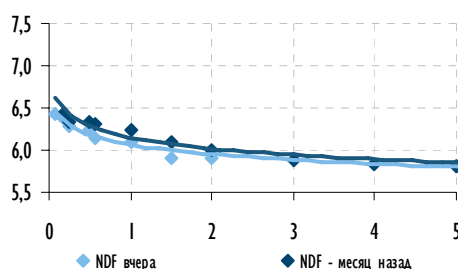
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

Денежный рынок: очередная порция давления на рубль

Спокойная пятница на российском денежном рынке подытожила не самую волатильную неделю. Суммарный спрос на аукционах РЕПО «вернайт» с ЦБ РФ (216,7 млрд руб.) превысил предложение в 1,1 раза, средневзвешенные ставки составили 5,56% годовых на утреннем аукционе и 5,86% годовых на дневном. Стоимость междилерского РЕПО «вернайт» опустилась в пятницу на 13 б.п. до 5,94% годовых.

Остатки на корсчетах и депозитах банков в ЦБ РФ на сегодняшнее утро составили 861 млрд руб. (-24 млрд руб.), показатель чистой ликвидной позиции – минус 1,08 трлн руб. (-59 млрд руб.).

В пятницу российскому рублю не удалось закрепиться на достигнутых рубежах. Так, национальная валюта потеряла 20 коп. против доллара (до 31,09 руб.) и 19 коп. против корзины (до 35,39 руб.).

В целом всю прошлую неделю, безусловно, можно занести рубль в актив: по ее итогам национальная валюта укрепилась на 43 коп. против доллара и на 40 коп. против корзины. Вместе с тем сегодня с утра продажи рубля продолжились: на момент выхода настоящего обзора национальная валюта торговалась уже на отметке 31,33 руб. против доллара и 35,62 руб. против корзины.

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

РСХБ
S&P/Moody's/Fitch

-/Baa1/BBB

Отчетность РСХБ за 2012 г. по МСФО

Новость. В конце прошлой недели Россельхозбанк (РСХБ) представил консолидированную финансовую отчетность за 2012 год по международным стандартам.

Комментарий. Сами по себе финансовые результаты РСХБ сложно считать сильными.

Прежде всего, обращает на себя внимание тот факт, что на протяжении последних лет банк демонстрирует близкий к нулю уровень рентабельности капитала, что объясняется прежде всего существенными отчислениями в резервы. Валовый кредитный портфель банка в прошлом году рос темпами примерно на уровне сектора: +16% в корпоративном сегменте и +35% в рознице по итогам года. Вместе с тем его качество продолжило ухудшаться: к примеру, по нашим подсчетам, доля NPL с просрочкой более 180 дней выросла сразу на 4,5 п.п. до 15,6%.

Следует также заметить, что источником фондирования роста активных операций банка все больше выступают долговые ценные бумаги (облигации и векселя) – их доля в обязательствах банка за 2012 г. выросла с 32% до 38%.

Вместе с тем самостоятельные показатели деятельности РСХБ следует соотносить с государственной поддержкой, оказываемой организации на регулярной основе (в частности, через допэмиссии акций в 2011 и 2012 годах – в каждом случае в объеме 40 млрд руб.). Недавно в газете «Ведомости» также появилась информация о том, что топ-менеджмент организации и Минсельхоз просят исключить РСХБ из списка приватизации. По нашему мнению, оказываемая государством поддержка своей 100%-ной дочке существенно снижает риски для ее кредиторов.



По нашему мнению, из инструментов публичного долга РСХБ в настоящее время интересными для инвестирования можно считать лишь субординированные долларové бумаги RSHB 2021 (УТС 4,46% @ июнь 2016 г.).

Основные финансовые результаты РСХБ по МСФО, млн руб.

	2009	2010	2011	2012
Отчет о совокупном доходе				
Чистые процентные доходы	35	52	54	56
Чистые комиссионные доходы	3	3	4	6
Результат от операций с ценными бумагами	1	0	(1)	2
Результат от операций с валютой и деривативами	(6)	(2)	(5)	0
Операционные расходы	(20)	(24)	(29)	(34)
Резервы под обесценение кредитов	(13)	(29)	(23)	(27)
Чистая прибыль (убыток)	0	0	0	0
Активы				
Денежные средства и эквиваленты	95	81	134	106
Средства в банках	38	34	40	46
Ценные бумаги	38	44	119	104
Чистый кредитный портфель	584	689	904	1 071
Совокупные активы	831	931	1 284	1 429
Обязательства и капитал				
Средства ЦБ РФ	70	4	0	10
Средства прочих банков	122	102	90	126
Средства корпоративных клиентов	149	259	456	370
Средства частных клиентов	81	128	151	188
Ценные бумаги	229	267	363	464
Субординированный долг	46	47	57	55
Совокупный капитал	116	118	157	198
Ключевые коэффициенты				
Рентабельность среднего капитала (ROAE)	0,3%	0,3%	0,0%	0,1%
Рентабельность средних активов (ROAA)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Чистая процентная маржа (NIM)	4,9%	6,4%	5,1%	4,3%
Расходы/Доходы (С/Д)	56,6%	44,6%	54,6%	51,9%
Стоимость риска	2,5%	4,2%	2,6%	2,5%
Чистые кредиты/Депозиты	253,8%	178,3%	148,8%	192,1%
NPL с просрочкой более 180 дней/Кредиты	3,8%	6,1%	11,1%	15,6%
Резервы/Кредиты	4,9%	7,6%	7,7%	8,3%
Капитал/Активы	13,9%	12,6%	12,2%	13,9%
Денежные средства и эквиваленты/Активы	11,4%	8,7%	10,4%	7,4%

Источник: РСХБ, Газпромбанк

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

Кокс
S&P/Moody's/Fitch

B/B2/—

Группа «Кокс»: результаты за 2П12 и 2012 г. по МСФО. Нейтрально для котировок KOKSRU16

Новость. Группа «Кокс» опубликовала результаты за 2012 год по МСФО. Мы отмечаем осторожный оптимизм менеджмента в отношении развития ситуации на ключевых рынках кокса и чугуна. В то же время реализация инвестиционной программы (хотя и в меньших объемах, чем в 2012 г.), которая является приоритетной для компании, на наш взгляд, остается ключевым фактором, не позволяющим ожидать существенного улучшения кредитных метрик в текущем году.

Мы нейтрально относимся к выпуску KOKSRU16 на текущих уровнях доходности (8,8%, Z-спред 837 б.п., премия к CHMFRU16 – в районе 500 б.п.).

Комментарий. На фоне негативной конъюнктуры на рынках чугуна и кокса выручка Группы в 2012 г. сократилась на 18% г/г, EBITDA – на 27% г/г. Норма прибыли EBITDA сократилась на 1.7 п.п., до 13,5%. Частично компенсировать негативный эффект падения цен на продукцию



позволило снижение цен на сырье, а также существенное увеличение добычи собственного угля (+29 г/г), что позволило сократить закупки относительно более дорогого сырья у третьих лиц. В 2012 г. порядка трети потребностей Кокса в угле покрывалось за счет собственных источников.

Во втором полугодии выручка сократилась на 5%, EBITDA – на 32%, рентабельность EBITDA опустилась до 11,2% (по сравнению с 15,6% в 1П12). Наиболее существенное ухудшение произошло по сегменту железной руды и чугуна, где норма прибыли EBITDA упала втрое – с 12% до 4%. При этом рентабельность EBITDA сегмента «кокс» показала положительную динамику (+3 п.п. по 2П12 по сравнению с 1П12, до 11%).

Менеджмент поделился умеренно оптимистичным взглядом на перспективы 2013 г. Цены на чугун растут с конца прошлого года, компания ожидает продолжения этого тренда. Поддержку внутреннему спросу, в частности, должен оказать ввод новых электросталеплавильных мощностей – по комментариям представителей компании, недостаток качественного лома на рынке будет замещаться товарным чугуном. На рынке кокса компания ожидает стабильные цены в течение года.

Мы отмечаем заметное сокращение денежных потоков во 2П12. Давление на операционный денежный поток (232 млн руб. во 2П12) оказало отвлечение средств в оборотный капитал на фоне сокращения кредиторской задолженности – главным образом за счет снижения авансов, полученных от связанных сторон.

Напомним, что в 1П12 компания поменяла систему дистрибуции, сократив продажи через собственного трейдера в пользу продаж третьим сторонам – при этом существенный объем отгрузок приходится на связанные стороны (56% в выручке в 1П12 и 47% – в 2П12). В 1П12 изменения в стратегии продаж привели к положительному эффекту на денежные потоки от сокращения оборотного капитала: свободный денежный поток Кокса в 1П12 был положительным. В то же время за счет «обратного эффекта» во 2П12 в целом по году свободный денежный поток вновь оказался в зоне отрицательных значений (-2,3 млрд руб.). В 2013 г., по комментариям менеджмента в ходе конференц-звонка, оборотный капитал компании останется на текущих уровнях или незначительно вырастет.

Объем капитальных вложений Кокса в прошлом году составил 7.9 млрд руб. – в 2013 компания ожидает сокращения на 20-25% от этой суммы. Ключевыми проектами остаются угольные шахты «Бутовская» (будет запущена в 2013 г.) и «Тихова» (запуск в 2014), а также увеличение мощностей на шахте «Владимирская». Кокс ожидает роста добычи угля до 2 млн т в 2013 г. (+25% г/г), что позволит довести собственную обеспеченность углем до 42% (на основе потребностей в угле в 2012 г) – это должно обеспечить позитивный эффект в рентабельности. Денежная себестоимость добычи угля на шахте «Бутовская», по оценкам компании, составляет 40-50 долл./т, цена покупного угля – около 70 долл./т.

Соотношение «Чистый долг/EBITDA» на 31/12/12 составило 4,4х – это ниже пересмотренного в марте порога, после которого Кокс не сможет привлекать дополнительный долг в рамках условий выпуска KOKSRU16 и банковских кредитов (4,5х). По состоянию на 30.06.13 ковенанта, ограничивающая возможности по новым заимствованиям, установлена на уровне 6,5х. В целом, учитывая инвестиционную программу, имеющую высокий приоритет, мы не ожидаем, что у компании появится возможность для сокращения долговой нагрузки в 2013 г. При этом рефинансирование короткого долга (5,8 млрд руб.) не должно вызвать сложностей, учитывая внушительный размер доступных кредитных линий – 49 млрд руб. на 31/12/12.

Мы отмечаем, что у компании есть кредиторская задолженность по выплате дивидендов за 2011 г., объявленных в 1П12 – около 1,3 млрд руб. Согласно комментариям менеджмента, Кокс не планирует погашать



эту задолженность в текущем году – равно как и выплачивать дивиденды за 2012 г.

Кокс: основные финансовые показатели по МСФО, млн руб.

	2010	2011	2012	г/г	1П12	2П12	П/п, %
Выручка	44 259	55 589	45 704	-18%	23 480	22 224	-5%
ЕБИТДА	9 197	8 466	6 149	-27%	3 660	2 489	-32%
ЕБИТДА рентабельность	20,8%	15,2%	13,5%	-1,7 п.п.	15,6%	11,2%	-4,4 п.п.
Операционный денежный поток	5 657	2 392	5 455	128%	5 223	232	-96%
Капитальные вложения	-3 745	-5 823	-7 875	35%	-4 160	-3 715	-11%
Свободный денежный поток	1 912	-3 431	-2 420	-29%	1 063	-3 483	-428%
Всего активов	52 022	56 618	59 176	5%	57 496	59 176	3%
Собственный капитал	20 048	21 585	22 237	3%	21 332	22 237	4%
Совокупный долг, в том числе	21 245	25 566	27 180	6%	24 714	27 180	10%
доля краткосрочного долга	25%	19%	22%	+3 п.п.	6%	22%	+16 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	2 705	162	338	109%	370	338	-9%
Показатели							
Долг/Капитал, х	1,1	1,2	1,2	-	1,2	1,2	-
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	3,9	4,1	3,7	-	4,4	3,0	-
Чистый долг/ЕБИТДА, х	2,0	3,0	4,4	-	3,1	4,4	-
Долг/Свободный денежный поток, х	11	-7	-11	-	23	-11	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

Совкомфлот
S&P/Moody's/Fitch

BB+/Ba1/BB

Финансовые результаты Совкомфлота по МСФО 2012 – улучшение ликвидности

Новость. Совкомфлот в пятницу отчитался за 2012 по МСФО. Финансовые результаты перевозчика продолжают испытывать давление со стороны слабой динамики ставок фрахта нефти и нефтепродуктов. Объемы годовой выручки остались практически неизменными (+0,3%), ЕБИТДА снизилась на 1,3%.

Комментарий. В 4К12 выручка в тайм-чартерном эквиваленте замедлила снижение по сравнению с прошлым периодом до 5% кв/кв (-10% кв/кв в 3К12). Снижение результатов по-прежнему наблюдается в сегментах транспортировки нефти (-8%) и нефтепродуктов (-2%), в то время как сегменты СПГ и шельфового обслуживания продолжают демонстрировать более сильные данные (-1% и +5% соответственно). Показатель ЕБИТДА сократился на 23% кв/кв, при этом рентабельность ЕБИТДА снизилась в 4К12 до 25% (-7 п.п.) на фоне возросших общих и административных расходов, рост которых может носить разовый характер.

На уровне денежных потоков Группа, тем не менее, продемонстрировала довольно позитивные результаты – операционный денежный поток вырос на 70% кв/кв. до 91 млн дол., близко к рекордным показателям 2К12 (116 млн дол.). Капитальные расходы выросли при этом на более умеренные 20% кв/кв, что привело к снижению квартального оттока по FCF до -46 млн дол. (-25% кв/кв). В годовом выражении операционный денежный поток увеличился на 28%, капитальные расходы сократились на 25% (в основном за счет снижения расходов на покупку судов), что привело к улучшению годового оттока по FCF до минимума за последние три года в -154 млн дол. По данным компании, до октября 2014 г. Группе СКФ предстоит выплатить 952 млн дол. по 12 контрактам в производстве.

Текущая долговая нагрузка в отчетном периоде продолжила свой рост: соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» достигло 6,6х (6,3х по итогам 9М12, 6,04х в 2011.), покрытие процентных выплат сократилось с 3,6х (9М12) до 3,3х. Привлеченный в конце 2012 г синдицированный кредит в объеме 700 млн дол. позволил рефинансировать короткий долг, сгладив временную структуру погашений и сместив пик выплат, как и прежде, на

пятилетний горизонт. Важно также отметить, что в 4К12 Группа также продолжает поддерживать сильные позиции по ликвидности. В течение ближайших 12 месяцев компании наряду с порядка 0,5-0,6 млрд долл (оценка) инвестиций в строительство судов, предстоит погасить 316 млн долл. финансовой задолженности. При этом по итогам 2012 года на балансе компании был накоплен запас денежных средств в объеме 348 млн долл., что в совокупности с невыбранными кредитными линиями в 415 млн долл. и оценкой годового операционного потока в 450-500 млн долл. (до выплаты процентов) обеспечивают покрытие возможных потребностей в финансировании в ближайшей перспективе.

Как сообщают «Ведомости» (12/04/13), планируемую приватизацию 25% Совкомфлота было решено перенести с 2013 г на фоне сохраняющей неблагоприятной ситуации на рынке, о новых сроках пока объявлено не было. Помимо сдвигов сроков была произведена дополнительная переоценка ожидаемой выручки от реализации пакета до 350 млн долл. (осенью 2012 г. агент по приватизации Deutsche Bank снизил оценку до 500-600 млн долл., прошлые правительственные ориентиры – 800-870 млн долл.). Мы рассматриваем это как умеренно положительный момент с кредитной позиции, так как эмитент самостоятельно понизил риски ликвидности и удлинил дюрацию долгового портфеля, а перенос сроков приватизации позволит SCFRU 17 сохранить свое положение в индексах EMBI Global/ Global Diversified со 100% долей государства. В настоящее время Z-спреды SCFRU17 (-/Ba3/BB) к CHMFRU17 (BB+/Ba1/BB) и RURAIL 17 (BBB/Baa1/BBB) расширились на 30-40 б.п. до 0 б.п. и 133 б.п. соответственно. Мы не исключаем, что в случае сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры спреды могут скорректироваться к ранее наблюдаемым уровням на фоне переноса сроков приватизации.

Группа Совкомфлот, финансовые результаты по МСФО, млн долл.

	2009	2010	2011	2012	г/г
Выручка	1 222	1 313	1 439	1 443	0,3%
ЕБИТДА	550	534	463	458	-1,3%
<i>Рентабельность по ЕБИТДА</i>	45,0%	40,6%	32,2%	31,7%	-0,5 п.п.
Операционный денежный поток	414	360	265	340	28%
Капитальные вложения	438	699	659	493	-25%
Свободный денежный поток	-24	-339	-393	-154	-61%
Стоимость судов	4 758	5 230	5 460	5 563	2%
Строительство судов	504	231	335	447	34%
Всего активов	6 002	6 513	6 739	6 891	2%
Собственный капитал	3 013	3 123	3 085	3 110	1%
Финансовый долг, в том числе	2 643	2 962	3 190	3 376	6%
<i>Доля краткосрочного долга</i>	9%	8%	8%	9%	+1 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	267	443	390	348	-11%
Показатели					
Долг/Собственный капитал, х	0,88	0,95	1,03	1,09	-
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	5,46	4,69	3,16	3,19	-
Чистый финансовый долг/ЕБИТДА, х	4,3	4,7	6,0	6,6	-
Свободный денежный поток/Долг	-1%	-11%	-12%	-5%	-

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Екатерина Зиновьева
Ekaterina.Zinovyeva@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 42)

ММК: результаты за 4К12 и 2012 г. по МСФО

Новость. В пятницу ММК отчитался за 4К12 и 2012 год по МСФО. Квартальные результаты ожидаемо слабыми. При этом компания показала лучшую динамику по сравнению с другими представителями отрасли как в 4К12, так и в целом за год, благодаря растущей доле продуктов с высокой добавленной стоимостью и низкой вертикальной интеграцией, что позволило получить наибольшую выгоду от

ММК
S&P/Moody's/Fitch

-/Ba3/BB+

удешевления сырья. Снижение капитальных расходов в 2012 г. позволило ММК улучшить кредитные метрики, несмотря на негативную конъюнктуру рынков.

Мы не ожидаем эффекта на котировки рублевых облигаций ММК: наиболее ликвидная бумага ММК-18 торгуется с доходностью около 8,5% @ Декабрь 2015, премия к кривой ОФЗ около 270 б.п. При этом мы ожидаем увидеть новое предложение от компании на публичных рынках, учитывая существенный объем короткого долга.

Комментарий. В 4К12 ММК сократил производство стальной продукции на 8% в сравнении с уровнем 3К12, а в Турции – после остановки ряда производств объем выпуска уменьшился на 28%. Отметим, что, несмотря на слабость рынка, доля продукции с высокой добавленной стоимостью у российского дивизиона возросла с 35% в 3К12 до 36% в 4К12, что отчасти сгладило отрицательную динамику продаж (главный вклад здесь внесли производство толстого стального листа на фоне подъема на рынке ТБД, а также выпуск оцинкованного листа).

Выручка понизилась на 11% до 2 068 млн дол., при этом себестоимость слябов упала с 385 дол./т в 3К12 до 374 дол./т в 4К12 благодаря падению цен на сырье, а совокупная себестоимость реализации опустилась на 8%. EBITDA сократилась на 26% относительно показателя 3К12 и составила 288 млн дол., рентабельность по EBITDA понизилась до 13,9% в 4К12.

Рентабельность по EBITDA у ММК по итогам 4К12 оказалась самой высокой в секторе, что отражает хорошую динамику продаж продукции с высокой добавленной стоимостью и низкую вертикальную интеграцию компании.

Рентабельность EBITDA российского стального дивизиона составила 15,6% (по сравнению с 18,6% в 3К12), добывающего – всего 11,4% (по сравнению с 21% в 3К12). Резкое сокращение показателей рентабельности угольного дивизиона обусловлено неблагоприятными погодными условиями и снижением цен. Остановка части мощностей ММК Metalurji, а также практически полный переход на производство продукции с высокой добавленной стоимостью в регионе позволили компании заметно сократить убытки турецкого подразделения – с 31 млн дол. по EBITDA до 18 млн дол.

Прогнозы менеджмента на 1К13 близки к ожиданиям других представителей отрасли. В 1К13 объем производства вырос относительно уровня предыдущего квартала, что позитивно для компании. Толстолистовой стан 5000 работает практически на полную мощность, а производство на стане 2000 продолжает набирать обороты. Тем не менее недостаточно быстрое восстановление цен на сталь вкупе с медленным ростом цен на железную руду может оказать негативное влияние на результаты 1К13.

Существенное снижение капитальных расходов в 2012 году (-41% г/г, 681 млн дол.) позволило ММК сгенерировать более 0,5 млрд дол. свободного денежного потока, в том числе 150 млн дол. – в 4К12. Дополнительную поддержку оказало высвобождение средств из оборотного капитала (119 млн дол. в 4К12). При этом компания не платила дивидендов, а собственные средства направляла на сокращение долговой нагрузки. В терминах «Чистый долг/EBITDA» леверидж сократился с 2,9x на 31/12/11 до 2,6x на 31/12/12. В 2013 г., по комментариям компании в ходе конференц-звонка, капитальные вложения существенно не изменятся и составят 600-700 млн дол., что, при условии благоприятной ситуации на товарных рынках, создаст возможность для дальнейшего сокращения долговой нагрузки. В целом среднесрочный ориентир для ММК по уровню долговой нагрузки – в пределах 2x «Долг/EBITDA».

В 2013 г. ММК предстоит пройти пик погашений по долгу – 1,6 млрд дол. (44% всего кредитного портфеля), еще 983 млн дол. выплат приходится на 2014 год. Мы не исключаем, что ММК может в



ближайшее время последовать примеру других компаний отрасли и выйти на рынок публичного долга для того, чтобы рефинансировать выплаты текущего года.

ММК: основные финансовые показатели по МСФО, млн долл.

	2009	2010	2011	2012	г/г	3К12	4К12	кв/кв
Выручка	5 081	7 719	9 306	9 328	0%	2 319	2 068	-11%
ЕВИТДА	997	1 521	1 352	1 341	-1%	391	288	-26%
ЕВИТДА рентабельность	19,6%	19,7%	14,5%	14,4%	-0,1 п.п.	16,9%	13,9%	-3 п.п.
Операционный денежный поток	865	1 173	485	1 193	146%	21	305	1352%
Капитальные вложения	-1 613	-2 209	-1 154	-681	-41%	-160	-155	-3%
Свободный денежный поток	-748	-1 036	-669	512	-177%	-139	150	-208%
Всего активов	14 833	16 738	16 295	16 292	0%	16 058	16 292	1%
Собственный капитал	10 325	10 686	9 448	9 820	4%	9 732	9 820	1%
Совокупный долг, в том числе	2 118	3 548	4 402	3 867	-12%	3 869	3 867	0%
доля краткосрочного долга	39%	31%	30%	42%	+12 п.п.	44%	42%	-2 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	165	515	424	362	-15%	221	362	64%
Показатели								
Долг/Капитал, х	0,2	0,3	0,5	0,4	-	0,4	0,4	-
ЕВИТДА/Чистые процентные расходы, х	13	12	5	6	-	6,6	6,4	-
Чистый долг/ЕВИТДА, х	2,0	2,0	2,9	2,6	-	2,9	2,6	-
Долг/Свободный денежный поток, х	отр.	отр.	отр.	8	-	16,1	7,6	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

Наталья Шевелева
Natalia.Sheveleva@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 48)



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
15.04.13	Оферта Татфондбанк БО-5	2 000
	Оферта Первобанк БО-2	1 500
17.04.13	Уплата страховых взносов в фонды	
	Купонные выплаты по ОФЗ	1 528
	Оферта Меткомбанк (Урал), 1	2 000
	Погашение ХКФ Банк, 5	4 000
18.04.13	Оферта Мечел, 5	5 000
22.04.13	Оферта КБ Центр-инвест БО-2	1 500
	Оферта ТКС Банк БО-4	1 500
	Уплата 1/3 НДС за 1-й квартал 2013 года	
23.04.13	Погашение МТС Банк, 3	3 000
24.04.13	Купонные выплаты по ОФЗ	11 189
	Оферта Номос-Банк БО-2	5 000
	Погашение Мечел БО-3	5 000
	Погашение Первобанк БО-1	1 500
25.04.13	Оферта ГСС БО-2 и БО-3	6 000
	Уплата акцизов, НДС	
26.04.13	Оферта Связь-Банк, 4	5 000
29.04.13	Уплата налога на прибыль	
30.04.13	Оферта ЮТэйр-Финанс БО-6 и БО-7	3 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
15.04.13	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	2012
26-30.04.13	О'Кей: финансовые результаты по МСФО	2012
29.04.13-10.05.13	Магнит: неаудированные финансовые результаты по МСФО	1К13
апрель	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	2012
до 1.05.13	Газпром: финансовые результаты по МСФО	2012
май	Роснефть: финансовые результаты по МСФО	1К13
13-17.05.13	НАМК: финансовые результаты по US GAAP	1К13
14.05.13	Русал: операционные и финансовые результаты по МСФО	1К13
20.05.13	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1К13
21.05.13	X5 Retail Group: финансовые результаты по МСФО	1К13
22.05.13	Alliance oil: финансовые результаты по МСФО	1К13
12.08.13	Ростелеком: финансовые результаты по МСФО	2К13
29.08.13	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1П13
29.08.13	Евраз: финансовые результаты по МСФО	1П13
30.08.13-2.09.13	О'Кей: финансовые результаты по МСФО	1П13
4-8.11.13	НАМК: финансовые результаты по US GAAP	3К13
14.11.13	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	3К13
14.11.13	Ростелеком: финансовые результаты по МСФО	3К13

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54508

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00 доб. 54424

Дмитрий Селиванов

Редакторская группа

Павел Мишачев

+7 (495) 983 18 00 доб. 54472

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Андрей Малышенко

Виктория Шишкина

+7 (495) 983 18 00, доб. 54534

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 989 91 29

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филлипов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2013. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.