

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

Облигационный выпуск ММК, 18

Завтра ММК (-/Ваз/ВВ+) планирует провести размещение облигационного выпуска серии 18, которое пройдет в форме конкурса по определению ставки 1-го купона. Объем нового 10-летнего выпуска компании составляет 5 млрд. руб. Ориентир по ставке купона составляет 8,90-9,15 годовых, что соответствует доходности 9,10-9,36% годовых к 3-летней оферте. Привлеченные в ходе размещения средства предполагается направить на обще-корпоративные цели, в том числе на рефинансирование краткосрочного долга. Размещение пройдет в котировальном списке «Б», в дальнейшем ожидается включение бумаги в список «А1». Новый выпуск компании удовлетворяет требованиям включения в Ломбардный список ЦБ.

- ММК – одна из крупнейших российских компаний черной металлургии, замыкает топ-30 мировых производителей стали (данные WSA за 2011 г.). Основной производственный актив – Магнитогорский металлургический комбинат – представляет собой металлургический комплекс с полным производственным циклом. Кроме того, компании принадлежат металлургические активы в Турции (ММК Metalurji). ММК характеризуется невысоким уровнем вертикальной интеграции по сравнению с основными конкурентами – самообеспеченность компании по железной руде составляла 30% (до продажи Бакальского рудоуправления в августе 2012 г.), по углю – 40%. Российский рынок является ключевым для ММК (доля в отгрузках за 9М12 – 76,6%; в выручке – 72%), компания является крупнейшим производителем проката на внутреннем рынке с долей 18%.
- Мы оцениваем кредитный профиль ММК как достаточно устойчивый, компания снизила долговую нагрузку до 3.1х Долг/ЕБИТДА LTM на конец 3К12 по сравнению с 3.3х на начало года. Сокращению долговой нагрузки немало способствовал отказ компании от покупки австралийской Flinders Mines на пике цен на железную руду (под финансирование сделки ММК намеревалась привлечь кредит Сбербанка на 700 млн. долл.), а также снижение цен на сырье, что позволило компании извлечь выгоду из относительно слабой интеграции по сырью и нарастить эффективность – в 3К12 по рентабельности по ЕБИТДА (17,2%) компания обогнала основных конкурентов. Вместе с тем, уровень долга ММК все еще остается повышенным относительно других качественных металлургов, кроме того, определенное беспокойство вызывает растущая доля краткосрочного долга, которая на конец 3К12 выросла до 44,1%. На ближайшие 2 года приходится пик погашения обязательств ММК: в течение 4К12-4К13 компании предстоит рефинансировать около 1,7 млрд. долл., а за период с 4К13-4К14 – около 1,1 млрд. долл. После отчетной даты компания погасила облигационный выпуск серии БО-01, что в совокупности с размещаемым сейчас выпуском 18-й серии позволит сократить величину краткосрочного долга ММК на 19%, а его долю в структуре обязательств – до 35-36%. В целом, на наш взгляд, риски рефинансирования ММК сохраняются на приемлемом уровне.

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Параметры выпуска	
Эмитент	ОАО «ММК»
Рейтинг (S&P/M/F)	- / Ваз / ВВ+
Ломбардный список ЦБ	Соответствует требованиям к включению
Объем размещения	5 000 млн. руб.
Срок обращения	10 лет
Купонный период	182 дня
Оферта	Через 3 года @ 100%
Ориентир по купону	8,90-9,15% годовых
Ориентир по УТР	9,10-9,36% годовых
Дюрация	2,68 года
Способ размещения	Конкурс по ставке 1-го купона
Размещение на ФБ ММВБ	4 декабря 2012 г.
Организаторы	ФК «Уралсиб», ЮниКредит Банк
Технический андеррайтер	ОАО «Уралсиб»

Источник: Интерфакс, Группа ЛСР

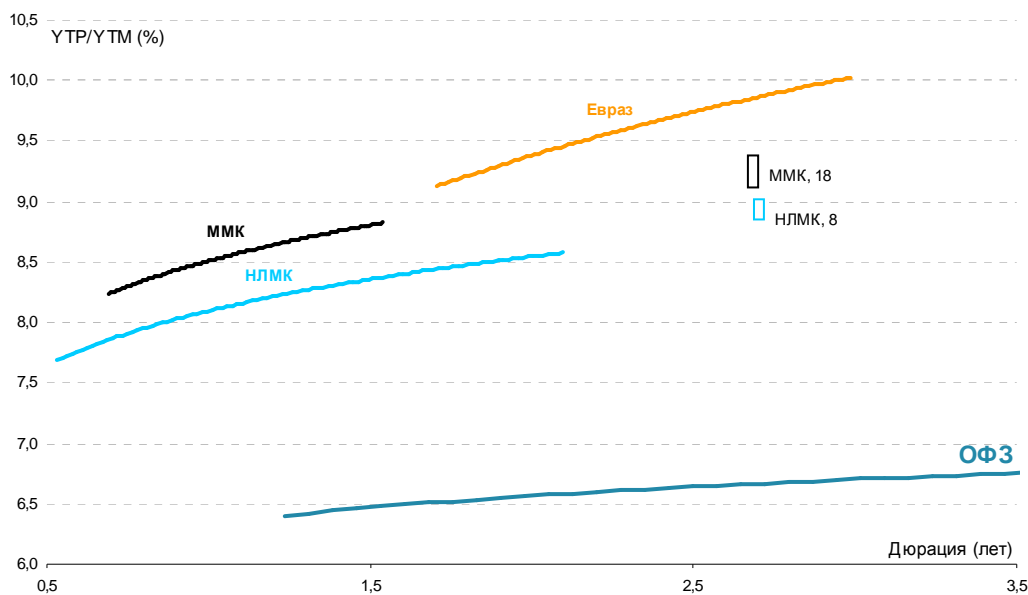
Ключевые показатели, млн. долл.	9М12	9М11	%
Выручка	7 260	7 063	2.8%
ЕБИТДА	1 060	1 133	-6.4%
Операционная прибыль	275	412	-33.3%
Чистая прибыль	47	(58)	-
Рентабельность по ЕБИТДА	14.6%	16.0%	-1.4 пп
Операционная рентабельность	3.8%	5.8%	-2.0 пп
Чистая рентабельность	0.7%	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	875	1 028	-14.9%
Чист. инвест. в оборотн. кап. (ОК)	(195)	365	-
Процентные платежи	168	153	9.8%
Чистый операцион. ден. поток	888	425	x2.1
Свободный денежный поток	362	(374)	-
млн. долл.	9М12	2011	%
Активы	16 058	16 295	-1.5%
Долг	3 867	4 395	-12.0%
доля краткосрочного долга	44.1%	30.2%	13.9 пп
Капитал	9 732	9 448	3.0%
CAPEX	526	1 162	-
CAPEX/ЕБИТДА	0.5x	0.9x	-
Долг/ЕБИТДА LTM	3.1x	3.3x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	5.9x	5.1x	-
Долг/Капитал	0.4x	0.5x	-

Источник: Отчетность ОАО «Группа ЛСР» по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Взгляд на выпуск

Макетируемый ориентир доходности размещаемого выпуска предполагает спрэд 240-270 бп к кривой ОФЗ, при этом середина маркетизируемого диапазона лежит точно на логарифмической кривой ММК. Стартовавшее в начале октября ралли в госбумагах привело к снижению доходности средних и дальних ОФЗ на 50-70 бп, что стало основной причиной расширения спрэдов корпоративных эмитентов, в том числе выпусков ММК, средний спрэд которых к ОФЗ расширился за последние 2 месяца примерно на 30 бп и сейчас превышает 220 бп. С учетом того, что нижняя граница индикативного диапазона доходности нового выпуска лежит на 10-15 бп ниже логарифмической кривой ММК, участие в размещении с точки зрения диверсификации и удлинения дюрации портфеля может быть оправдано, начиная с середины маркетизируемого диапазона доходности.

Вместе с тем, более привлекательной альтернативой ММК на первичном рынке, на наш взгляд, является новый выпуск НЛМК (BBB-/Ваа3/BBB-), который размещает облигации 8-й серии. Выпуск НЛМК, 08 (закрытие книги запланировано на 4 декабря, УТР 8.84-8.99% годовых к 3-летней оферте) предлагает спрэд 220-230 бп к ОФЗ, что по нижней границе означает премию 10 бп к логарифмической кривой НЛМК, при этом дисконт к нижней границе индикативного диапазона ММК составляет менее 30 бп, что выглядит слишком узко с учетом более сильного операционного профиля и кредитных метрик НЛМК, наличия у него инвестиционного рейтинга и перспектив более быстрого сужения спрэда к ОФЗ в случае начала фронтальной переоценки доходностей корпоративных эмитентов.

Кривые доходностей сталелитейных компаний

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

Кирилл Копелович
Константин Поспелов

kopelovich@zenit.ru
konstantin.po.spelov@zenit.ru

Управление продаж

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

Светлана Агиевец
Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов

s.agievets@zenit.ru
j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru

Аналитическое управление

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

Акции
Облигации
Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Наталья Толстошеина
Евгений Чердаков
Наталья Талейко
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

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

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Алексей Балашов
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Гюзель Айзатуллина
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

ibcm@zenit.ru

d.ruchkin@zenit.ru
a.balashov@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
g.ayzatullina@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
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. © 2011 Банк ЗЕНИТ.