

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

ММК (-/Ва3/ВВ+): нейтральные операционные результаты за 9М13, несмотря на слабый ЗК13, бумаги компании оценены справедливо

В конце прошлой недели один из крупнейших российских металлургов ММК опубликовал операционные результаты за ЗК13 и 9М13 в целом. Мы нейтрально оцениваем показатели за 9М13, тогда как результаты по итогам ЗК13 оказались довольно слабыми. Так, объем производства железорудного сырья в ЗК13 вырос на 12.4% кв/кв (до 998 тыс. тонн), тогда как производство коксующегося концентрата снизилось на 17.6% кв/кв (до 683 тыс. тонн), выпуск стали сократился на 6.7% кв/кв (до 2 874 тыс. тонн), а консолидированный выпуск товарной металлопродукции – на 7.3% кв/кв (до 2 849 тыс. тонн). В то же время, производственные итоги за 9М13 в целом, на наш взгляд, выглядят лучше в части производства конечной продукции. Так, если производство ЖРС снизилось за 9М13 на 13.2% г/г (до 2 757 тыс. тонн), коксующегося концентрата – на 13.5% г/г (до 2 181 тыс. тонн), стали – на 10.3% г/г (до 9 027 тыс. тонн), то выпуск товарной металлопродукции снизился на 5.8% г/г (до 8 978 тыс. тонн). Отметим, что снижение выпуска конечной продукции было обусловлено, в основном, сокращением производства горячекатаного проката (консолидированный объем снизился на 20.4% г/г – до 3 565 тыс. тонн), в который внесли свой вклад как снижение выпуска на основной производственной площадке, так и остановка выплавки стали на турецком предприятии ММК Metalurji из-за роста цен на сырье и электроэнергию на локальном рынке. В то же время, компания нарастила по итогам 9М13 консолидированные объемы производства высокомаржинальной (HVA-) продукции на 9.4% г/г (до 3 597 тыс. тонн), при этом рост был обусловлен результатами магнитогорской площадки (турецкие активы показали небольшое снижение производства), которая увеличила выпуск на 11.3% г/г (до 3 152 тыс. тонн). Рост производства HVA-продукции наблюдался по всем основным ассортиментным позициям, лучшую динамику показало производство оцинкованного проката и проката с полимерным покрытием, объем выпуска которых увеличился соответственно на 51% г/г (до 725 тыс. тонн) и 17% г/г (до 296 тыс. тонн).

Отметим, что по итогам 9М13 средняя цена реализации горячекатаного проката ММК снизилась на 5.2% г/г (до 548 долл./тонна), сортового проката – на 5.2% г/г (до 604 долл./тонна), холоднокатаного проката – на 13.3% г/г (до 602 долл./тонна), толстого листа – на 8.6% г/г (до 838 долл./тонна), оцинкованного проката – на 14.7% г/г (до 845 долл./тонна), проката с полимерным покрытием – на 7.3% г/г (до 1 149 долл./тонна). Мы полагаем, что сокращение темпов снижения цен по итогам 9М13 (по сравнению с 1П13) не сможет компенсировать снижение объемов выпуска продукции, в связи с чем снижение выручки за 9М13 составит более 10% г/г, тогда как улучшение продуктового микса за счет роста отгрузок HVA-продукции будет иметь определенный позитивный эффект и удержать показатель рентабельности по EBITDA компании на уровне 11-12%.

Средний спрэд 2-х наиболее длинных выпусков компании – ММК 18 (УТР 8.06/D 1.9) и ММК 19 (УТР 8.20/D 2.45) – составляет сейчас около 180 бп, сохраняя премию около 40 бп к близким по дюрации бондам НЛМК (ВВ+/Ваа3/ВВВ-), что, на наш взгляд, выглядит справедливо. Более привлекательной идеей в рамках сектора мы по-прежнему считаем бумаги Евраз (В+/Ва3/ВВ-), которые, на наш взгляд, обладают лучшими перспективами роста котировок. Так, средний спрэд к ОФЗ выпусков Евраз с дюрацией свыше 1 года составляет около 330-340 бп, что дает премию около 150-160 бп к бумагам ММК, притом, что кредитные метрики и рейтинги ММК и Евраз, в целом, сопоставимы, а окончательная интеграция бизнеса Распадской, которая ожидается в перспективе ближайших нескольких месяцев, заметно укрепит операционный профиль Евраз.

Динамика операционных показателей ММК

Производство, тыс. тонн	9М13	9М12	%
Железородное сырье	2 757	3 176	-13.2%
Концентрат коксующихся углей	2 181	2 522	-13.5%
Чугун	7 223	7 607	-5.0%
Сталь	9 027	10 068	-10.3%
Товарная металлопрод. ММК, вкл.	8 069	8 400	-3.9%
Листовой прокат г/к	3 521	4 185	-15.9%
Сортовой прокат	1 386	1 336	3.7%
Слябы и заготовка	9	47	-80.9%
HVA-продукция, в т.ч.	3 152	2 832	11.3%
Листовой прокат х/к	1 097	1 000	9.7%
Толстый лист (стан 5 000)	660	623	5.9%
Оцинкованный прокат	725	480	51.0%
Прокат с полимерн. покрыт.	296	253	17.0%
Прочее	374	476	-21.4%
Тов. металлопрод. ММК Metalurji, вкл.	490	748	-34.5%
Листовой прокат г/к	44	293	-85.0%
HVA-продукция, вкл.	445	455	-2.2%
Оцинкованный прокат	214	217	-1.4%
Прокат с полимерн. покрыт.	232	238	-2.5%
Тов. металлопрод. ММК-Метиз, вкл.	419	380	10.3%
из продукции ММК	413	375	10.1%

Производство, тыс. тонн	ЗК13	2К13	%
Железородное сырье	998	888	12.4%
Концентрат коксующихся углей	683	829	-17.6%
Чугун	2 331	2 466	-5.5%
Сталь	2 874	3 079	-6.7%
Товарная металлопрод. ММК, вкл.	2 567	2 757	-6.9%
Листовой прокат г/к	1 086	1 204	-9.8%
Сортовой прокат	471	461	2.2%
Слябы и заготовка	0.0	9.0	-
HVA-продукция, в т.ч.	1 011	1 084	-6.7%
Листовой прокат х/к	360	363	-0.8%
Толстый лист (стан 5 000)	170	244	-30.3%
Оцинкованный прокат	260	248	4.8%
Прокат с полимерн. покрыт.	97	102	-4.9%
Прочее	124	127	-2.4%
Тов. металлопрод. ММК Metalurji, вкл.	144	168	-14.3%
Листовой прокат г/к	13	15	-13.3%
HVA-продукция, вкл.	131	152	-13.8%
Оцинкованный прокат	65	73	-11.0%
Прокат с полимерн. покрыт.	66	80	-17.5%
Тов. металлопрод. ММК-Метиз, вкл.	138	147	-6.1%
из продукции ММК	136	144	-5.6%

 Источник: Данные Компании,
 расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Х5 Финанс БО-03: новый выпуск оценен справедливо и предлагает рыночную доходность по нижней границе ориентира

Сегодня книгу заявок на участие в размещении очередного биржевого выпуска открывает продуктовый ритейлер Х5 (S&P: B+/Stable), заявки будут приниматься до конца дня. Инвесторам предлагаются бумаги серии БО-03 объемом 5 млрд. руб. и сроком обращения 3 года, оферта по выпуску не предусмотрена. Заявленный организаторами ориентир по ставке купона составляет 8.90-9.10% годовых, ему соответствует доходность к погашению 9.10-9.31% годовых на дюрацию 2.69 года.

Маркетируемый диапазон доходности нового выпуска Х5 предполагает спрэд 270-290 бп к ОФЗ, то есть по нижней границе ориентира дает премию порядка 100 бп к длинным бумагам лидера сектора Магнита (S&P: BB/Stable), что, на наш взгляд, выглядит справедливо. Вместе с тем, нижняя граница прайсинга нового выпуска Х5 Финанс БО-03 соответствует текущим котировкам близкого по дюреции и размещенного всего месяц назад выпуска Х5 Финанс БО-02, который сейчас торгуется с премией 260-270 бп к ОФЗ. Таким образом, новый бонд Х5 Финанс БО-03 предлагает рыночную доходность уже по нижней границе ориентира, в то же время, участие в размещении было бы интересно, на наш взгляд, ближе к верхней границе, что дало бы премию до 20 бп к текущим котировкам.

Х5 Финанс БО-03

Основные параметры выпуска

Эмитент	ООО «Икс 5 Финанс»
Рейтинг эмитента	S&P: B+/Stable
Ломбардный список ЦБ	Соответствует требованиям
Объем выпуска	5 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Нет
Купонные выплаты	Полугодовые
Ориентир по купону	8.90-9.10% годовых
Ориентир по УТМ	9.10-9.31% годовых
Дюрация	2.69 года
Тип размещения	Букбилдинг
Заккрытие книги	28 октября 2013 г.
Размещение на ФБ ММВБ	30 октября 2013 г.
Организаторы	Альфа-Банк, Райффайзенбанк, ЮникредитБанк

Источник: Данные Cbonds, Bloomberg, Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

Трансаэро БО-03: участие в новом выпуске компании по нижней границе оправдано в случае его быстрого включения в список А1

Еще одним эмитентом, открывающим сегодня книгу на участие в размещении нового займа, является один из крупнейших авиаперевозчиков Трансаэро (NR). Объем нового биржевого бонда Трансаэро БО-03 составляет 3 млрд. руб., срок обращения – 5 лет, по займу предусмотрена оферта по номиналу через 2 года после размещения. Заявки на участие будут приниматься до конца завтрашнего дня, размещение на бирже запланировано на этот четверг (31 октября). Ориентир по ставке купона составляет 11.60-12.10%, которому соответствует доходность к оферте в диапазоне 12.12-12.66% годовых на дюреции 1.81 года.

Отметим, что компания является достаточно редким гостем на рынке публичного долга, а последний (и единственный находящийся сейчас в обращении) выпуск Трансаэро БО-01 (УТМ 11.44/D 1.27) был размещен еще в марте прошлого года. Новый займ размещается взамен погашенного на прошлой неделе классического бонда Трансаэро 01, объем которого также составлял 3 млрд. руб. Маркетируемый диапазон доходности нового выпуска Трансаэро БО-03 транслируется в спрэд к ОФЗ на уровне 590-650 бп, тогда как более короткий и достаточно ликвидный Трансаэро БО-01 торгуется со спрэдом 540-550 бп к ОФЗ. Здесь необходимо отметить, что еще в конце августа – начале сентября этого года выпуск Трансаэро БО-01 начал демонстрировать рост котировок на фоне ожиданий по включению бумаги в котировальный список А1, которое и произошло в конце сентября. В результате, цена Трансаэро БО-01, торговавшегося чуть выше номинала еще в конце августа, поднималась до 102.20 в начале октября, после чего произошла коррекция до текущей цены – около 101.50. Таким образом, инвесторам, которые рассчитывают на быстрое включение выпуска Трансаэро БО-03 в список А1 и последующее за этим расширение спроса на бумаги со стороны УК пенсионных фондов и страховых компаний, вероятно, имеет смысл участвовать в размещении, начиная с нижней границы диапазона. Для тех же, кто не рассчитывает на быстрое включение бумаги в А1, более оправданным выглядит участие, начиная с середины маркетируемого диапазона, что даст адекватную компенсацию за более длинную дюрецию и, вероятно, меньшую ликвидность по сравнению с Трансаэро БО-01.

Трансаэро БО-03

Основные параметры выпуска

Эмитент	ОАО «АК «Трансаэро»
Рейтинг (S&P/MF)	Нет
Ломбардный список ЦБ	Нет
Объем	3 000 млн. руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	Через 2 года @ 100%
Купонные выплаты	Квартальные
Ориентир по купону	11.60-12.10% годовых
Ориентир по УТР	12.12-12.66% годовых
Дюрация	1.81 года
Тип размещения	Букбилдинг
Заккрытие книги	29 октября 2013 г.
Размещение на ФБ ММВБ	31 октября 2013 г.
Организаторы	Банк «Открытие»/Номос-Банк Промсвязьбанк, Банк БФА
Андеррайтер	Банк «Открытие»

Источник: Данные Организаторов, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

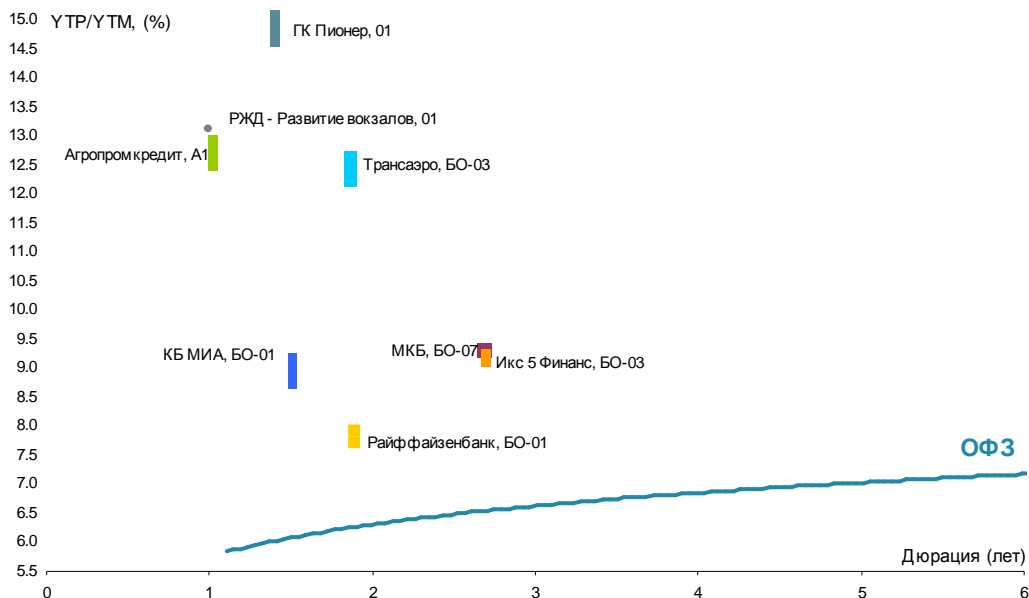
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Домашние деньги, БО-01	NR	нет	1 000	18.81-19.91	25.10.2013	29.10.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
УК Квартстрой, 01	B- / - / -	да	1 500	15.56-16.64	25.10.2013	29.10.2013	нет / 2.51 г.	нет / 3 г.
Райффайзенбанк, БО-01	BBB / Baa3 / BBB+	да	10 000	7.69-7.90	25.10.2013	29.10.2013	нет / 1.89 г.	2 г. / 5 лет
МКБ, БО-07	BB- / B1 / BB-	да	5 000	9.31	23.10.2013	30.10.2013	нет / 2.68 г.	3 г. / 5 лет
Икс 5 Финанс, БО-03	B+ / - / -	да	5 000	9.10-9.31	28.10.2013	30.10.2013	нет / 2.69 г.	нет / 3 г.
ГК Пионер, 01	B- / - / -	да	2 000	14.49-15.03	28.10.2013	30.10.2013	нет / 1.40 г.	1.5 г. / 3 г.
Трансфин-М, БО-19	NR	нет	1 000	н/д	28.10.2013	30.10.2013	н/д	нет / 3 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-01	NR	нет	1 000	н/д	Конкурс	30.10.2013	н/д	нет / 3 г.
Трансаэро, БО-03	NR	нет	3 000	12.12-12.66	29.10.2013	31.10.2013	нет / 1.81 г.	2 г. / 5 лет
КБ МИА, БО-01	- / Baa2 / -	да	1 500	8.68-9.20	01.11.2013	06.11.2013	нет / 1.44 г.	1.5 г. / 3 г.
Агропромкредит, А1	- / B2 / -	да	1 500	12.36-12.89	XX.11.2013	XX.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

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
РЖД - Развитие вокзалов, 01	NR	нет	250	н/д / 100%	н/д	13.10	25.10.2013	нет / 1 г.
Банк Петрокоммерц, 09	B+ / B1 / -	да	5 000	2.0 / 100%	9.15-9.46	9.15	24.10.2013	нет / 1.43 г.
МКБ, БО-06	BB- / B1 / BB-	да	5 000	2.0 / 100%	9.10-9.41	9.15	24.10.2013	нет / 1.87 г.
Альфа-Банк, БО-04	BB+ / Baa1 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	8.16-8.68	8.42	24.10.2013	нет / 2.71 г.
Газпромбанк, БО-07	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	7.85-8.00	7.85	22.10.2013	нет / 1.44 г.
Банк ЗЕНИТ, 11	- / Baa3 / B+	да	5 000	н/д / 100%	8.16-8.42	8.32	22.10.2013	нет / 1 г.
Инвестпро, 03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	12.63	22.10.2013	нет / 2.69 г.
КБ Дельта Кредит, БО-05	BBB+ / Baa3 / -	да	5 000	н/д / 100%	8.47-8.68	8.58	21.10.2013	нет / 2.71 г.
ФСК ЕЭС, 29	BBB / Baa3 / -	да	20 000	н/д / 100%	н/д	Купон: 7.10	21.10.2013	н/д
Банк Союз, 06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	11.04-11.57	11.30	17.10.2013	нет / 1 г.



Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	- / B1 / -	102.10	8.52	1.28	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		102.12	8.51	1.28	
ГЕОТЕК Сейсморазведка, 01	В / - / -	-	10.78*	2.64*	Дебютный выпуск лидера российского рынка нефтесервисных услуг в сегменте сейсморазведки, более 200 бп премии к бумагам БК Евразия
ГТЛК, 01	ВВ- / - / -	101.80	9.24	2.02	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с участием на рынке
ГТЛК, 02		101.65	9.24	2.03	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / B2 / В+	101.27	8.85	1.33	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 100 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		100.60	9.26	1.26	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	100.60	10.18	1.16	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет 30-40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 80-180 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.73	11.22	2.23	Дополнительные 80 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 180 бп при аналогичных кредитных рейтингах

*показатели на размещении по цене 100%

Данные в таблице по состоянию на 25.10.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa2 / BBB	106.96	3.83	3.17	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая 70-100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		107.73	4.33	3.82	
VTB'18 (6.875)		110.03	4.43	3.94	
VTB'20		107.60	5.23	5.73	
RCCF'17	В+ / B2 / В	99.04	8.16	2.32	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	ВВ+ / Ba3 / ВВ+	106.41	5.87	4.52	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию около 140 бп к старшему и более короткому выпуску GPBRU'17 и имеет потенциал сужения спреда на уровне не менее 50 бп
RSNB'21 (sub)	- / Ba3 / ВВ+	102.24	5.06	2.38	Выпуск интересен за счет относительно небольшой дюрации и широкой премии (порядка 200 бп) к собственным старшим выпускам
FESHRU'18	ВВ- / - / В+	90.72	10.65	3.67	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спредом свыше 800 бп к суверенной кривой
FESHRU'20		90.57	10.80	4.78	
EVRAZ'18	В+ / B1 / ВВ-	100.15	6.71	3.95	Спреды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 120 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали
EVRAZ'18 (9.5)		110.02	6.87	3.79	

Данные в таблице по состоянию на 25.10.2013

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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Андрей Пашкевич	a.pashkevich@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.