

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

ММК (-/Ваз/ВВ+): нейтральные операционные результаты по итогам 2013 г., бумаги компании оценены справедливо

Вчера ММК опубликовал операционные результаты за 4К13 и 2013 г. в целом. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, по итогам 4К13 компания показала весьма умеренный рост производства кв/кв, увеличив выплавку стали на 1.4% кв/кв (до 2.9 млн. тонн), тогда как общее производство металлопродукции также выросло на 1.4% кв/кв (до 2.9 млн. тонн). С учетом достаточно номинального роста, можно констатировать, что в 4К13 компания сохранила объемы выпуска в целом на уровне слабого 3К13, по итогам которого ММК показал наибольшее снижение производства относительно пиковых показателей 2К13. В то же время отметим, что в 4К13 опережающими темпами рос выпуск высокомаржинальной продукции (на 3.2% кв/кв – до 1 млн. тонн), при этом сокращение производства сортового проката (на 9.1% кв/кв) и проката с полимерным покрытием (на 8% кв/кв) было компенсировано ростом отгрузок листового проката (холоднокатаного – на 14.2% кв/кв, горячекатаного – на 4% кв/кв).

По итогам же всего 2013 г. можно отметить, что негативная динамика 2П13, в конечном счете, перевесила достигнутый по итогам 1П13 рост производства. В результате, выпуск стали ММК в 2013 г. снизился на 8.4% г/г (до 11.9 млн. тонн), тогда как общий выпуск металлургической продукции снизился на 4.5% г/г. Такая динамика была во многом обусловлена результатами турецкого предприятия, на котором выплавка стали была оставлена еще в конце 2012 г., что также повлекло почти полную остановку производства горячекатаного листа в 2013 г (снижение на 80.1% г/г). Однако определяющий вклад внесло снижение объемов производства горячекатаного листа на магнитогорской площадке (на 14.8% г/г), в целом же объем выпуска этого вида продукции в 2013 г. сократился на 18.2% г/г (до 4.7 млн. тонн). Это снижение не удалось в полной мере компенсировать за счет наращивания в 2013 г. объемов выпуска сортового проката (на 4.3% г/г – до 1.8 млн. тонн), а также высокомаржинальной продукции, общее производство которой росло высокими темпами (на 9.4% г/г – до 4.8 млн. тонн). Среди высокомаржинальных продуктов, лучшие темпы показал выпуск оцинкованного проката (рост отгрузок почти в 1.5 раза г/г), прокат с полимерным покрытием (рост на 13.1% г/г) и холоднокатаный прокат (рост на 10.5% г/г).

Ценовая конъюнктура в 2013 г. продолжала оставаться довольно безрадостной, усугубляя снижение объемов производства. Так, в 2013 г. средняя цена отгрузок с магнитогорской площадки снизилась для сортового и горячекатаного проката на 6-7% г/г, тогда как средняя цена отгрузок для высокомаржинальной продукции упала на 11.5% г/г, причем сильнее всего упали цены на ключевые для компании виды продукции – толстый лист (на 12.5% г/г), холоднокатаный прокат (на 13% г/г) и оцинкованный прокат (на 14.2% г/г). С учетом динамики производства и цен в 2013 г., мы полагаем, что по итогам прошлого года снижение выручки ММК составит порядка 12-14% г/г, тогда как улучшение продуктового микса, вероятно, позволит удержать показатель рентабельности по EBITDA компании на уровне 12%.

Динамика операционных показателей ММК

Производство, тыс. тонн	2013	2012	%
Железородное сырье	3 723	4 153	-10.4%
Концентрат коксующих углей	2 858	3 325	-14.0%
Чугун	9 586	10 121	-5.3%
Сталь	11 941	13 037	-8.4%
Товарная металлопрод. ММК, вкл.	10 667	11 029	-3.3%
Листовой прокат г/к	4 647	5 453	-14.8%
Сортовой прокат	1 814	1 739	4.3%
Слябы и заготовка	9	48	-81.3%
HVA-продукция, в т.ч.	4 197	3 789	10.8%
Листовой прокат х/к	1 509	1 366	10.5%
Толстый лист (стан 5 000)	843	799	5.5%
Оцинкованный прокат	978	672	45.5%
Прокат с полимерн. покрыт.	372	329	13.1%
Прочее	495	623	-20.5%
Тов. металлопрод. ММК Metalurji, вкл.	664	901	-26.3%
Листовой прокат г/к	60	302	-80.1%
HVA-продукция, вкл.	604	599	0.8%
Оцинкованный прокат	294	274	7.3%
Прокат с полимерн. покрыт.	311	324	-4.0%
Тов. металлопрод. ММК-Метиз, вкл. из продукции ММК	535	494	8.3%
	527	487	8.2%

Производство, тыс. тонн	4К13	3К13	%
Железородное сырье	966	998	-3.2%
Концентрат коксующих углей	677	683	-0.9%
Чугун	2 364	2 331	1.4%
Сталь	2 913	2 874	1.4%
Товарная металлопрод. ММК, вкл.	2 599	2 567	1.2%
Листовой прокат г/к	1 127	1 086	3.8%
Сортовой прокат	428	471	-9.1%
Слябы и заготовка	0.0	0.0	-
HVA-продукция, в т.ч.	1 043	1 011	3.2%
Листовой прокат х/к	411	360	14.2%
Толстый лист (стан 5 000)	183	170	7.6%
Оцинкованный прокат	253	260	-2.7%
Прокат с полимерн. покрыт.	76	97	-21.6%
Прочее	120	124	-3.2%
Тов. металлопрод. ММК Metalurji, вкл.	175	144	21.5%
Листовой прокат г/к	16	13	23.1%
HVA-продукция, вкл.	159	131	21.4%
Оцинкованный прокат	80	65	23.1%
Прокат с полимерн. покрыт.	79	66	19.7%
Тов. металлопрод. ММК-Метиз, вкл. из продукции ММК	116	138	-15.9%
	114	136	-16.2%

 Источник: Данные Компании,
 расчеты Банка ЗЕНИТ

Спрэд 2-х наиболее длинных выпусков ММК составляет сейчас 130-140 бп к ОФЗ, сохраняя 20-30 бп премии к близким по дюрации облигационным выпускам НЛМК (BB+/Baa3/BBB-), что, на наш взгляд, говорит об отсутствии потенциала дальнейшего сужения спреда этих бумаг. Более привлекательной идеей в рамках сектора мы по-прежнему считаем бумаги Евраза (B+/Ba3/BB-), которые, на наш взгляд, обладают лучшими перспективами роста котировок. Так, средний спрэд к ОФЗ выпусков Евраза с дюрацией свыше 1.5 лет составляет около 320 бп, что дает премию не менее 170 бп к бумагам ММК. Такая премия, на наш взгляд, является достаточно щедрой компенсацией за более слабые кредитные метрики Евраза по сравнению с ММК, притом что кредитные рейтинги обеих компаний сопоставимы, а интеграция бизнеса Распадской, в перспективе, укрепит операционный профиль Евраза. С точки зрения предлагаемой доходности, в качестве промежуточного варианта между Евразом и ММК, также можно отметить облигации Металлоинвеста (BB-/Ba2/BB-). Бумаги компании торгуются со спрэдом около 190 бп к ОФЗ, то есть с вполне заметной премией в 50 бп к ММК, притом что, с точки зрения кредитных метрик, разница между компаниями малоощутима.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

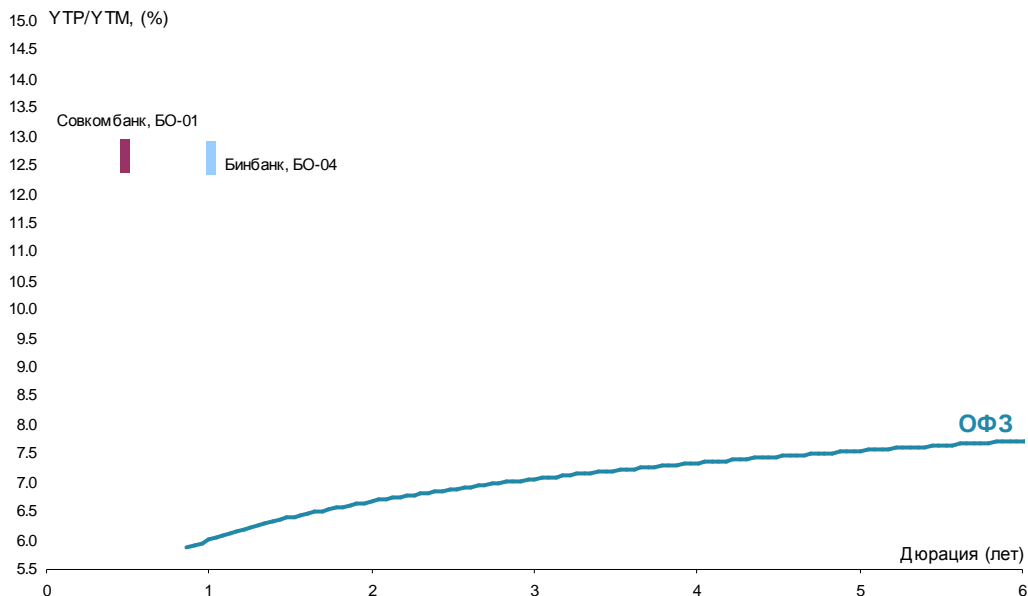
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д	07.02.2014	12.02.2014	н/д	н/д / 5 лет
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	12.36-12.89	11.02.2014	13.02.2014	нет / 0.50 г.	0.5 г. / 5 лет
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	12.36-12.89	12.02.2014	14.02.2014	нет / 1 г.	1 г. / 6 лет
Роснефть, БО-01	BBB / Aaa1 / BBB-	да	15 000	н/д	13.02.2014	18.02.2014	н/д	н/д / 10 лет
Роснефть, БО-07	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д	13.02.2014	18.02.2014	н/д	н/д / 10 лет

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
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рисланд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Aaa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
Роснефть, БО-06	BBB / Aaa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
РЖД, БО-10	BBB / Aaa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	18.12.2013	н/д
ЛК Уралсиб, БО-14	- / - / B+	да	1 000	н/д / 100%	Конкурс	9.31	16.12.2013	нет / 2.66 г.
ФСК, 30	BBB / Aaa3 / BBB	да	10 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	13.12.2013	н/д
ФСК, 34	BBB / Aaa3 / BBB	да	15 000	0.9 / 93.3%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	13.12.2013	н/д
ОВК Финанс, 01	NR	нет	15 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 8.70	04.12.2013	н/д
Внешэкономбанк, 31	BBB / Aaa1 / BBB	да	20 000	0.4 / 37.5%	8.62	8.62	03.12.2013	нет / 5.36 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
Количественный анализ
Акции

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
evgenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

ibcm@zenit.ru

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.