

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

ММК (-/Ва3/ВВ+): хороший операционный отчет по итогам 1П14, бумаги компании индикативно торгуются на уровне выпусков НЛМК

Вчера ММК опубликовал операционные результаты за 2К14, а также 1П14 в целом. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. Во 2К14 наблюдался рост объемов выпуска металлургической продукции на всех промплощадках (в общем – на 10.6% кв/кв), что также сопровождалось повышением отпускных цен кв/кв на весь выпускаемый ассортимент. В 1П14 производство металлургической продукции выросло на 5.7% г/г (до 6.48 млн. тонн), при этом выпуск высокомаржинальной продукции показал нулевую динамику г/г, сохранившись на уровне 2.45 млн. тонн. Отметим, что рост производства в 1П14 был полностью обеспечен за счет выпуска ММК, которое увеличилось на 6.9% г/г (до 5.88 млн. тонн), тогда как выпуск и на ММК-Метиз, и на турецких мощностях снизился г/г (на 6% и 3.5% соответственно). Рост производства на основной площадке ММК был обеспечен за счет увеличения объемов горячего проката на 13.1% г/г (до 2.75 млн. тонн), тогда как производство высокомаржинальной продукции сохранилось на уровне прошлого года, составив 2.15 млн. тонн. В рамках этого сегмента снижение объемов выпуска толстого листа (на 15.5% г/г, до 414 тыс. тонн) из-за снижения спроса на ТБД компенсировало сопоставимое по масштабам увеличение выпуска оцинкованного проката (на 15.3% г/г, до 536 тыс. тонн). В горнорудном сегменте ситуация по итогам 1П14 продолжает оставаться непростой. Так, производство ЖРС сократилось на 6% г/г (до 1 653 тыс. тонн), а коксующегося концентрата – на 7.6% г/г (до 1 384 тыс. тонн).

Несмотря на наметавшееся восстановление цен на металлопродукцию во 2К12, цены в 1П14 по-прежнему оставались ниже уровня прошлого года. Так, средняя цена 1 тонны продукции ММК по всем отгрузкам в 1П14 снизилась на 10.3% г/г (до 585 долл.), при этом средняя цена на сортовой прокат снизилась на 12% г/г (до 530 долл./тонна), на горячекатаный прокат – на 6% г/г (до 514 долл./тонна). Снижение цен на высокомаржинальную продукцию составило 11.2% г/г (до 706 долл./тонна), наибольшее сокращение коснулось цен на толстый лист, где цены упали на 22% (до 674 долл./тонна). Отметим, что на динамику долларовых цен на продукцию ММК сильно повлияло ослабление рубля в 1П14 (по данным Bloomberg – на 12.7% г/г), учитывая, что на экспорт идет лишь около 20% всего производства. Принимая во внимания операционные результаты ММК и динамику цен в 1П14, а также отчет по финансам за 1К14, мы полагаем, что снижение выручки комбината в 1П14 может составить 7-10% г/г, тогда как рентабельность по EBITDA может составить 14-15%.

На публичном рынке сейчас осталось лишь 2 выпуска компании (ММК 18, ММК 19) номиналом по 5 млрд. руб., а спрэд выпусков к ОФЗ заметно сузился в связи с опережающим ростом доходностей суверенных бумаг из-за украинского кризиса и связанного с ним ужесточения западных санкций. Так, средний спрэд последних крупных сделок по выпускам ММК составляет около 70 бп, что примерно совпадает с аналогичным показателем по выпускам НЛМК (за вычетом тех бумаг, где совсем нет активности), что, на наш взгляд, не добавляет привлекательности облигациям ММК.

Динамика операционных показателей ММК

Производство, тыс. тонн	1П14	1П13	%
Железородное сырье	1 653	1 759	-6.0%
Концентрат коксующихся углей	1 384	1 498	-7.6%
Чугун	5 175	4 892	5.8%
Сталь	6 578	6 154	6.9%
Товарная металлопрод. ММК, вкл.	5 878	5 501	6.9%
Листовой прокат г/к	2 753	2 435	13.1%
Сортовой прокат	914	915	-0.1%
Слябы и заготовка	66	9	x7.3
НВА-продукция, в т.ч.	2 145	2 143	0.1%
Листовой прокат х/к	749	738	1.5%
Толстый лист (стан 5 000)	414	490	-15.5%
Оцинкованный прокат	536	465	15.3%
Прокат с полимерн. покрыт.	193	199	-3.0%
Прочее	253	251	0.8%
Тов. металлопрод. ММК Metalurj, вкл.	334	346	-3.5%
Листовой прокат г/к	28	31	-9.7%
НВА-продукция, вкл.	306	315	-2.9%
Оцинкованный прокат	195	149	30.9%
Прокат с полимерн. покрыт.	110	166	-33.7%
Тов. металлопрод. ММК-Метиз, вкл.	264	281	-6.0%
из продукции ММК	260	277	-6.1%

Производство, тыс. тонн	2К14	1К14	%
Железородное сырье	848	805	5.3%
Концентрат коксующихся углей	672	712	-5.6%
Чугун	2 571	2 604	-1.3%
Сталь	3 390	3 188	6.3%
Товарная металлопрод. ММК, вкл.	3 056	2 822	8.3%
Листовой прокат г/к	1 413	1 340	5.4%
Сортовой прокат	465	449	3.6%
Слябы и заготовка	59	7	x8.4
НВА-продукция, в т.ч.	1 120	1 025	9.3%
Листовой прокат х/к	383	366	4.6%
Толстый лист (стан 5 000)	217	197	10.2%
Оцинкованный прокат	297	239	24.3%
Прокат с полимерн. покрыт.	98	96	2.1%
Прочее	125	127	-1.6%
Тов. металлопрод. ММК Metalurj, вкл.	185	149	24.2%
Листовой прокат г/к	16	12	33.3%
НВА-продукция, вкл.	168	137	22.6%
Оцинкованный прокат	103	92	12.0%
Прокат с полимерн. покрыт.	65	45	44.4%
Тов. металлопрод. ММК-Метиз, вкл.	145	119	21.8%
из продукции ММК	143	117	22.2%

 Источник: Данные Компании,
 расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdaikov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru**Черкизово (Moody's: B2/Stable): сильный операционный отчет за 1П14, однако бумаги компании малоликвидны и не вызывают интереса**

Вчера Группа «Черкизово» опубликовала операционные результаты за 2К14 и 1П14. Мы оцениваем раскрытые показатели как сильные. Так, в 1П14 Черкизово показало рост продаж по всем операционным сегментам (хотя в мясопереработке он и был достаточно номинальным), а рублевые цены реализации ладе превысили докризисный уровень двухлетней давности. Рост продаж в сегменте птицеводства по итогам 1П14 составил 24.6% г/г (до 205.8 тыс. тонн), при этом средняя рублевая цена реализации выросла на 6.4% г/г (до 81.53 руб./кг – здесь и далее без НДС), а ее долларовой эквивалент снизился на 5.7% г/г (до 2.33 долл./кг) из-за ослабления курса рубля г/г в течение 1П14. В свиноводстве объем продаж вырос на 16% г/г и достиг 81.3 тыс. тонн, что тоже является неплохим результатом, поскольку это рост на фоне высокой базы прошлого года. В 2013 г., напомним, объемы реализации свинины выросли на 51.7% г/г, а в 1П13 продажи выросли на 50% г/г. Высокие темпы роста результатов сегмента в 2013 г. были обусловлены, с одной стороны, выходом свиноводческих комплексов на полную мощность, а с другой – желанием Группы компенсировать потерю выручки и повысить маржу на фоне сильного сокращения цен на свиней, триггером для которого стало вступление России в ВТО в августе 2012 г. В то же время, еще более значимым событием стал рост цен на свинину. Устойчивое восстановление цен на живых свиней началось еще во 2П13, а с начала 2014 г. новый импульс росту цен придал введенный Роспотребнадзором запрет на импорт живых свиней и свиноводческой продукции из стран ЕС в связи со вспышками африканской чумы свиней, зафиксированный в Литве и Польше. В результате, средняя цена реализации Черкизово в сегменте свиноводства в 1П14 выросла на 49.8% г/г (до 88.72 руб./кг), в долларах рост составил 33% г/г (до 2.54 долл./кг). Сегмент мясопереработки не показал какой-то впечатляющей динамики объемов продаж (рост был номинальным – на уровне 1.3% г/г), что, впрочем, было вполне ожидаемо. Зато средняя рублевая цена реализации выросла на 10.1% г/г (до 160.8 руб./кг), вплотную приблизившись к докризисным темпам повышения цен. В долларах средняя цена продукции мясопереработки снизилась на 2.3% г/г (до 4.6 долл./кг). Согласно нашим оценкам, рост продаж и повышение отпускных цен в сегменте свиноводства обеспечат рост долларовой выручки сегмента более чем в 1.5 раза г/г, а в целом по Группе выручка в долларах покажет рост на 16.8% г/г. В то же время, рост EBITDA будет поддержан как фактором увеличения выручки, так удешевление стоимости комбикормов ввиду неплохого урожая прошлого года и еще более позитивных ожиданий относительно урожая текущего года. В связи с этим, темпы роста EBITDA, вероятно, сохраняться на уровне 1К14, то есть прибыль может вырасти в 2-2.5 раза г/г.

Внутренний долговой рынок находится под давлением очередного обострения украинского кризиса и ужесточения западных санкций, что сильно ограничивает ликвидность корпоративных бумаг, а также ведет к сужению спреда бумаг к ОФЗ из-за опережающего репрайсинга суверенной кривой. Так, последние крупные сделки в единственном выпуске компании Черкизово БО-04 проходили со спрэдом около 180 бп к суверенной кривой, что на 50-70 бп ниже докризисных уровней, а дисконт к близкому по дюрации Мираторг БО-03 также сузился примерно до 140 бп, хотя ранее достигал 200-220 бп. С учетом предлагаемого Черкизово спрэда, на наш взгляд, более привлекательной альтернативой в потребительском сегменте являются выпуски продуктовых ритейлеров 2-го эшелона, где можно попробовать (с учетом текущей ограниченной ликвидности рынка) получить такой же или даже более широкий, по сравнению с Черкизово, спред.

Динамика операционных показателей Группы «Черкизово» в 1П14

	1П14	1П13	%г
Птицеводство			
Объем продаж, тыс. тонн	205.8	165.1	24.6%
Ср. цена реализации, руб./кг*	81.53	76.62	6.4%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.33	2.47	-5.7%
Свиноводство			
Объем продаж, тыс. тонн	81.3	70.1	16.0%
Ср. цена реализации, руб./кг*	88.72	59.24	49.8%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.54	1.91	33.0%
Мясопереработка			
Объем продаж, тыс. тонн	64.0	63.2	1.3%
Ср. цена реализации, руб./кг*	160.80	146.08	10.1%
Ср. цена реализации, долл./кг*	4.6	4.71	-2.3%

* - цены без учета НДС

Источник: Данные Компании,
расчеты Банка ЗЕНИТ

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/ Погашения
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	12.89-13.42	28.07.2014	30.07.2014	нет / 2.58 г	нет / 3 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д	28.07.2014	30.07.2014	да / н/д	9 мес. / 10 л
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	12.60	29.07.2014	31.07.2014	нет / 0.88 г	11 мес. / 4

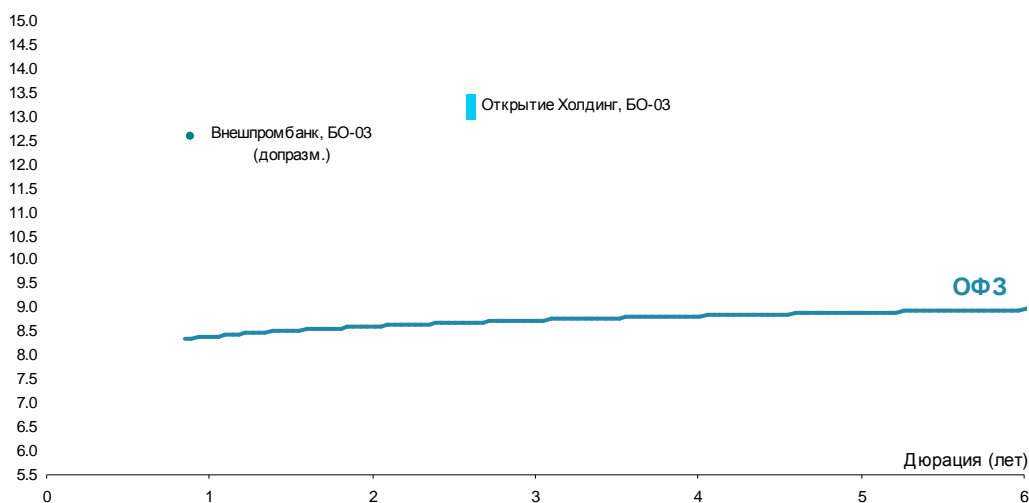
Цветом выделены в выпуски, по которым идет сбор заявок

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
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, 03	B+ / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.63-12.89	12.68	20.06.2014	нет / 0.5 г
Т-Генерация, 01	NR	нет	1 150	н/д / 100%	н/д	12.36	20.06.2014	нет / 3.89 г

УТР/УТМ, (%)



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
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@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
Кредитный 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
	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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.