

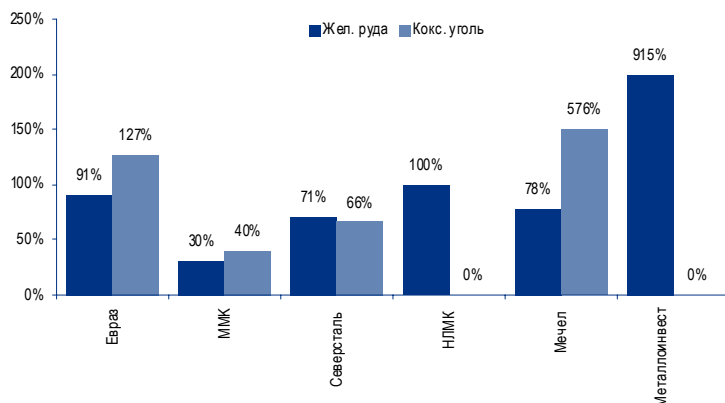
РАЗМЕЩЕНИЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА СУММУ 10 МЛРД РУБ.

Размещаемые бумаги – один из зарегистрированных в октябре выпусков коммерческих облигаций на общую сумму 50 млрд руб. После размещения выпуска программа компании будет выполнена наполовину.

S&P повышает прогноз по рейтингу. Вчера агентство S&P объявило, что повысило прогноз по рейтингу НЛМК (BBB-) с «негативного до стабильного» в связи с улучшением операционных показателей компании. НЛМК всегда проводил весьма консервативную финансовую политику, и, прежде чем повысить прогноз, агентство, похоже, лишь хотело окончательно убедиться, что компания улучшила ситуацию с формированием денежных потоков, а финансовые показатели поднялись с минимумов, на которых оказались во время кризиса. В целом мы считаем, что с учетом низкой долговой нагрузки и традиционно высокой рентабельности НЛМК давно заслужил рейтинг инвестиционного уровня по версии всех рейтинговых агентств. Все агентства неизменно называют циклический характер металлургического бизнеса как основной риск компаний отрасли, но лучшим ответом на это со стороны НЛМК можно считать именно консервативную финансовую политику и отличную ситуацию с ликвидностью.

Мы ожидаем высоких показателей по итогам IV квартала 2009 г. С середины 2009 г. мощности НЛМК загружены почти на 100%, а самообеспеченность железной рудой способствует повышению конкурентоспособности компании в условиях роста цен на сырье. В IV квартале 2009 г. основными негативными факторами российского металлургического сектора выступали сезонная стагнация внутреннего спроса и высокие цены на коксующийся уголь, но НЛМК ориентирован преимущественно на экспортные рынки – на долю экспорта приходится около 60% продаж сталелитейной продукции. Исходя из этого, мы ожидаем, что показатели IV квартала 2009 г. будут лишь незначительно хуже, чем в благополучном III квартале. Согласно нашему прогнозу, по итогам IV квартала 2009 г. НЛМК покажет чистую выручку в размере 1,67 млрд долл., что немногим ниже показателя III квартала, составившего 1,74 млрд долл. EBITDA прогнозируется на уровне 413 млн долл, из чего следует рентабельность по EBITDA на уровне 24,6% против 28,3% в III квартале. Исходя из этого продажи НЛМК по итогам 2009 г. составят 6 млрд долл., EBITDA – 1,33 млрд долл., из чего следует наш прогноз рентабельности по EBITDA, равный 22,5% – как раз в середине представленного в октябре прогнозного диапазона компании – 20–25%.

Самообеспеченность сырьем
Российские металлургические компании, 2010 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Параметры нового выпуска

Эмитент	ОАО "НЛМК"
Кредитные рейтинги эмитента	BBB-/Ba1/BB+
Серия	CP-6
Размер выпуска	10 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	отсутствует
Тип размещения	книга заявок
Размещение на ММВБ	9 марта 2010 г.
Ориентир по купону	8.25-8.75%

Основные результаты НЛМК

Финансовые показатели по US GAAP, млн долл.

	I кв 09	9 мес.09	2009П
Выручка	2 586,3	4 325,3	6 000,0
Валовая прибыль	693,7	1 303,9	
ЕБИТДА	427,3	917,0	1 330,0
ЕБИТ	204,6	544,5	
Чистая прибыль	(320,2)	(175,1)	
Активы	12 339,4	12 450,1	
Основные средства	6 611,6	7 025,7	
Краткосрочный долг	1 126,0	957,4	550,0
Долгосрочный долг	1 668,4	1 571,2	1 500,0
Долг	2 794,4	2 528,6	2 050,0
Собственный капитал	7 996,7	8 393,0	
Валовая рентабельность	26,8	30,1	
Рент-сть EBITDA	16,5	21,2	22,2
Рент EBIT	7,9	12,6	
Чистая рент-сть	(12,4)	(4,0)	
Долг/EBITDA	3,27	2,07	1,54
Чистый долг/EBITDA	1,41	0,73	0,68
EBITDA/Проц. платежи	4,2	7,0	
Долг/Капитал	0,35	0,30	
Долг/Активы	0,23	0,20	
Кр. Долг/Долг, %	40,3	37,9	26,8
Коеф. текущ. ликвидности	1,8	1,9	
Ден. ср-ва/кратк. долг	1,4	1,7	2,1
Опреац. ден. поток	927,2	1 251,1	
Инвестиц. ден. поток	(1 324,2)	(1 273,9)	
Ден. поток предприятия	(159,2)	(480,2)	
Свободн. ден. поток	(397,1)	(22,8)	

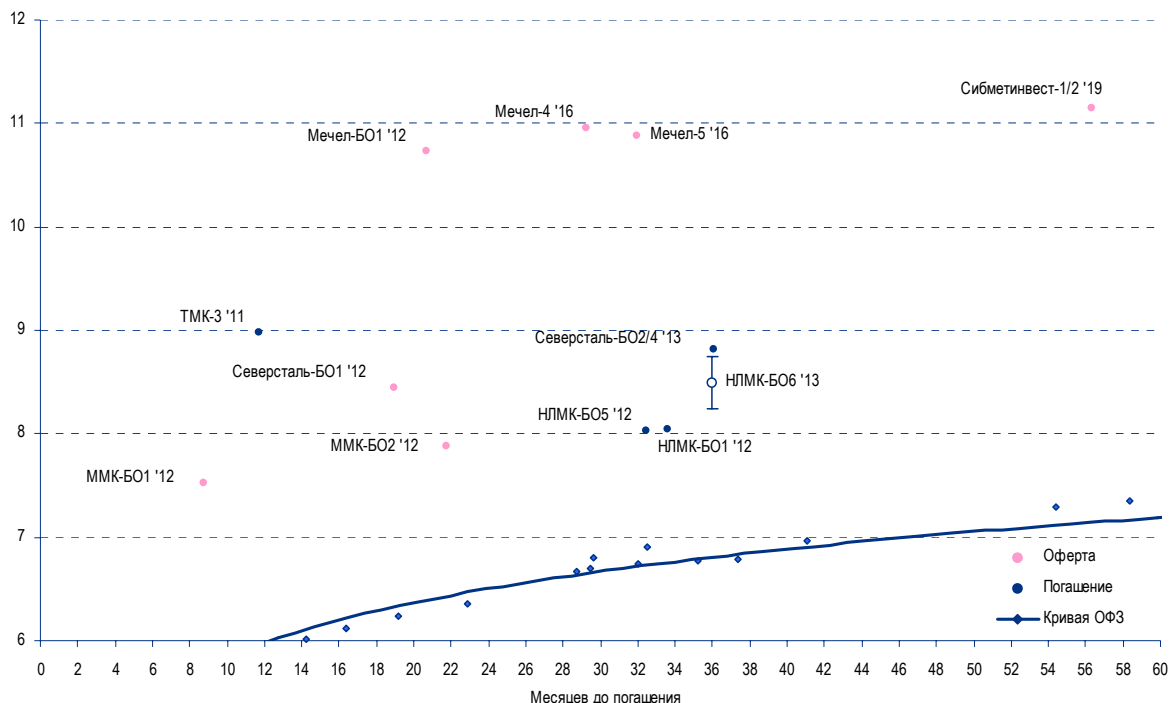
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

РАЗМЕЩЕНИЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА СУММУ 10 МЛРД РУБ.

...и еще более высоких в 2010 г. Постепенное восстановление мировой экономики, как ожидается, будет способствовать дальнейшему улучшению конъюнктуры в металлургической промышленности, при том что с последствиями повышения цен на сырье во II полугодии отрасль уже справилась. В частности, возвращение загрузки мощностей на уровень 90–100% позволит сталелитейщикам усилить ценовое давление на потребителей в 2010 г. Как следствие, мы ожидаем, что продажи НЛМК по итогам 2010 г. достигнут 8,97 млрд долл., а рентабельность по EBITDA будет близка к показателю III квартала 2009 г. – 28,6%, что соответствует EBITDA по итогам года в размере 2,56 млрд долл. В результате роста денежных поступлений НЛМК завершит год с положительной величиной свободного денежного потока.

Долговая нагрузка останется чрезвычайно низкой. Мы полагаем, что, учитывая потребности в капвложениях объемом порядка 200–300 млн долл. и необходимость пополнять оборотный капитал, НЛМК, скорее всего, покажет по итогам IV квартала 2009 г. незначительную величину свободного денежного потока, и, следовательно, чистый долг компании, вероятно, останется на прежнем уровне – приблизительно 900 млн долл. Таким образом, отношения Чистый долг/EBITDA по итогам 2009 г. следует ожидать на уровне 0,65. По данным S&P, краткосрочный долг НЛМК на конец 2009 г. составлял 500 млн долл., что с двукратным запасом покрывалось денежными средствами на балансе. Поскольку мы ожидаем, что по итогам 2010 г. свободный денежный поток НЛМК будет положительным, чистый долг компании, по нашему прогнозу, уменьшится до 430 млн долл., что даст отношение Чистый долг/EBITDA на уровне лишь 0,2.

Прогноз УРАЛСИБа по металлургической отрасли
 На основе финансовых результатов по МСФО, млн долл.



Источники: ММВБ

Облигации выглядят дорого. Первоначальный ориентир по купону нового выпуска НЛМК–Б06 составляет 8,25–8,75% , что соответствует доходности к погашению 8,42–8,94% (см. график). Однако после ралли, наблюдавшегося последние несколько дней, инвесторам едва

РАЗМЕЩЕНИЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА СУММУ 10 МЛРД РУБ.

ли удастся добиться такой доходности. Обращающиеся рублевые облигации НЛМК котируются с доходностью около 8% – вровень с бумагами ближайшего конкурента – ММК (если учитывать наклон кривой), при том что НЛМК превосходит ММК по кредитным метрикам и уровню рейтингов. Вместе с тем в абсолютном выражении облигации НЛМК (равно как и ММК) выглядят слишком дорогими, поскольку они котируются, по сути, наравне с облигациями РЖД (BBB) и с очень незначительной премией в размере примерно 25–40 б.п. к бумагам Газпрома (BBB).

Наш взгляд на размещение. НЛМК, скорее всего, предложит купон не выше 8,25%, а наиболее вероятно, и ниже. Таким образом, потенциал сужения спреда будет минимальным, если не нулевым. В таком случае рассмотрим возможности, которые есть у инвесторов.

- Разместить заявку на уровне доходности примерно 8,2%, и в случае получения бумаги продать ее, как только она сравняется в доходности с НЛМК-БОБ, то есть достигнет 8% или упадет чуть ниже.
- Положительно оценить перспективы рублевых ставок (с чем мы в целом согласны) и рассматривать НЛМК-БОБ как замену квазисуверенных бумаг. Кредитный риск в данном случае также минимален, а торговая ликвидность обещает быть высокой. Продать бумагу, когда ЦБ прекратит смягчение кредитно-денежной политики (скажем, в середине 2010 г.).
- Не участвовать в аукционе по бумагам НЛМК, а сделать выбор в пользу более привлекательных выпусков, например, Сибметинвест-1/2 или Мечел-5, котирующихся с доходностью выше 11%. В конечном счете доходность этих бумаг опустится ниже 10%, и, таким образом, их можно считать их ставкой на восстановление металлургического сектора, сулящей значительно более высокий потенциал коэффициента «бета». Последний вариант представляется нам наиболее привлекательным.

Прогноз УРАЛСИБа по металлургической отрасли

На основе финансовых результатов по МСФО, млн долл.

	Рейтинги	Выруч.	ЕБИТДА	Ден. ср-ва	Кратк. долг	Долг. долг	Проц. раск.	Рент-сть ЕБИТДА	Чист. долг	Ч. долг / ЕВГДА	Кратк. долг, %	ЕБИТДА/Проц.
2008	ММК	10550	2204	1106	1276	405	110	20,9	575	0,3	75,9	20,0
	Евраз	20380	6323	930	3922	6064	665	31,0	9056	1,4	39,3	9,7
	Мечел	9951	3020	255	5149	220	324	30,3	5115	1,7	95,9	9,3
	НЛМК	11699	4688	2160	1080	1930	217	40,1	850	0,2	35,9	21,6
	Северсталь	22393	5366	2654	1978	6278	506	24,0	5602	1,0	24,0	10,6
ТМК	5690	828	143	2216	994	272	14,6	3067	3,7	69,0	3,0	
2009П	ММК	5346	1015	733	1448	1184	103	19,0	1899	1,9	55,0	9,9
	Евраз	10193	1275	1018	3742	4037	636	12,5	6761	5,3	48,1	2,0
	Мечел	5253	891	662	2812	3916	478	17,0	6066	6,8	41,8	1,9
	НЛМК	6106	1385	1150	550	1500	196	22,7	900	0,6	26,8	7,1
	Северсталь	11971	538	2500	1331	5709	553	4,5	4540	8,4	18,9	1,0
ТМК	3630	485	243	1355	2408	400	13,4	3520	7,3	36,0	1,2	
2010П	ММК	7822	1990	709	1725	1412	230	25,4	2428	1,2	55,0	8,7
	Евраз	13657	2548	1589	3337	3445	556	18,7	5193	2,0	49,2	4,6
	Мечел	7833	1832	400	2029	3714	556	23,4	5342	2,9	35,3	3,3
	НЛМК	8977	2563	1963	600	1800	176	28,6	437	0,2	25,0	14,6
	Северсталь	16077	2102	2050	859	5961	493	13,1	4770	2,3	12,6	4,3
ТМК	5230	1100	100	1358	2037	320	21,0	3295	3,0	40,0	3,4	

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010