

Кредитный профиль эмитента

НМЗ им. Кузьмина – недооцененный металлургический актив

Залеская Анастасия

Zalasskaya_AV@mmbank.ru

Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина – один из ведущих производителей металлургической продукции: листового проката, труб, штрипса (заготовок для производства труб), профиля и холоднокатаной ленты. Завод входит в состав группы компаний ЭСТАР (электросталь России). В 2006 году объем производства Группы составил 993 тыс. тонн продукции, выручка – 676 млн. долл.

НМЗ является производителем неполного металлургического цикла, у завода нет собственного сталеплавильного производства. Выплавкой стали занимается другое дочернее подразделение Группы – Златоустовский металлургический завод, однако поставки ЗМЗ на Завод им. Кузьмина ограничены небольшим объемом нержавеющей стали. Большую часть сырья для переработки завод закупает у предприятий Группы Евраз.

Часть продукции НМЗ (штрипс, горячекатаные рулоны) служит сырьем для дальнейшей переработки и поступает на другие заводы ЭСТАР. Готовая продукция НМЗ (около 50%) идет на продажу сторонним покупателем, большая часть оборота (более 90%) проходит через ТД ЭСТАР. Таким образом, рассматривать НМЗ им. Кузьмина в отрыве от Группы ЭСТАР нецелесообразно – завод является ключевым звеном в цепочке бизнеса Группы.

Деятельность Группы можно разделить на три дивизиона:

- Трубы: Волгоградский завод труб малого диаметра, Энгельсский трубный завод, Новосибирский металлургический завод им. Кузьмина, Завод Стальной профиль.
- Спецстали: Нытвенский металлургический завод, Златоустовский металлургический завод (ЗМЗ).
- Прокат: строящийся Ростовский электрометаллургический завод в г. Шахты.

Помимо перечисленных производственных мощностей в состав Группы также входят – лозогаготовительное предприятие Ломпром и торговый дом Эстар.

В начале июля акционеры Группы компаний ЭСТАР приобрели мажоритарный пакет акций Гурьевского Металлургического Завода, который в будущем будет снабжать НМЗ слывовой заготовкой, что снизит зависимость Группы от стороннего поставщиков сырья.

Основными потребителями продукции, производимой Группой ЭСТАР, являются строительные компании и ЖКХ. По объемам производимого штрипса Группа входит в тройку крупнейших российских производителей.

Большая часть запланированных ЭСТАР инвестиций будет направлена в наращивание объемов производства спецсталей и сортового проката, данные направления обладают большей маржой и способны повысить рентабельность деятельности Группы ЭСТАР.

Ростовский электрометаллургический завод

В настоящее время Группа ЭСТАР занимается строительством Ростовского электрометаллургического завода (ООО «РЭМЗ»), расположенного в г. Шахты. Продукция завода будет включать сортовую сталь, арматуру и катанки.

ООО «РЭМЗ» является уникальным проектом в российской металлургии со времен распада СССР. В ходе строительства было проложено более 6 км железной дороги, 12 км линий электропередачи, водопровод, объездная автодорога и прочие необходимые коммуникации.

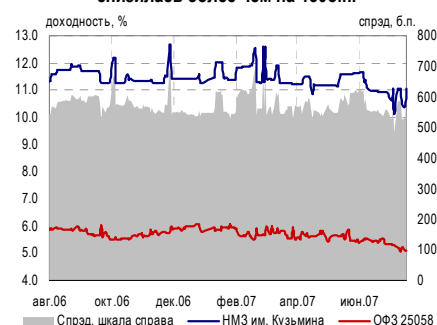
Завод имеет выгодное месторасположение, поскольку Ростов является крупным транспортным пунктом. Предприятию удобно производить закупку сырья – металлолом поступает сюда по морю, по железной и автомобильной дорогам.

Большой потенциал заводу сулит выбор города Сочи в качестве столицы зимних олимпийских игр в 2014г. Потенциальные заказчики Ростовского завода – строительные компании, возводящие спортивные и инфраструктурные объекты для Олимпиады в г. Сочи. По информации ЭСТАР РЭМЗ уже получил предварительные заказы на свою продукцию.

На текущий момент введена в эксплуатацию первая очередь, которая будет выпускать литую квадратную заготовку для переката в сортовой прокат. Выход на производственную мощность (750 тыс. тонн) ожидается летом 2008г. Вслед за этим будет запущено строительство второй очереди – по производству сортового проката. По оценкам компании выручка РЭМЗ после выхода завода на проектную мощность составит более 13 млрд. руб. в год (~500 млн. долл.), рентабельность продукции – 20-25%.

Завод пока не входит в контур консолидации Группы ЭСТАР, однако очевидно, что операционные потоки от деятельности РЭМЗ будут перераспределяться в пользу ЭСТАР, которая активно привлекала средства под строительство завода. Таким образом, мы ожидаем, что начало производства РЭМЗ должно позитивно сказаться на кредитном качестве Группы.

За год доходность выпуск НМЗ им. Кузьмина-1 снизился более чем на 1306.п.



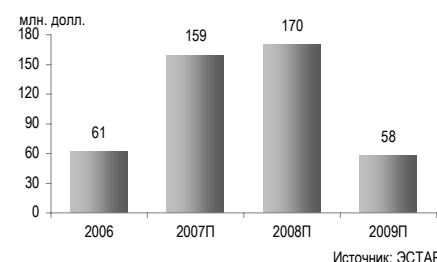
Доходность и спред за 20 торгов. дней

	ср.знач	ст.откл.	min	max
НМЗ	10.84	0.25	10.12	11.06
ОФЗ 25058	5.31	0.14	5.05	5.56
Спред	554	27	484	600

Источники: REUTERS, Банк Москвы

*По состоянию на 17.07.2007

Пик инвестиций Группы ЭСТАР приходится на 2007-2008гг.



НМЗ - ключевое звено в структуре ЭСТАР



Источник: ЭСТАР

Объемы производства Группы ЭСТАР в 2005-2006гг., тыс. тонн

ЭСТАР	2005	2006
ОАО "ЗМЗ"		
товарный прокат	386	417
	356	389
ОАО "НМЗ им. Кузьмина"		
товарный прокат	322	387
	116	177
лента	12	5
трубы	171	185
ООО "Волгоградский завод труб малого диаметра"		
	41	70
ОАО "НМТВА"		
лента стальная	49	48
лента стальная оцинк.	34	30
	10	11
биметалл	5	8
ЗАО "ЭТЗ"		
	30	64
ЗАО "Стальной профиль"		
		6
Всего	828	993

Источник: ЭСТАР

Финансовые показатели

Согласно управленческой отчетности Группы ЭСТАР за 2006г. и 1 квартал 2007г. объем продаж Группы в 2006г. составил 676 млн. долл., при этом львиная доля оборота пришлась на два ключевых предприятия: заводы ЗМЗ и НМЗ. Выручка в первом квартале 2007г. достигла 186 млн. долл. EBITDA по итогам 2006г. составила 54,2 млн. долл. Рентабельность EBITDA в 1 квартале сократилась – с 12,9% до 11,8%, что может быть связано с сезонностью бизнеса и не отражает формирующийся тренд для построения прогноза на конец года. По прогнозам компании на конец 2006г. выручка ЭСТАРА превысит 1 млрд. долл., EBITDA – более 100 млн. долл., рентабельность EBITDA – свыше 10%.

Долговая нагрузка Группы увеличилась – если на начало года объем долга составлял 270 млн. долл., то уже по итогам 1 квартала долг вырос на 27% и достиг 342 млн. долл. При этом более 80% кредитного портфеля ЭСТАР сформировано из краткосрочных заимствований. Долг/EBITDA достиг 3,9X по итогам 1 квартала 2007г. по сравнению с 3,1X в конце 2006г.

Большая потребность в финансировании связана с масштабной инвестиционной программой на 2007-2009гг., которая составляет более 9,8 млрд. руб. Часть программы будет реализована за счет собственных операционных потоков ЭСТАРА, часть средств – привлечена в виде займов, остальное покрыто за счет собственных средств акционеров ЭСТАРА. Пик инвестиций ЭСТАР приходится на 2007-2008гг., однако уже в 2009г. – после окончания строительства РЭМЗ – необходимость в финансировании начнет сокращаться.

Сравнительный анализ

Наиболее близкими аналогами ЭСТАР среди эмитентов, представленных на рынке рублевого долга, являются компании Метзавод им. Серова, и Амурметалл.

Эти компании используют электросталеплавильный метод производства и являются металлургическими компаниями полного производственного цикла. Недостатком ЭСТАР в этом смысле является отсутствие собственного сталеплавильного производства (за исключением ЗМЗ), что снижает рентабельность деятельности ЭСТАРА и делает Группу зависимой от источников сырья. Тем не менее, по рентабельности ЭСТАР не уступает Метзаводу и значительно превосходит Амурметалл.

Из рассматриваемых нами компаний, только Метзавод им. Серова имеет отношение к крупному холдингу (УГМК), кредитное качество которого оказывает существенную поддержку облигациям эмитента на долговом рынке. К отличительным особенностям практически всех обозначенных выше компаний можно отнести невысокую финансовую прозрачность и сложные внутригрупповые взаиморасчеты.

Как можно заметить, высокая долговая нагрузка – еще одна отличительная особенность всех представленных компаний. Лидером по показателю Долг/EBITDA является компания Амурметалл (9,8X), быстро набравшая долг в конце прошлого года – еще по итогам 9 месяцев 2006г. показатель составлял 4.14X.

ЭСТАР занимает первое место по объему долга в абсолютном выражении, однако по показателю Долг/EBITDA компания выглядит лучше чем конкуренты. В целом, кредитный профиль ЭСТАРА не уступает другим компаниям отрасли и наиболее близок к Метзаводу им. Серова, если забыть об УГМК за спиной завода.

Основные финансовые показатели Группы ЭСТАР, млн. долл.

	2006	Q1 2007
Выручка	676.3	185.9
EBITDA	87.3	22.0
Чистая прибыль	31.1	7.2
Активы	828.7	992.8
Долг	270.0	342.5
СК	345.8	348.8
Рент-ть по EBITDA	12.9%	11.8%
Долг/EBITDA	3.1	3.9
EBITDA/Проценты	6.30	6.20
Долг/Активы	32.6%	34.5%
Долг/Выручка*	39.9%	46.1%

Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

* показатели аннуализированы

Преимущества

- Активный рост экономики будет поддерживать спрос на металлургическую продукцию;
- Низкая себестоимость производства;
- Запуск нового завода позитивно отразится на кредитном качестве Группы

Слабые стороны

- Высокая долговая нагрузка, которая не будет снижаться в ближайшее время
- Невысокая финансовая прозрачность
- Зависимость от поставщиков сырья

Основные финансовые показатели электрометаллургических компаний в 2006г., млн. долл.

	Группа ЭСТАР Управл	ОАО Амурметалл РСБУ	Метзавод им. Серова РСБУ
Выручка	676.3	342.6	292.8
EBITDA	87.3	18.8	37.9
Чистая прибыль	31.1	-12.0	14.6
Активы	828.7	382.2	347.5
Долг	270.0	183.7	184.2
СК	345.8	166.7	93.1
Рент-ть по EBITDA	12.9%	5.5%	12.9%
Долг/EBITDA	3.1	9.8	4.9
EBITDA/Проценты	3.9	2.2	5.4
Долг/Активы	32.6%	48.1%	53.0%
Долг/Выручка	39.9%	53.6%	62.9%

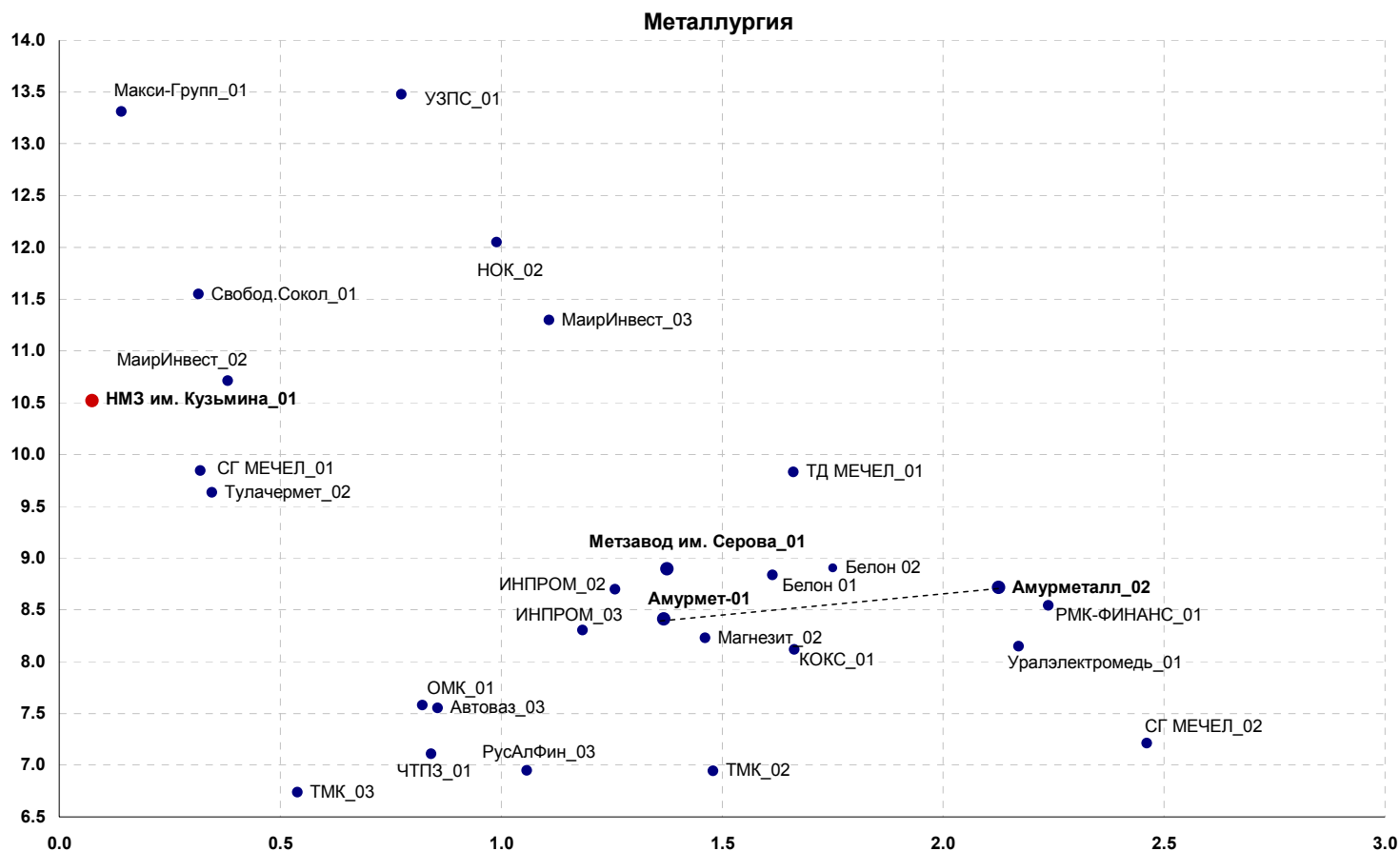
Источник: данные компании, оценки Банка Москвы

Позиционирование выпуска

В настоящее время выпуск НМЗ торгуется с доходностью 10,5-11,0% годовых, широкий спред по доходности обусловлен короткой дюрацией бумаги (0,08 года). В то же время мы считаем премию НМЗ к Амурметаллу в размере более 200б.п. неадекватно высокой, поскольку кредитное качество Амурметалла в последнее время ухудшилось, а текущие уровни доходности выпуска компании, по нашему мнению, не учитывают произошедших изменений.

Более низкая доходность Метзавода им. Серова частично оправдана и связана с ожидаемой инвесторами поддержкой от материнского холдинга – УГМК.

Таким образом, из рассматриваемых нами компаний металлургической отрасли, выпуск НМЗ обладает наиболее привлекательной доходностью. На наш взгляд, текущий уровень доходности НМЗ достаточно интересен и предлагает инвесторам комфортное вложение на срок в 1 месяц при доходности более 10% до oferty.



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Контактная информация**+7 (495) 105-8000****Инвестиционный Блок****Суханов Игорь**

Заместитель руководителя Инвестиционного Блока	Гаевский Денис	Gaevski@mmbank.ru	46-96
Руководитель Департамента торговли и продаж	Потапов Игорь	Potapov_IV@mmbank.ru	13-16
Продажи – начальник отдела	Железнова Елена	Zheleznova_EV@mmbank.ru	47-50
Продажи – старший специалист	Дудкин Алексей	Dudkin_A@mmbank.ru	46-81
Продажи – заместитель директора направления внутренних продаж	Морозов Михаил	Morozov_MP@mmbank.ru	14-21
Гл.специалист Департамента рынков капитала	Дарья Панасенкова	Panasenkova_DV@mmbank.ru	44-15

Аналитический департамент**Тремасов Кирилл**Анализ рынка акций

Начальник Управления

Веденеев Владимир

Экономика/Стратегия	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	45-92
Стратегия / Нефть и Газ/ Нефтехимия	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	28-17
Металлы/ Электроэнергетика	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	28-32
Телекоммуникации	Мусиенко Ростислав	Musienko_RI@mmbank.ru	47-12
Транспорт/ Машиностроение	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	28-44
Химия	Волов Юрий	Volov_YM@mmbank.ru	11-89
Потребительский сектор	Мухамеджанова Сабина	Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru	11-62

Рынок облигаций

Начальник отдела

Федоров Егор

Стратегия/ Кредитный анализ	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	42-33
Кредитный анализ	Залесская Анастасия	Zallesskaya_AV@mmbank.ru	44-68
Стратегия	Ковалева Наталья	Kovaleva_NY@mmbank.ru	17-51
Стратегия	Чупрына Татьяна	Chupryna_TV@mmbank.ru	42-81

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.