

Рублевые корпоративные облигации

6 ноября 2009 г.

Аналитический обзор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ:

ММК рефинансирует долги Белона

Планируемый выпуск ММК интересен для покупки только В&Н инвесторам

Магнитогорский Металлургический Комбинат (ВВ/ВВ/Ва3) планирует разместить в ноябре рублевые биржевые облигаций первой серии объемом 5 млрд рублей. Мы полагаем, что участие в данном размещении представляет интерес только для инвесторов, рассчитывающих удерживать бумагу до погашения. Данный выпуск является лишь первым из пяти запланированных выпусков общим объемом 33 млрд рублей, и такой навес нового предложения будет оказывать существенное давление на котировки торгующихся инструментов. Следующее размещение ММК мы, скорее всего, увидим уже в декабре.

ММК – один из крупнейших производителей стали – успешно проходит кризис...

ММК – третий по объемам производитель стали в РФ, наименее пострадавший от изменившейся конъюнктуры рынка стали в 2009 году. Смягчить негативное влияние внешних факторов – существенного снижения как спроса, так и цен на свою продукцию в 2008-2009 году – компании помогла: а) ее консервативная стратегия развития в предыдущие годы и низкий уровень долговой нагрузки, а также б) высокая гибкость ММК в управлении себестоимостью продукции, продемонстрированная в конце 2008 - 1п2009 года.

... благодаря консервативной стратегии развития и низкой долговой нагрузке

Стратегия развития ММК отличалась довольно низким уровнем долговой нагрузки, который исторически не превышал 1х Долг/EBITDA. Компания не увлекалась международной экспансией, что в настоящий момент выгодно отличает ее от основных конкурентов, которые столкнулись с необходимостью покрывать убытки, генерируемые их зарубежными активами. В то же время ММК отличался значительно большим объемом капиталовложений в производство (3.5 млрд долларов США в 2005-2008 году) и нацеленностью продаж на внутренний рынок.

Степень вертикальная интеграция компании увеличивается...

ММК демонстрирует умеренную степень вертикальной интеграции. Удовлетворяя на 100% и 85% свои потребности в металлоломе и электроэнергии, компания лишь на 30% обеспечена собственным железнорудным сырьем и полностью (до недавнего времени) зависима от сторонних поставок угля. Приобретение компании Белон частично снимает вопрос с поставками коксующегося угля (на 30%), а при реализации инвестиционной программы Белона (оценивается в 12 млрд рублей) такие потребности ММК могут быть удовлетворены на 70-80%.

... но железнорудное сырье по-прежнему приходится закупать у сторонних производителей

В настоящий момент компания отмечает некоторое снижение собираемости металлолома, что обусловлено застоем в машиностроении в конце 80-х/начале 90-х годов и, как следствие, низким объемом списания отслужившего свой срок оборудования. Однако компания не ожидает дефицита в этом сырье, учитывая, что подконтрольная ММК ЗАО «Профит» является крупнейшей в стране сетью по сбору металлолома, объемы которого до недавних пор превосходили потребности ММК. Компания также планирует увеличить долю собственного железнорудного сырья до 50% путем разработки двух месторождений и шламовых залежей в окрестностях Магнитогорска.

Финансовые результаты ММК по МСФО (млн долл США)

Период	Выручка	Валовая рентабельность	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	Чистый Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, Раз
2007	8 197	30.3%	2 395	29.2%	1 398	0.6	0.5	31.5
2008	10 550	25.7%	2 220	21.0%	1 681	0.8	0.3	21.3
1кв2009	965	11.6%	115	11.9%	1 658	3.6	1.6	3.6
1п2009	2 003	14.5%	301	15.0%	1 589	2.6	1.6	5.0

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка



**Raiffeisen
BANK**

В период падения цен ММК существенно снизила себестоимость продукции...	В период наиболее резкого падения цены на основную товарную позицию ММК - горячекатаный лист - с ноября 2008 по февраль 2009 года себестоимость выпускаемой комбинатом продукции превышала ее среднюю отпускную цену. За этот же срок ММК удалось снизить себестоимость производимой продукции более чем в 2 раза и уже к марту 2009 года выйти на положительную рентабельность продаж.
... благодаря общерыночным тенденциям и эффективному менеджменту	Добиться этого позволило как общее снижение рыночных цен на используемое сырье и девальвационный эффект, так и эффективное управление структурой выпускаемой продукции (рост доли продукции с высокой добавленной стоимостью). Дополнительным фактором поддержки послужила нацеленность продаж ММК на внутренний рынок (более 60% выручки), который исторически предлагает премию в 15-20% к экспортной цене.
Операционный денежный поток в плюсе, а рентабельность по EBITDA растет	В результате, операционный денежный поток ММК был положительным на протяжении всего 1п2009 года, а рентабельность по EBITDA снизившись в 1кв2009 года до 11%, уже во втором была на уровне 20% (15% за 1п2009 года). На фоне восстанавливающейся конъюнктуры рынка и роста загрузки мощностей во втором полугодии компания прогнозирует уровень EBITDA более 1 млрд долларов по результатам 2009 года (с учетом EBITDA Белона). При этом рентабельность по EBITDA будет находиться, по нашим оценкам, на уровне 20%.
Объем «CapEx» по-прежнему велик...	Стоит отметить, что ММК не сокращала объем капитальных затрат, который составит по итогам 2009 года порядка 1.2-1.3 млрд долларов. В 2010 году компания планирует инвестировать не менее 1.4 млрд долларов (основными направлениями: проект «Стан 2000» в Ленинградской области, производство стали в Турции в рамках СП «ММК-Атакаш» и инвестиционная программа Белона). Мы считаем, что постоянный поток инвестиций в собственную инфраструктуру весьма позитивно скажется на конкурентных позициях ММК в будущем.
... но компании придется привлекать долг	Тем не менее, ММК не в состоянии финансировать запланированный объем инвестиций за счет собственных средств (свободный денежный поток будет отрицательным в 2009 и, вероятно, в 2010 году), что приведет к росту валового долга. С учетом консолидации обязательств Белона (порядка 500 млн долларов) валовый долг ММК составит порядка 2 млрд долларов на конец 2009 года. Таким образом, с учетом прогнозируемой EBITDA, уровень долговой нагрузки комбината не превысит 2х Долг/EBITDA по результатам года.
Мы считаем, что уровень долговой нагрузки не выйдет из-под контроля...	Мы полагаем, что планируемый на конец 2009 года уровень долговой нагрузки не выглядит запредельным, однако его дальнейшая динамика будет зависеть от ценовой конъюнктуры на рынке стали в 2010 году. Судя по заявлениям, менеджмент ММК привержен поддерживать уровень долговой нагрузки в достаточно консервативном коридоре. Мы не считаем, что в случае существенного падения цен на свою продукцию, ММК оставит объем капитальных затрат без пересмотра и продолжит привлекать кредитные ресурсы.
... и скорее всего сократится в 2010 году	В целом, мы полагаем, что решение компании поддерживать большой объем инвестиций весьма оправдано, а сильные показатели ММК (по сравнению со многими игроками в металлургическом секторе России) позволяют привлекать относительно недорогие кредитные ресурсы даже в условиях кризиса. По нашему мнению, средние цены на продукцию черной металлургии будут довольно стабильны в 2010 году, и при таком сценарии ММК будет вполне под силу увеличить объем EBITDA и сократить долговую нагрузку.
Целью выпуска облигаций - рефинансирование долгов Белона	По словам менеджмента ММК, основной целью запланированного размещения рублевых облигаций является рефинансирование достаточно дорогого кредитного портфеля недавно приобретенной угольной компании Белон.
Предлагаемые бумаги интересны для покупки	Заявленный ориентир доходности выпуска ММК находится в диапазоне 10.51%-11.03% к оферте через один год. Рублевые облигации несколько более сильного по кредитным характеристикам НЛМК (BBB-/Ba1/BB+) торгуются сегодня с доходностью 10.8% к погашению через 3 года. Таким образом, с учетом дисконта за более низкую дюрацию (80 б.п.) и премии за разницу в кредитном качестве (100 б.п.), выпуск ММК, на наш взгляд, весьма интересен для покупки в рамках стратегии «buy&hold» по верхней границе заявленного диапазона. Ввиду навеса нового предложения долга со стороны ММК мы не считаем данный выпуск привлекательным в расчете на рост его цены в краткосрочной перспективе.



ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaiкова@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.