



## КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

### НСММЗ – СТАЛЬНАЯ ХВАТКА

Нижнесергинский Метизно-Металлургический завод является одним из немногих электросталеплавильных комплексов России, использующих электродуговую печь и функционирующих как mini-mill. Данный процесс существенно повышает эффективность и обеспечивает гибкость производства, что особенно важно в циклично меняющихся условиях металлургического сектора

В результате модернизации производства Компания планирует удвоить выручку в 2005г. до 12 млрд руб., увеличить показатель Ebitda более чем в два раза – до 3 млрд руб., при этом удержав Долг/Ebitda на уровне 2,2х, что соответствует умеренной долговой нагрузке

НСММЗ выгодно расположено в Уральском ФО, по соседству с другими экономически активными регионами страны с высокой долей как потребления сталепродукции, так и сбора стального лома

Доходность предлагаемых CLN ожидается в диапазоне 10,0-10,5%. На этом уровне бумага достаточно привлекательна по сравнению с группой обращающихся выпусков CLN и предлагает значительную премию в размере около 390-440 б.п. к экстраполированной кривой ММК 08 с той же дюрацией и порядка 370-420 б.п. к Северсталь 09 с той же дюрацией (см. график)

#### Положительные факторы кредитного качества эмитента

- поэтапная модернизация производства находит отражение в улучшающихся финансовых и операционных показателях
- Географически выгодное расположение как по отношению к основным потребителям стали, так и к источникам лома
- Переход на технологически более совершенный (по сравнению с мартеновским производством) и эффективный способ сталеплавления с использованием электродуговых печей
- Переход на более экономичную и стабильную локальную сырьевую базу

#### Факторы, ограничивающие кредитное качество эмитента

- Падающие цены на сталь
- Географическая удаленность от части экспортных рынков

#### Профиль компании

Нижнесергинский Метизно-Металлургический завод (далее «НСММЗ», «Компания» или «Эмитент»), как юридическая и организационная единица, был создан в 2001г. в результате слияния трех металлургических предприятий: Нижнесергинский металлургический (прокатный стан), Ревдинский метизно-металлургический завод (сталеплавление) и металлургический завод в г. Березовский (в процессе реконструкции). НСММЗ входит в состав ОАО «Макси-Групп» (далее «Группа»). Компания занимается производством горячекатаного проката и металлоизделий (гвозди, проволока, профильный прокат).

#### CLN НСММЗ '07

Кредит в основании нот	ЗАО «Нижнесергинский метизно-металлургический завод»
Поручительство	ОАО «Макси-Групп»
Объем выпуска	50 млн долл.
Ставка купона	Фиксированная на весь срок обращения
Погашение	1,5 года
Клиринговые системы	Euroclear/Clearstream
Организатор	ФК Уралсиб

#### Основные финансовые показатели НСММЗ

млн руб.	2003	2004	2005F	2006F
Выручка	3 803	6 206	12 015	15 968
Рост выручки	-	63%	94%	33%
ЕБИТДА	59	1 306	3 129	4 108
Норма ЕБИТДА	1,5%	21,0%	26,0%	25,7%
Активы	5 494	11 372	N/A	N/A
Капитал	1 418	3 527	5 375	7 953
Долг	3 098	6 640	6 880	5 806
Долг/ Капитал	0,7	0,7	1,3	0,7
Долг/ Активы	56,4%	58,4%	NA	NA
Долг/ Ebitda	52,9	5,1	2,2	1,4
ЕБИТДА/ проценты	1,3	8,5	6,8	8,3

Отчетность за 2003-2004 аудирована PWC

Отчетность за 2005-2006 - прогнозы Компании



В 2004 г. Компания произвела 453 тыс. т. сортового проката, 222 тыс. т. из которого было использовано для производства метизной продукции. Основными регионами сбыта продукции Компании являются Уральский, Центральный и Приволжский федеральные округа, на долю которых по итогам 2004г. приходилось около 35%, 20% и 10% соответственно.

### Программа модернизации производства

В рамках модернизации производства Компания начала реконструкцию сталеплавильного процесса в Ревде и Нижних Сергах, предполагающую переход от мартеновской технологии сталеплавления к электродуговой. В результате в 2004г. Ревдинский завод начал производство электростали на базе цеха №1 номинальной производственной мощностью 1 млн тонн стали в год. В настоящее время Компания находится в процессе завершения строительства цеха №2, идентичного уже работающему. Строительство этого электросталеплавильного цеха планируется закончить к концу 2005 г. с выходом на проектную мощность в первой половине 2006г. Таким образом, к середине 2006г. годовой объем двух электросталеплавильных печей достигнет 2 млн т.

Модернизация производства в Нижних Сергах, где в июне были остановлены мартены, предусматривает переход завода на сталепрокат с номинальной мощностью в 1,3 млн тонн в год. Компания ожидает выход на проектную мощность к началу 2006г.

Компания также планирует модернизацию завода в г. Березовский, в результате чего сталеплавильные и прокатные мощности Компании в 2008г. увеличатся до 3 млн т. В сочетании с собственной базой по сбору и переработке металлолома, Компания представляет собой вертикально интегрированный металлургический комплекс, работающий по образцу американских или европейских mini-mills.

В отличие от традиционного мартеновского сталеплавления электросталеплавление основано на использовании металлического лома как основного сырья, что позволяет значительно уменьшить затраты и повысить эффективность и гибкость производства. Поставщиком лома является входящее в Группу ЗАО «Уралвторчермет», которое в свою очередь осуществляет сбор и обработку лома через 42 дочерние компании. В 2004г. Уралвторчермет произвел около 1,5 млн т. лома, из которых около 32% было использовано Ревдинским заводом.

### Краткий обзор рынка

Ситуация на основных международных рынках стали в данный момент характеризуется продолжением падения цен, сокращением спроса, ростом запасов как у производителей, так и у трейдеров и некоторым снижением объемов производства сталепродукции. Несмотря на негативный глобальный тренд, ситуация на внутреннем рынке выглядит менее пессимистично, хотя ожидается, что спад цен в летние месяцы может продолжиться.

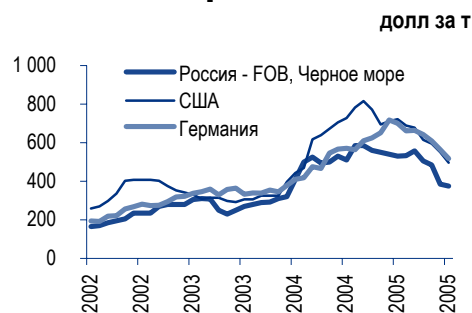
После рекордного роста мировых цен на сталь в 2004г., когда цены на горячекатаный прокат (традиционный benchmark) в США и Европе выросли до 816 и 718 долл/т соответственно, в 3 квартале 2004г., конъюнктура рынка стала меняться. Так например, сейчас цены на ту же продукцию находятся на уровне 496 и 518 долл/т.

По данным CRU International, спот цены на горячекатаный металлопрокат в Германии и США за первые 7 месяцев 2005г. упали на 27,9% и 30,2% соответственно. Экспортные цены с отгрузкой (FOB) в Новороссийске на этот вид продукции также упали на 30,6% за тот же период.

В отношении сортового проката, цены на арматуру в Германии и США за тот же период упали на 39,7% и 10,6% соответственно, а в

*Компания представляет собой вертикально интегрированный металлургический комплекс, работающий по образцу американских или европейских mini-mills*

### Спот цена, горячекатаный прокат



Источник: SBB, Bloomberg



Китае падение было менее выражено, и цены на прокат снизились лишь на 4,1% за тот же период. На этом фоне ситуация на внутреннем рынке выглядит менее драматично. К примеру, средние цены на заготовки, реализуемые НСММЗ, снизились лишь на 3,5% за первые 5 месяцев, в то время как средние цены на заготовки НТМК не изменились.

Несмотря на наметившееся негативное движение цен в течение последних нескольких месяцев, на рынке появились предпосылки, позволяющие смотреть на рынок стали, особенно в России, с меньшим скептицизмом.

Так, несмотря на ожидаемое увеличение объемов производства на некоторых комбинатах (Алчевский МК, Магнитогорский МК, ОЭМК, Красный Октябрь), планируемые ремонтные работы и техническое обслуживание на нескольких металлургических заводах (Мечел, Донецкий МК), а также незапланированная временная остановка производства из-за роста цен на сырье и/или меняющейся конъюнктуры рынка (Магнитогорский МК, Макеевский МК, Днепровский МК, Криворожсталь) ограничат предложение сталепродукции этим летом, тем самым потенциально смягчая дальнейшее падение цен.

Падение цен на лом провоцирует некоторых потребителей задерживать часть закупок в ожидании, что цены на сталепродукцию продолжат движение вслед за ценами на сырье. Тем не менее, период оттягивания закупок в ожидании дальнейшего падения цен со стороны отдельных покупателей не может продолжаться бесконечно и развязка может наступить уже этим летом.

Мы также обращаем внимание на сохраняющийся здоровый рост строительного сектора, одного из основных потребителей сортового проката, что также ограничит глубину спада цен.

Китай по-прежнему остается одним из главных факторов, влияющих на конъюнктуру рынка. Ожидается, что улучшение спроса на внутреннем рынке Китая, ведущее к снижению китайского экспорта, позволит ослабить негативное влияние как на мировые, так и на внутренние цены России.

И наконец, подписание торговых договоров между Россией, Украиной и ЕС этим летом, предусматривающих увеличение экспорта стали в страны ЕС – из России с 1,8 млн т. до 2,2 млн т. в год, с Украины с 700 тыс. т. до 980 тыс. т. год. Несмотря на размер увеличения квот, это позволит несколько расширить европейский рынок сбыта российских и украинских производителей, тем самым оттягивая часть продукции с внутреннего рынка.

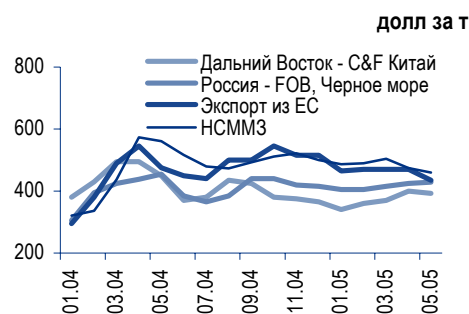
Мы считаем, что тенденция, наметившаяся на мировых рынках стали, останется менее выраженной на внутреннем рынке России ввиду более благоприятной макроэкономической ситуации, структуры рынка, существующих и ожидаемых мер, защищающих местных производителей (антидемпинговые пошлины на украинскую сталепродукцию). Спрос к концу лета может улучшиться, и цены, по крайней мере, найдя свое дно, могут стабилизироваться на новом, хотя более низком уровне.

CRU прогнозирует снижение цен во второй половине 2005г. на горячекатаный прокат на американском и европейском рынках на 13%-16%, и дальнейшее падение на 17%-19% в 2006г. до уровня конца 2003г. Мы предполагаем, что коррекция цен на внутреннем рынке России будет менее глубокой.

## Финансовый обзор

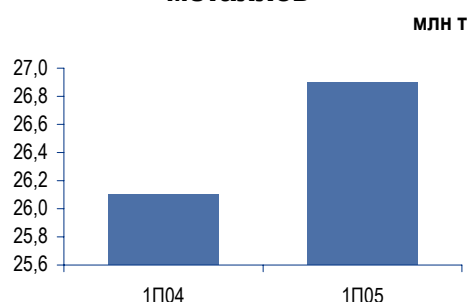
Финансовый обзор основывается на финансовой отчетности Компании, подготовленной в соответствии с МСФО и аудированный

## Спот цена арматурной стали



Источник: Компания, SBB, Bloomberg

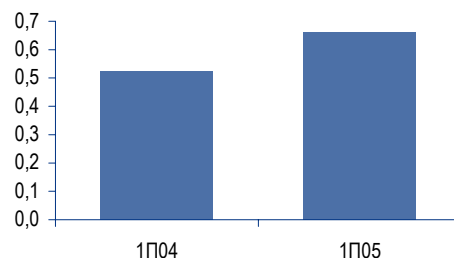
## Готовый прокат черных металлов



Источник: Госкомстат

## Строительная деятельность

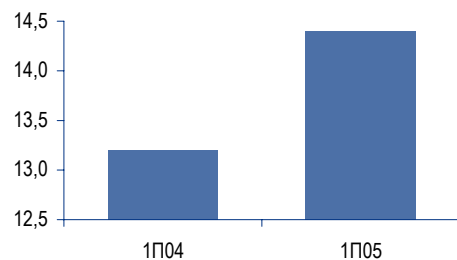
Объем работ (млрд руб)



Источник: Госкомстат

## Жилищное строительство

Общей площади построено (м2)



Источник: Госкомстат



компанией PricewaterhouseCoopers Audit.

**Рентабельность:** Выручка НСММЗ за 2004г. выросла на 63,2% до 6,2 млрд руб. (или 215 млн долл.), главным образом в результате увеличения объемов производства с началом запуска электросталеплавильного цеха №1 на Ревдинском заводе. Таким образом, общий объем производимой стали и сталепродукции достиг 453 тыс тонн. Конъюнктура рынка оставалась в целом благоприятной, и цены на местном рынке удерживались на исторически высоком уровне (см. раздел «Краткий обзор рынка»). Ebitda составила 1,3 млрд руб (45,3 млн долл.), а норма Ebitda установилась на уровне 21,0%.

**Долговая нагрузка:** Совокупный долг Компании (включая долг от связанных сторон), составивший на конец 2004г. порядка 6,6 млрд руб. (239,3 млн долл.), состоит из банковских кредитов на сумму 3,9 млрд руб. (138,9 млн долл.), финансового лизинга на сумму 80,3 млн руб. (2,9 млн долл.) и безпроцентного займа, предоставленного Металлургическим Холдингом и другими аффилированными структурами (см. орг. схему) на сумму 2,2 млрд руб. (79,9 млн долл.). Исключая из расчетов займы от связанных сторон, общий долг третьих сторон составил около 4,4 млрд руб. (158,6 млн долл.), из которых на долю краткосрочных обязательств пришлось около 11,2%.

Важно отметить, что в мае 2004г. аффилированные структуры, предоставившие внутренний долг с остаточной суммой в 2,2 млрд руб. на конец 2004г., приняли решение о перекалфикации этого долга в акционерный капитал Компании, таким образом приводя структуру капитала в соответствие с реальностью. Ретроспективно отражая данную корректировку, Долг/Ebitda находился на умеренном уровне и составил около 3,5х на конец 2004 г. (без корректировки Долг/Ebitda составил 5,1х). Коэффициент Ebitda/процентные расходы составил около 8,5х, находясь на более чем достаточном уровне.

Мы также обращаем внимание на достаточно плавный график амортизации долга: существенные погашения в размере около 1,5 млрд руб. (53,6 млн долл. или 30% от совокупного долга), включающие возможную оферту рублевых облигаций, попадают на 2006г.; на 2009 и 2010гг. приходится по 1,5 млрд руб. Если же оферта рублевого облигационного займа в 2006г. не состоится, время погашения этого выпуска соответственно придется на 2008г. Таким образом, как минимум 62% долговых погашений произойдет позже по времени, чем срок погашения предлагаемых CLN.

**Состояние ликвидности:** В 2004г. ликвидность компании заметно улучшилась, главным образом за счет роста объемов производства на базе новой технологии и вытекающим отсюда ростом показателя Ebitda, как уже упоминалось ранее. Управление рабочим капиталом, который стал источником ликвидности порядка 362,1 млн руб. (12,6 млн долл.), заметно улучшилось благодаря сокращению отсрочек покупательских платежей, в то время как условия расчетов с поставщиками стали более выгодными.

Несмотря на значительное улучшение показателя Ebitda и состояния рабочего капитала, около 75% капитальных вложений фондировалось за счет заемных средств. Это обусловлено продолжающейся модернизацией производства, требующей существенных капитальных вложений, но поэтапный характер инвестиционной программы позволяет уже сейчас ощущать ее положительные результаты.

По нашей оценке, чистые денежные потоки (после оплаты процентных, налоговых расходов и фондирования рабочего капитала) составили в 2004г. около 1,3 млрд руб. (44,9 млн долл.), а размеры инвестиционной программы достигли около 6,1 млрд руб. (212,6 млн долл.). Разрыв в фондировании был закрыт главным

**Выручка в 2004г. выросла на 63,2% до 6,2 млрд руб. (215 млн долл.), Ebitda составила 1,3 млрд руб. (45,3 млн долл.)**

**Долг/Ebitda находился на умеренном уровне и составил около 3,5х на конец 2004г.**

**Состояние ликвидности заметно улучшилось**



образом за счет привлеченных банковских кредитов.

### **Прогноз основных финансовых и операционных показателей**

Менеджмент Компании прогнозирует объем производимой стали в 2005г. на уровне 972 тыс. т., из которых около 38% придется на заготовки, 32% - на сортовой прокат и порядка 30% - на катанку. В результате, выручка составит около 12 млрд. руб., что на 93,6% больше чем в 2004г. Ebitda выйдет на уровень около 3 млрд руб., что соответствует норме Ebitda около 26%. Заметное улучшение результатов, включая рентабельность, ожидается главным образом за счет удвоения объемов производства, перехода к более экономичной технологии и увеличения доли продукции с добавленной стоимостью. В 2005 г. Компания прогнозирует средневзвешенные цены на заготовку, прокат и катанку на уровне около \$306, \$438 и \$492 соответственно.

Компания ожидает рост долга – с 4,4 млрд руб. на конец 2004г. (с учетом перекалфикации долга аффилированных компаний) до 6,9 млрд руб. к концу 2005г. Несмотря на это, долговая нагрузка снизится и коэффициент Долг/Ebitda к концу 2005г. укрепитя на уровне 2,2х, по сравнению с 3,5х на конец 2004г., отражая значительный рост выручки и улучшение показателя Ebitda. Вследствие роста долга покрытие процентных расходов несколько снизится, а показатель Ebitda/процентные расходы сократится до 6,8х на конец 2005г. с 8,5х в 2004г., но, тем не менее, останется на достаточном уровне.

Мы провели свой независимый анализ, исходя из настоящей конъюнктуры рынка и потенциальных задержек в планах увеличения объемов производства. Нам было интересно оценить степень влияния основных факторов на финансовые результаты и основные кредитные показатели Компании. В нашем анализе мы в частности опирались на следующие предположения:

- цены на стальную продукцию на 20% ниже прогнозируемых Компанией в 2005г., снижение цен на 20% в 2006г.
- задержка ввода сталеплавильных мощностей, в результате чего мы заложили объем плавки на уровне 1,5 млн т. в 2006г., а не 1,7 млн т., как планирует сама Компания
- задержка ввода прокатных мощностей, в результате чего мы заложили объем проката на уровне 490 тыс. т., вместо 605 тыс. т, планируемых Компанией в 2005г.
- Норма Ebitda удерживается на уровне 21%, достигнутом в 2004г.

Даже при достаточно жестком стресс сценарии прогнозируемых результатов кредитные показатели демонстрируют достаточную прочность. Несмотря на падение выручки на 28% (отклонение снижения выручки от предполагаемого падения цен на 20% объясняется гипотетической задержкой ввода новых прокатных мощностей в 2005г.) до 9,4 млрд руб. и падение Ebitda на 22% до 1,9 млрд руб., что соответственно приведет к увеличению долговой нагрузки и ухудшению покрытия процентных расходов, кредитные показатели, тем не менее, останутся на достаточном уровне. Так при стрессовом сценарии, Долг/Ebitda установился на уровне 3,4х, а Ebitda/процентные расходы – на уровне 2,5х.

Таким образом, финансовые результаты, прогнозируемые Компанией, и результаты нашего стресс теста указывают на умеренную долговую нагрузку и прочность кредитных показателей с достаточным резервом. Анализ менеджмента, финансового состояния, растущей гибкости производства и существующей структуры рынка позволяют оценивать кредитное качество Эмитента как достаточно прочное.

**Менеджмент Компании прогнозирует выручку в 2005г. на уровне 12 млрд руб., а Ebitda – 3 млрд руб.**

**Долговая нагрузка снизится и коэффициент Долг/Ebitda к концу 2005г. укрепитя на уровне 2,2х**

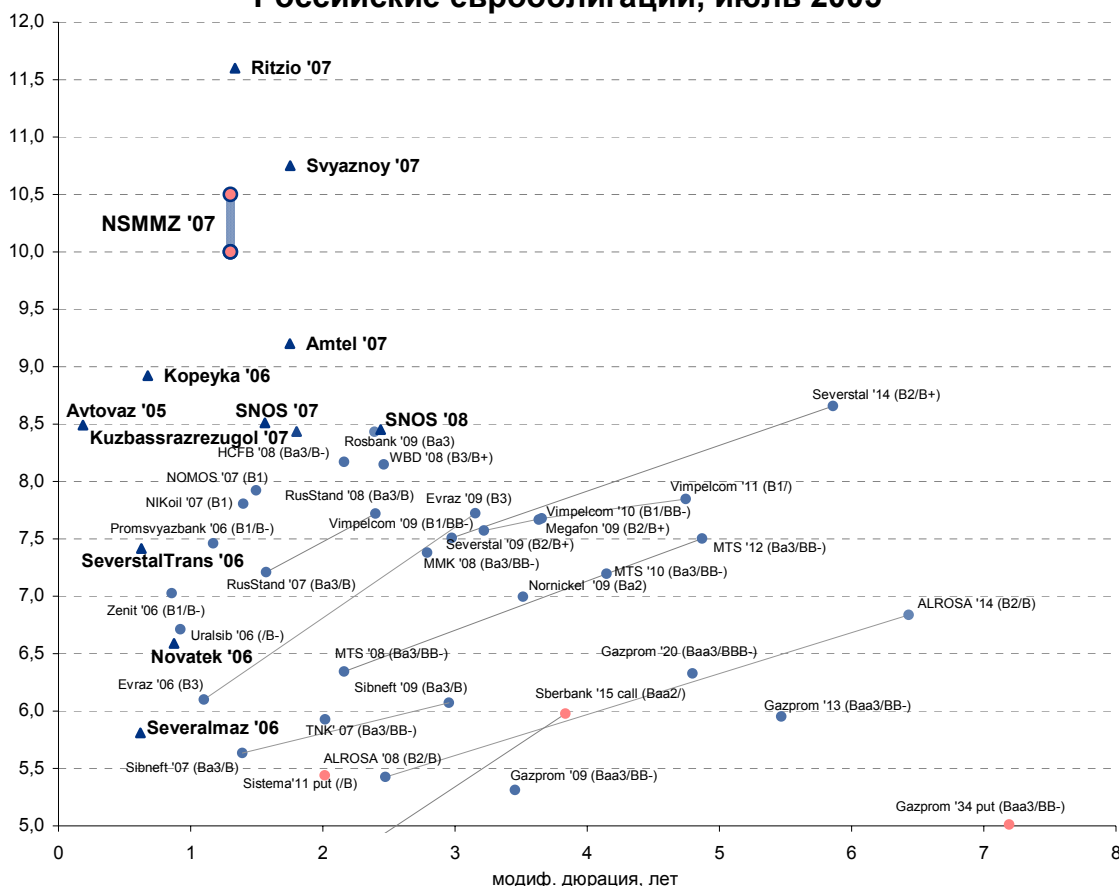
**Даже при достаточно жестком стресс сценарии прогнозируемых результатов кредитные показатели демонстрируют достаточную прочность**



**Ожидаемый прайсинг**

Доходность предлагаемых CLN ожидается в диапазоне 10,0-10,5%, На этом уровне бумага достаточно привлекательна по сравнению с группой обращающихся выпусков CLN и предлагает значительную премию в размере около 390-440 б.п. к экстраполированной кривой ММК 08 с той же дюрацией и порядка 370-420 б.п. к Северсталь 09 с той же дюрацией (см. график).

**Российские еврооблигации, июль 2005**



**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами****Руководитель бизнес-блока**

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she\_sa@uralsib.ru

Андрей Дабижа, трейдер по еврооблигациям, dab\_ay@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov\_en@uralsib.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor\_av@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar\_am@uralsib.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal\_av@uralsib.ru

Александр Чекин, аналитик, cek\_aa@uralsib.ru

**Управление рынков долгового капитала****Руководитель управления**

Дмитрий Волков, vda@uralsib.ru

Илья Зимин, директор, zimmin@uralsib.ru

Дарья Солюшкина, ст. специалист, son\_da@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim\_gg@uralsib.ru

**Аналитическое управление****Руководитель управления**

Петру Вадува, vad\_pe@uralsib.ru

**Заместитель руководителя управления**

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

**Стратегия**

Петру Вадува, руководитель управления, vad\_pe@uralsib.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@uralsib.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@uralsib.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai\_ng@uralsib.ru

**Металлургия/Машиностроение**

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo\_vb@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu\_ks@uralsib.ru

**Телекоммуникации**

Константин Чернышев, ст. аналитик, che\_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud\_sa@uralsib.ru

**Нефть и газ / Энергетика**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kog\_an@uralsib.ru

Марина Лукашова, аналитик, luk\_mr@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai\_ma@uralsib.ru

Анна Юдина, аналитик, udi\_an@uralsib.ru

**Банки**

Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@uralsib.ru

**Потребительский сектор**

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr\_my@uralsib.ru

**Экономика России**

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@uralsib.ru

**Редактирование/Полиграфия/Перевод**Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),  
bra\_ms@uralsib.ruКристофер Роуз, редактор (англ. яз.),  
ros\_ch@uralsib.ruЮлия Прокопенко, ст. редактор,  
pro\_ja@uralsib.ruАндрей Пятигорский, ст. редактор,  
pya\_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru\_jo@uralsib.ru

**Интернет / Базы данных**

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@uralsib.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra\_kv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005