

## ВЕРНОЕ ВРЕМЯ ДЛЯ ДЕБЮТА НЛМК ВЫХОДИТ НА РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Стартовало дебютное размещение облигаций НЛМК. Новолипецкий металлургический комбинат на прошлой неделе открыл книгу заявок на размещение своего дебютного выпуска облигаций **БО НЛМК-5** объемом 10 млрд руб. (344 млн долл.) Дата размещения – 30 октября. Привлеченные средства компания намерена направить на рефинансирование краткосрочной задолженности, а также на текущие корпоративные расходы. Выпуск удовлетворяет всем требованиям для включения в список РЕПО Центрального банка. Ориентир организатора размещения по купонной ставке составляет 10,75–11,00%, что соответствует доходности в 11,04–11,30% к погашению через три года. Исходя из нашей оценки, справедливый уровень доходности для **БО НЛМК-5** составляет 11,1–11,3%, что находится в рамках установленного организатором ориентира.

**Хорошо известная инвесторам компания.** НЛМК – четвертая по размеру сталелитейная компания в России, совокупный объем производства стали которой в прошлом году составил 8,5 млн т. НЛМК производит преимущественно полуфабрикаты (слябы), стальной прокат и трансформаторную сталь (являясь в последнем сегменте монополистом на российском рынке). Компания – крупнейший российский экспортер стали: на экспортные поставки приходится 70–75% от всего объема ее выручки. Экспортные поставки осуществляются преимущественно в страны Европы и Юго-Восточной Азии. НЛМК контролирует один из лучших железорудных активов в России, Стойленский ГОК, который покрывает потребности компании в железной руде и является одним из ее основных конкурентных преимуществ. Низкая себестоимость производства позволяет НЛМК оставаться наиболее рентабельным производителем стали в России: средняя рентабельность по EBITDA у компании за последние пять лет составляет 40%. НЛМК хорошо знаком инвесторам – 13% акций компании находятся в свободном обращении: 4,5% в РТС и 8,5% на Лондонской фондовой бирже.

## ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

### Информация о выпуске

Эмитент	Новолипецкий МК
Кредитный рейтинг эмитента	BBB-/Ba1/BB+
Серия облигаций	БО НЛМК-5
Объем	10 млрд руб.
Дата погашения	Через три года
Купон	Полугодовой
Ориентир по доходности	УТМ 11,04–11,30%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги заявок	30.окт.09
Справедливая доходность*	УТМ 11,1–11,30%

\* - оценка УРАЛСИБа

### НЛМК: лучший кредитный профиль Основные финансовые показатели сталелитейных компаний, млн долл.

	Новолипецкий МК (BBB-/Ba1/BB+)		Евраз (B+/B1/B+)		Северсталь (BB-/Ba3/B+)		Мечел (NR)			
	МСФО		МСФО		МСФО		GAAP			
	2008	1 п/г 09	2008	1 п/г 09	2008	1 п/г 09	2008	1 кв. 09		
Выручка	11 699	2 586	20 380	4 639	22 393	5 648	9 951	1 179		
ЕБИТДА	4 560	428	6 323	468	5 312	(161)	3 020	89		
Чистая прибыль	2 279	(243)	1 930	(999)	2 068	(944)	1 141	(691)		
Операционный денежный поток	2 781	927	4 569	1 123	3 435	355	2 230	40		
Совокупный долг	3 010	2 794	9 986	8 482	8 256	7 509	5 369	5 858		
	<i>Краткосрочный долг</i>		1 080	1 126	3 922	3 937	1 978	1 693	5 149	4 744
	<i>Денежные средства и краткосрочные инвестиции</i>		2 168	2 058	930	678	3 586	2 616	255	953
Чистый долг	842	736	9 056	7 804	4 670	4 893	5 114	4 905		
Собственный капитал	8 723	7 926	4 917	9 884	9 554	8 239	4 031	3 143		
Активы	14 065	12 339	19 451	23 115	22 480	19 529	12 010	11 128		
<i>Коэффициенты</i>										
Рентабельность по EBITDA (%)	39,0	16,6	31	10,1	23,7	(2,9)	30,3	7,5		
ЕБИТДА/Проценты	21,0	4,2	9,7	1,4	10,5	-	9,3	0,7		
Долг/ЕБИТДА*	0,7	1,0	1,6	2,7	1,6	3,2	1,8	2,5		
Чистый долг/ЕБИТДА*	0,2	0,3	1,4	2,5	0,9	2,1	1,7	2,1		
Долг/Собственный капитал	0,3	0,4	2	0,9	0,9	0,9	1,3	1,9		

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

## ВЕРНОЕ ВРЕМЯ ДЛЯ ДЕБЮТА

**Эмитент с рейтингом инвестиционной категории.** Если не принимать во внимание Норильский никель, который погасил свой единственный выпуск еврооблигаций в сентябре этого года, НЛМК обладает наилучшим кредитным профилем среди российских компаний металлургического сектора, в настоящий момент представленных на облигационном рынке. Это отражено и в более высоких кредитных рейтингах НЛМК, в том числе в рейтинге инвестиционной категории, присвоенном компании по версии S&P. Несмотря на отрицательный эффект, оказанный на финансовые показатели НЛМК экономическим спадом (отчетность компании по МСФО за I полугодие 2009 г. отразила снижение выручки на 56%, а EBITDA – на 82% относительно аналогичного периода предыдущего года), кредитоспособность эмитента сохранилась на высоком уровне. По состоянию на 30 июня 2009 г. краткосрочный долг НЛМК составлял 1,1 млрд долл., при денежной позиции 2,1 млрд долл. и полученном за I полугодие 2009 г. чистом операционном денежном потоке почти в 1 млрд долл. Соотношение «чистый долг/EBITDA» компании на отчетную дату было консервативным, находясь на уровне 0,3, а коэффициент покрытия EBITDA процентных расходов, составляющий 4,2, выглядел безопасным по меркам российского металлургического сектора.

**Зачем компании занимать сейчас?** Этот вопрос сразу возникает, когда видишь внушительную денежную позицию НЛМК по состоянию на конец I полугодия 2009 г. На наш взгляд, для этого существует ряд объективных предпосылок. Во-первых, компания, вполне вероятно, желает воспользоваться благоприятной конъюнктурой на рынке рублевых облигаций, который сейчас предлагает для заемщиков высокого качества более выгодные условия по привлечению долгового финансирования в сравнении с банковским кредитованием. Это во многом объясняется возможностями использовать облигации данных эмитентов в сделках РЕПО ЦБ. Во-вторых, средства, привлеченные на рынке облигаций, НЛМК сможет направить на рефинансирование части существующих у компании дорогих кредитов и снизить процентные расходы. По состоянию на конец I полугодия 2009 г. более 39% (1,1 млрд долл.) от общего объема долга НЛМК приходилось на задолженность Maxi-Group, приобретенной НЛМК в конце 2007 г. Среди кредитов Maxi-Group некоторые были привлечены по ставкам в LIBOR+17%, EURIBOR+14,25%, а рублевые кредиты – под 25% годовых. Отметим, что помимо размещаемого в настоящее время, НЛМК зарегистрировал еще шесть выпусков биржевых облигаций общим объемом 40 млрд руб. (1,4 млрд), которые могут быть размещены в ближайшем будущем. И в-третьих, мы полагаем, что компания аккумулирует денежные средства для реализации своей программы капитальных вложений. Недавно НЛМК сообщил о планах увеличения мощностей по производству стали до 17,5 млн т в 2013 г. с ожидаемых 10,5 млн т в 2009 г. Ранее компания планировала инвестировать в развитие своих сталелитейных мощностей 6,1 млрд. за период с 2008 по 2015 г., но с началом мирового экономического кризиса НЛМК объявил о пересмотре этой программы, и пока обновленные прогнозы по объему инвестиций еще не были предоставлены.

**Сильные результаты за III квартал и оптимистичный прогноз на IV квартал 2009 г.** Около недели назад НЛМК опубликовал сильные операционные результаты за III квартал 2009 г. Объем производства стали вырос на 11% по сравнению с предыдущим кварталом и на 3% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, достигнув 2,9 млн т, что эквивалентно загрузке производственных мощностей на уровне 95%. Увеличение спроса как на внутреннем, так и на экспортных рынках привело к увеличению объема продаж готовой продукции на 37% относительно предыдущего квартала, до 3,1 млн т, включая 1,0 млн т слябов (рост на 28% с уровня предыдущего квартала). Наибольший рост пришелся на продажи трансформаторной стали, увеличившиеся на 70% по сравнению с предыдущим кварталом до 39 тыс. т после резкого снижения в I полугодии 2009 г. Тем не менее, в сравнении с уровнями годичной давности продажи трансформаторной стали снизились на 58%. В III квартале экспортные поставки составили 72% всего объема продаж НЛМК, или 2,2 млн т.

***НЛМК обладает наилучшим кредитным профилем среди российских компаний металлургического сектора, в настоящий момент представленных на облигационном рынке.***

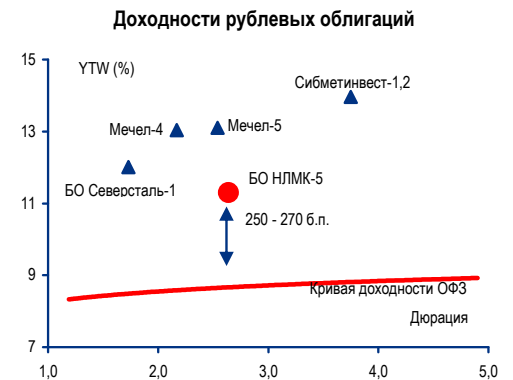
***НЛМК планирует увеличить мощности по производству стали до 17,5 млн т в 2013 г. с ожидаемых 10,5 млн т в 2009 г.***

**ВЕРНОЕ ВРЕМЯ ДЛЯ ДЕБЮТА**

Компания также обнародовала достаточно оптимистические прогнозы на IV квартал 2009 г. и подтвердила свои ожидания по финансовым показателям за III квартал – рентабельность по EBITDA в диапазоне 20–25%, рост выручки на 20% с уровня предыдущего квартала. Это означает, что результаты компании могут оказаться самыми сильными в российском сталелитейном секторе и будут способствовать дальнейшему укреплению кредитного профиля эмитента.

**Уровни справедливой доходности для БО НЛМК-5: УТМ 11,1–11,3%.** Мы оцениваем справедливую доходность для **БО НЛМК-5** на уровне УТМ 11,1–11,3%, что находится в рамках установленного организатором ориентира. Данный уровень доходности подразумевает премию в 80–100 б.п. к выпускам первого эшелона и 250–270 б.п. к кривой доходности ОФЗ, что представляется нам оправданной компенсацией за кредитный риск эмитента. Дисконт по доходности **БО НЛМК-5** к **БО Северсталь-1** (УТР 12,01%), равный 70–90 б.п., справедливо отражает разницу в кредитном качестве и кредитных рейтингах двух эмитентов. Мы также полагаем, что и дисконт по доходности **БО НЛМК-5** в 175–200 б.п. к недавно размещенным выпускам **Мечел-5** (УТР 13,1%) и **Мечел-4** (УТР 13,04%) оправдан, так как облигации Мечела не удовлетворяют требованиям для включения в список РЕПО ЦБ РФ, а также ввиду более слабого кредитного профиля последнего.

**Премия 250–270 б.п. к ОФЗ вполне оправданна**



\* - все котировки от 23 октября 2009 г.  
 Источники: ММВБ, 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 Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

## Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovan@uralsib.ru  
Галина Гудыма, гл. специалист, gud\_gi@uralsib.ru  
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore\_vv@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

# Аналитическое управление

**Руководитель управления**  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myr\_nv@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

### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru  
Михаил Занозин, zanozinmy@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, baktinkv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

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

### Потребительский сектор/Недвижимость

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru  
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

## Редактирование/полиграфия/перевод

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

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, 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 оферта или предложение сделать 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2009