

ТОРГОВАЯ ИДЕЯ: НЕДООЦЕНЕННАЯ БУМАГА С ИНВЕСТИЦИОННЫМ РЕЙТИНГОМ

Среднесрочные рублевые выпуски НЛМК сохраняют привлекательность

Заманчивая премия для эмитента инвестиционной категории. В свете ожидающейся либерализации расчетов по российскому долгу значительная часть потенциала снижения доходности госбумаг уже отыграна, тогда как спред между корпоративным сегментом и ОФЗ остается широким, открывая дополнительные возможности перед участниками рынка. По нашей оценке, на фоне предстоящего расширения базы инвесторов потенциал снижения доходности корпоративных бумаг в текущем году составляет 1 п.п., при этом наибольшим спросом будут пользоваться заемщики с высоким кредитным качеством. В этой связи мы обращаем внимание на среднесрочные выпуски НЛМК, являющиеся наиболее привлекательными в категории корпоративного долга с инвестиционным рейтингом. Бумаги серий 7,8 и БО-4, БО-7, со сроком погашения/оферты на горизонте 20–35 месяцев предлагают доходность 8,1–8,2% – одну из самых высоких в сегменте корпоративных бумаг первого эшелона при сопоставимой дюрации, а спред к кривой ОФЗ на уровне 190–200 б.п. выглядит слишком широким для эмитента с инвестиционными рейтингами даже с учетом возможного некоторого ухудшения кредитных метрик вследствие волатильности сырьевых рынков. Мы не ожидаем существенного падения показателей НЛМК как по итогам 2012 г., так и в 2013 г., а низкий риск рефинансирования представляет собой еще один повод обратить внимание на указанные выпуски эмитента.

Российский рынок остается локомотивом роста, европейский сталелитейный сегмент в 2013 г. может вновь разочаровать.

В период низких темпов экономического роста более предпочтительно выглядят производители плоского проката, у которых падение спроса и цен на продукцию менее заметно, в то время как осязательное восстановление спроса на сортовой прокат возможно не ранее 2 п/г 2013 г. Продукция сортового проката занимает не более 10% в структуре продаж и выручки НЛМК. Дополнительным преимуществом компании является наличие низкочастотных российских сталелитейных и железорудных активов (денежные затраты производства слябов – около 411 долл./т), что позволяет поддерживать достаточную рентабельность. К негативным факторам можно отнести консолидацию американских и европейских стальных активов (формируют порядка 40% выручки НЛМК), которая продолжает оказывать давление на рентабельность и препятствует снижению долговой нагрузки. По нашему мнению, загрузка зарубежных мощностей НЛМК (преимущественно европейских) в ближайшие месяцы будет оставаться низкой, а начало давно прогнозируемого менеджментом разворота стоит ожидать не ранее 2 п/г 2013 г., когда на развитых рынках восстановятся спрос и цены на сталь. Согласно нашей оценке, выручка НЛМК по итогам 2012 г. увеличилась на 5% до 12,3 млрд долл., EBITDA сократилась на 14,5% до 1,9 млрд долл., а операционная рентабельность составила 16%. В 2013 г. мы ожидаем роста доходов компании на 8% год к году до 13,3 млрд долл. и восстановления EBITDA на 19% до 2,3 млрд долл.

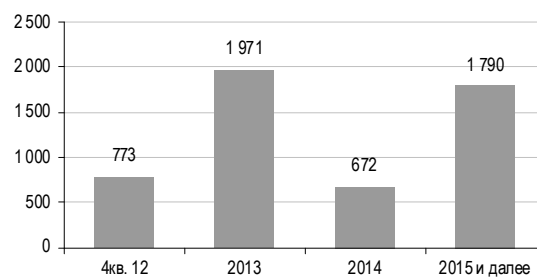
Обращающиеся выпуски

NLMKRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
NLMK'19	500 \$	4,95	26 сен 19	4,52
НЛМК БО-6	10 000 R	7,75	5 мар 13	7,31
НЛМК БО-2	5 000 R	8,75	21 июн 13	7,61
НЛМК БО-3	5 000 R	8,75	21 июн 13	7,61
НЛМК БО-4	5 000 R	8,25	10 сен 14	8,13
НЛМК БО-7	10 000 R	8,95	11 ноя 14	8,20
НЛМК-07	5 000 R	8,50	20 мар 15	8,16
НЛМК-08	10 000 R	8,40	10 дек 15	8,22

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Пик выплат приходится на 2013 г.

График погашений НЛМК, млн долл. (по состоянию на декабрь 2012 г.)



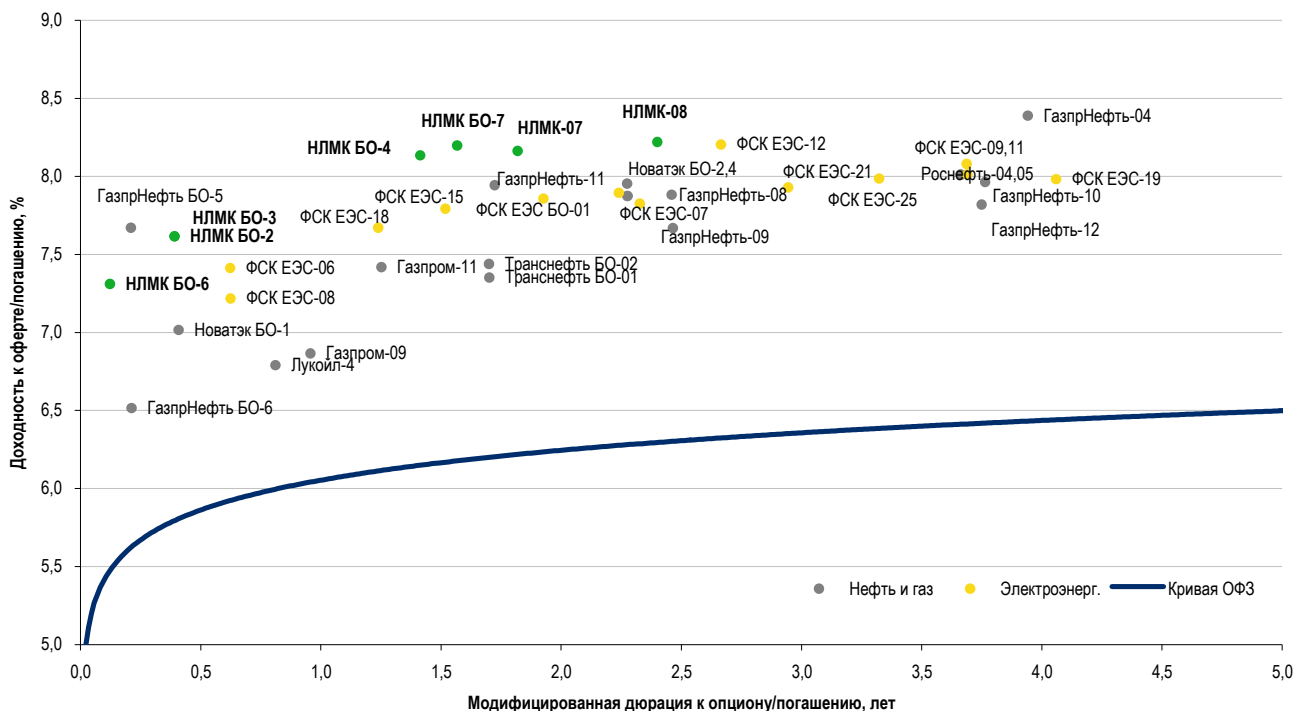
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Незначительные риски рефинансирования, устойчивый кредитный профиль. Кредитное качество НЛМК на сегодняшний день мы оцениваем как высокое, что подтверждается наличием у эмитента рейтингов инвестиционного уровня. Несмотря на рост долговой нагрузки за последний год (1,8 Чистый долг/ЕБИТДА на конец сентября 2012 г.) в связи с консолидацией европейских прокатных активов (SiF), компания отличается консервативным долговым профилем – отношение акционерного капитала к активам составляет 60%. Согласно нашей оценке, совокупный долг НЛМК на конец 2012 г. был равен 4,8 млрд долл. (5,3 млрд долл. на конец 3 кв. 2012 г.), а показатели Долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА составляли 2,5 и 1,8 соответственно (2,8 и 1,8 по итогам 3 кв. 2012 г.). В 4 кв. эмитент успешно погасил 773 млн долл., часть из которых была рефинансирована путем размещения рублевых облигаций на сумму 10 млрд руб. Ближайший пик выплат по обязательствам приходится на текущий год: компании предстоит погасить в общей сложности 1,9 млрд долл., из которых срок платежа по 816 млн долл. (54% всех обязательств) наступает уже в 1 кв. Компания подготовилась к предстоящим выплатам, аккумулировав запас ликвидности на балансе (1,8 млрд долл. на конец сентября 2012 г. и 1,2 млрд долл. (наша оценка) на конец 2012 г.), кроме того, НЛМК сообщил о доступе к невыбранным кредитным средствам в объеме 1 млрд долл. Как следствие, способность компании обслуживать краткосрочный долг не вызывает у нас сомнений, при этом мы не исключаем возможности скорого размещения нового выпуска еврооблигаций с целью оптимизации структуры долгового портфеля и удлинения сроков заимствований.

Вероятность понижения кредитных рейтингов невелика. НЛМК – по-прежнему единственный эмитент среди российских производителей стали, имеющий кредитные рейтинги инвестиционного уровня от всех трех ведущих агентств. Последний раз рейтинги повышались во 2 кв. 2011 г., до того как на балансе компании были отражены негативные последствия консолидации европейских активов. Во 2 п/г 2012 г. Moody's и Fitch подтвердили текущие рейтинги и сохранили стабильный прогноз, тогда как S&P пересмотрело его на «Негативный», заявив о возможном снижении рейтинга на одну ступень, если рентабельность компании в 2012–2013 гг. не восстановится, в частности, в сегменте проката на иностранных предприятиях (в 3 кв. 2012 г. зарубежный дивизион вновь приблизился к уровню безубыточности). Также снижение рейтинга от S&P возможно, если скорректированный показатель FFO/Долг в 2013 г. не превысит 50%. Таким образом, вероятность снижения рейтинга в краткосрочной перспективе от одного агентства все же присутствует, но является не столь значительной. Это может произойти в случае значительного ухудшения рыночной конъюнктуры, что не заложено в наш базовый сценарий, согласно которому НЛМК удержит рентабельность на приемлемом уровне, а возобновление положительной динамики производства на европейских активах возможно уже во 2 кв. 2013 г.

Рублевые среднесрочные выпуски НЛМК сохраняют привлекательность

Рублевые облигации ряда эмитентов первого эшелона по состоянию на 16.01.2013



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Торговая идея: недооцененная бумага с инвестиционным рейтингом

Ключевые финансовые показатели НЛМК

US GAAP, млн долл.

	2008	2009	2010	2011	1 п/г 12	9 мес. 12	2012П
Выручка	11 699	6 140	8 351	11 729	6 351	9 354	12 336
Валовая прибыль	5 391	1 990	2 948	3 360	1 589	2 275	2 472
ЕБИТДА	4 538	1 444	2 349	2 282	1 028	1 511	1 950
Чистая прибыль	2 278	215	1 255	1 358	449	617	953
Долг	3 010	2 495	2 624	4 380	4 343	5 284	4 833
Чистый долг	850	796	1 876	3 583	3 574	3 481	3 533
Капитал	8 724	8 610	9 554	10 105	10 195	10 919	10 689
Активы	14 065	12 502	13 899	17 257	17 103	18 949	17 755
Валовая рентабельность, %	46,1	32,4	35,3	28,6	25,0	24,3	20,0
Рентабельность по ЕБИТДА, %	38,8	23,5	28,1	19,5	16,2	16,2	15,8
Долг / ЕБИТДА	0,7	1,7	1,1	1,9	2,3	2,8	2,5
Чистый долг / ЕБИТДА	0,2	0,6	0,8	1,6	1,9	1,8	1,8
Акционерный капитал / Активы	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Акционерный капитал / Долг	2,9	3,5	3,6	2,3	2,3	2,1	2,2
Доля краткосрочного долга, %	35,9	22,3	20,0	29,8	45,4	46,0	31,2
Операционный денежный поток	2 781	1 394	1 431	1 805	807	1 491	922
Денежный поток от инвест. деят.	(2 399)	(1 771)	(1 847)	(1 869)	(726)	(1 063)	(1 012)
Денежный поток от фин. деят.	799	(535)	(79)	48	(72)	635	(340)
Капзатраты	(1 924)	(1 121)	(1 463)	(2 021)	(810)	(1 157)	(1 012)
Свободный денежный поток	4 705	2 515	(32)	(243)	1 617	2 649	1 934
ОДП / Капзатраты	1,4	1,2	1,0	0,9	1,0	1,3	0,9

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели компаний горно-металлургического сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/MF)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатр., млн долл.	ОДП / Капзатр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Кэфф. текущ. ликв.	Капитал / Активы	
2010	Евраз	13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3	
	Северсталь	13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4	
	ММК	7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6	
	НЛМК	8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7	
	Норникель	12 775	7 174	56,2	1 728	3,2	2 797	0,4	(0,4)		1,0	
	РУСАЛ	10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4	
	Мечел	9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3	
	ТМК	5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2	
	Распадская	706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7	
	Металлоинвест	7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3	
	Кокс	1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4	
	СУЭК	5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3	
	АЛРОСА	3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4	
	Развитые страны											
	ArcelorMittal		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	Nippon Steel		48 089	5 358	11,1	3 695	1,2	16 151	3,0	2,9	1,3	0,5
	Alcoa		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel		26 071	3 682	14,1	2 286	0,4	13 609	3,7	2,9	1,8	0,3
	Vale		47 343	26 298	55,5	13 394	1,5	27 667	1,1	0,7	1,4	0,5
Bumi		2 926	741	25,3	159	1,5	4 092	5,5	5,2	1,9	0,2	
2011	Евраз	В+/Ва3/ВВ-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
	Северсталь	ВВ/Ва2/ВВ-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
	ММК	-Ва3/ВВ+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
	НЛМК	ВВВ-/Ваа3/ВВВ-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
	Норникель	ВВВ-/Ваа2/ВВ+	14 122	7 205	51,0	2 201	2,1	5 141	0,7	0,5		1,0
	РУСАЛ	NR	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
	Мечел	-В1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
	ТМК	В+/В1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
	Распадская	-В1/В+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
	Металлоинвест	-Ва3/ВВ-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
	Кокс	В/В2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
	СУЭК	-Ва3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
	АЛРОСА	ВВ-/Ва3/ВВ-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
	Развитые страны											
	ArcelorMittal	ВВВ-/Ваа3/ВВВ-	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
	Nippon Steel	ВВВ+/А3/ВВВ+	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5
	Alcoa	ВВВ-/Ваа3/ВВВ-	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel	ВВ/Ва3/ВВ+	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3
	Vale	А-/Ваа2/ВВВ+	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6
Bumi	ВВ/Ва3/-	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2	
2012П	Евраз	В+/Ва3/ВВ-	14 721	2 261	15,4	1 224	0,8	7 339	3,2	3,0	2,0	0,4
	Северсталь	ВВ+/Ва1/ВВ	14 488	2 533	17,5	1 300	2,2	5 921	2,3	1,6	1,6	0,4
	ММК	-Ва3/ВВ+	9 689	1 302	13,4	870	1,1	3 742	2,9	2,5	1,4	0,6
	НЛМК	ВВВ-/Ваа3/ВВВ-	12 336	1 950	15,8	1 012	0,9	4 784	2,2	2,1	2,0	0,6
	Норникель	ВВВ-/Ваа2/ВВ+	11 659	4 810	41,3	1 769	2,4	4 017	0,8	0,4		1,0
	РУСАЛ	NR	11 689	1 262	10,8	779	2,0	11 322	9,0	8,2	2,2	0,4
	Мечел	-В2/-	12 087	1 619	13,4	954	0,3	9 894	6,1	5,7	1,2	0,3
	ТМК	В+/В1/-	6 843	1 175	17,2	400	1,9	3 746	3,2	3,0	1,6	0,3
	Распадская	-В1/В+	590	162	27,5	302	0,6	551	3,4	2,7	0,9	0,5
	Металлоинвест	-Ва3/ВВ-	10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
	Кокс	В/В2/-	1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
	СУЭК	-Ва3/-	7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
	АЛРОСА	ВВ-/Ва3/ВВ-	4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2013