

Металлургический сектор: Новое размещение Мечела - повод купить облигаций Евраз

Российский рынок облигаций

07 сентября 2010 г.

Выводы

Объявленная ставка купона по новым облигациям Мечела (серии 13 и 14) в размере 10,0% (доходность к 5-летней оферте – 10,25%), как мы считаем, весомый аргумент в пользу увеличения позиций в облигациях Сибметинвеста.

Выпуски Сибметинвеста (Евраз) серий 01 и 02 имеют дюрацию почти на год короче, чем новые выпуски Мечела, и на текущий момент предлагают идентичную доходность в размере УТР 10,25% (премия к кривой Мечела составляет около 30 б.п.). На более коротком сроке инвестирования (около 2,5 лет) облигации Мечела торгуются с аналогичным дисконтом по доходности к бумагам Евраз (см. диаграмму доходностей на стр.2). С кредитной точки зрения мы не видим оснований для существования какого-либо спреда между кривыми доходностей данных эмитентов и ожидаем его исчезновения в краткосрочной перспективе. Таким образом, среди облигаций Евраз наибольшим потенциалом ценового роста на фоне размещений новых займов Мечела обладают выпуски Сибметинвест-1/2.

Инвестиционный анализ

Мечел и Евраз: один сектор, схожие риски. Финансовые показатели как Мечела, так и Евраз преимущественно определяются уровнями спроса и цен на сталелитейную продукцию. Стальной сегмент в 2009 г обеспечил около 57% консолидированной выручки Мечела и 92% выручки Евраз. Теоретически, к определенным преимуществам Мечела, можно отнести тот факт, что структура его выручки более диверсифицирована в сравнении с Евразом: 27% доходов Мечелу в 2009 г принес горнодобывающий сегмент.

Однако по сути, горнодобывающее подразделение Евраз обеспечивает сырьем его собственные сталелитейные мощности, в то время как Мечел реализует часть сырья на «сторону». Кроме того, как показал экономический спад 2008 – 2009 гг, в период резкого падения сырьевых рынков, более диверсифицированная структура доходов, никак не выделила Мечел из общей массы российских металлургических компаний.

Отдаем предпочтение кредитному профилю Евраз. Мы ожидаем, что на фоне позитивных трендов в металлургической отрасли в текущем году, Мечел и Евраз в значительной степени улучшат свое финансовое положение. Если же сопоставлять текущие и прогнозируемые нами по результатам 2010 года кредитные показатели двух эмитентов, то перспективы Евраз выглядят лучше. Хотя обе компании успешно рефинансируют свои краткосрочные долги, мы отмечаем, что баланс Мечела более перегружен долгом, по сравнению с Евразом. При этом Мечел продолжает проводить достаточно агрессивную долговую политику, что сдерживает улучшение показателей его долговой нагрузки. На конец 2010 г мы прогнозируем соотношение Чистый долг/ЕБИТДА Мечела на уровне 3,7х против 2,6х у Евраза.

Рейтинг Евраза выглядит заниженным относительно рейтинга Мечела. На текущий момент кредитные рейтинги Евраза (В/В1/В+) и Мечела (-/В1/-) по версии Moody's находятся на одном уровне: «В1» (прогноз «Стабильный»). Мы обращаем внимание, что Moody's в последний раз пересматривало рейтинг Евраза в конце 2009 г., в то время как Мечелу кредитный рейтинг был присвоен в мае 2010 г. Таким образом, если оценивая Мечел Moody's уже принимало во внимание значительное улучшение конъюнктуры с начала 2010 г (в частности, на рынке сталелитейной продукции), то в рейтинге Евраза этот факт не учтен. Кроме того, наличие у Евраза кредитных рейтингов от трех международных агентств повышает для инвесторов объективность оценки рисков эмитента, в то время как у Мечела рейтинг от Moody's пока единственный.

Рекомендуем увеличивать позиции в выпусках Сибметинвест-1/2. С учетом вышеприведенных доводов, с кредитной точки зрения мы не видим оснований для существования спреда между облигациями Мечела и Евраза. Также, учитывая больший навес первичного предложения со стороны Мечела (у компании на текущий момент зарегистрированы выпуски суммарным объемом 47 млрд руб против 15 млрд руб у Евраза), мы полагаем, что существующий спред между кривыми доходностей Мечела и Евраза должен в краткосрочной перспективе исчезнуть. Таким образом, делая сейчас выбор между бумагами данных эмитентов, мы рекомендуем инвесторам отдавать предпочтение более высокодоходным облигациям Евраза, которые также являются более «защитными» инструментами в случае роста процентных ставок. Наибольшим потенциалом ценового роста на фоне размещений облигаций Мечел-13/14, обладают выпуски Сибметинвест-1/2.

Илл. 1: Финансовые показатели Мечела и Евраза

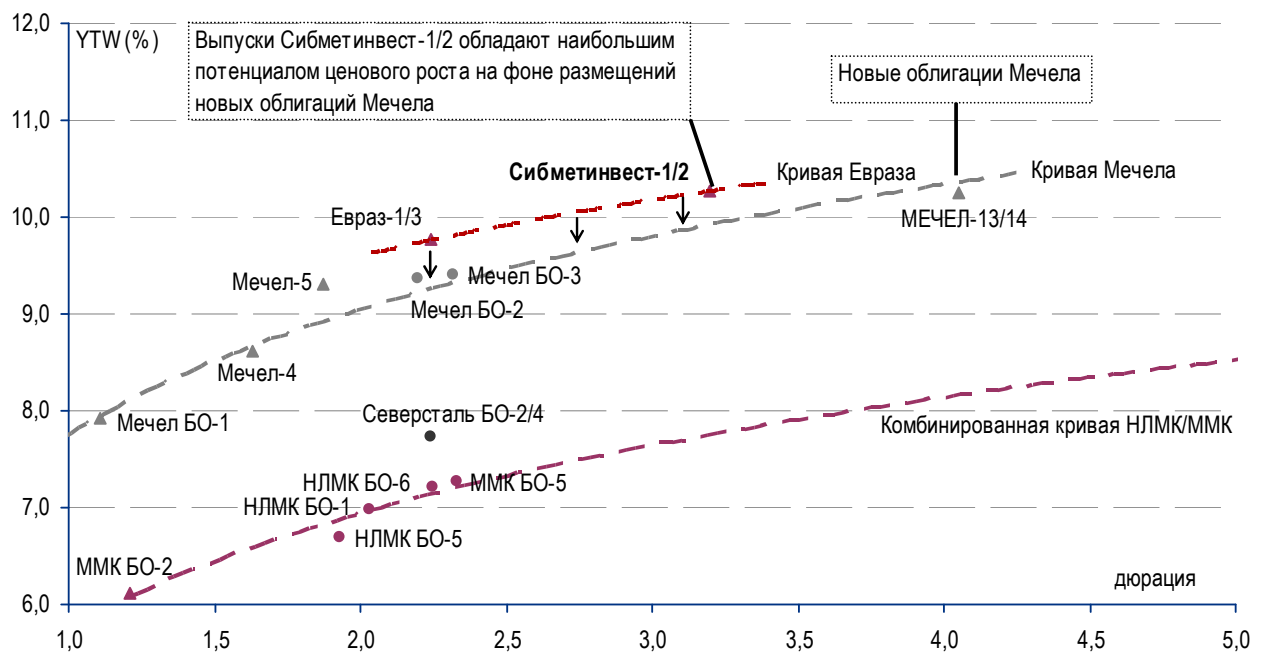
\$, млн.	Мечел (-/В1/-)			Евраз (В/В1/В+)		
	2009	ИКВ 2010	2010П	2009	ИП 2010	2010П
Выручка	5 754	1 900	8 201	9 772	6 379	14 286
ЕБИТДА	673	269	1 553	1 237	1 154	2 384
Проц. расходы	(499)	(126)	(435)	(677)	(368)	(542)
Общий долг	5 997	6 309	-	7 923	7 873	-
Краткосрочный долг	1 923	2 093	-	1 922	1 740	-
Денежные средства	415	336	-	675	654	-
Чистый долг	5 582	5 973	5 797	7 248	7 219	6 314
Коэффициенты						
Норма ЕБИТДА,%	11.7	14.2	18.9	12.7	18.1	16.7
Чистый долг/ЕБИТДА (х)	8.3	7.0	3.7	5.9	3.8	2.6
ЕБИТДА/Проц.расходы (х)	1.3	2.1	3.6	1.8	3.1	4.4

Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Илл.2: Диаграмма доходностей рублевых облигаций металлургического сектора



* - котировки по состоянию на 06 сентября 2010 г.
Источники: ММВБ, оценка Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Станислав Боженко, Ph.D, старший кредитный аналитик (7 495) 924-25-15 (доб. 71-21) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.