



Аналитический обзор

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж

3 ноября 2010 г.

Тел: 7 (495) 258 1988

Факс: 7 (495) 258 1989

ММК, Северсталь — слишком дорого, чтобы покупать Торговая идея

Аналитики: Иван Манаенко,
Анна Соболева
Эл. почта: IManaenko@veles-capital.ru

Ключевые моменты

Международный кредитный рейтинг

| | |
|------------|--------------|
| НЛМК | BBB-/Ba1/BB+ |
| Северсталь | BB-/Ba3/B+ |
| ММК | -/Ba3/BB |

Мы провели сравнительный анализ компаний металлургического сектора, чьи облигации являются наиболее ликвидными в последнее время. По нашей оценке, уровень кредитного риска НЛМК ниже, чем у ММК и Северстали. Спрэд доходности НЛМК к ОФЗ, находящийся в диапазоне 90-120 б.п., является самым низким среди эмитентов без госучастия в капитале, и потенциал его дальнейшего сужения, по-нашему мнению, исчерпан. На этом основании мы считаем переоцененными выпуски ММК и Северстали. В случае перетока капитала в другие сегменты рынка или глобальной фиксации прибыли по облигациям ММК и Северстали может наблюдаться большее снижение цены, чем по рынку в целом.

Согласно нашей рейтинговой модели, уровень кредитного риска ММК по итогам 1 полугодия 2010 г. составил 2,61х, НЛМК – 1,82х, Северстали – 2,94х. На предыдущей неделе все три компании объявили о своих производственных результатах за 3 квартал 2010 г.:

- НЛМК объявила о росте продаж готовой продукции на 4,8% к объему 2-го квартала. По предварительным оценкам компании, выручка в 3 квартале составила 2,1 млрд руб., рентабельность по EBITDA - 30%. В 4-м квартале НЛМК не ожидает существенных изменений операционных показателей, т.е. выручка во 2-м полугодии составит 4,2 млрд руб., а рентабельность по EBITDA – 30%.
- Объемы продаж Северстали за 3 квартал практически не изменились. При этом выручка, на фоне изменения ее структуры, по нашим оценкам, снизилась на 7,4% по сравнению с 2 кварталом этого года. Всего за 2-е полугодие мы ожидаем выручку Северстали на уровне 8 млрд долл., что на 8,5% больше 1-го полугодия. По показателю рентабельности по EBITDA мы ожидаем рост, возможно, до 22%.
- Рост производства на предприятиях ММК в 3 квартале составил в среднем 1,5%. Предполагая сохранение объемов производства и пропорциональный рост продаж, мы ожидаем увидеть объем выручки компании по итогам 2 полугодия 2010 г. около 4,3 млрд долл. (+ 15,7% по сравнению с 1-м полугодием этого года). Рентабельность по EBITDA во 2-й полугодии может составить 22-25%.

По данным открытых источников, НЛМК до конца года может увеличить долг на 1,3 млрд долл., Северсталь – на 2 млрд долл., ММК – на 167 млн долл. (все три показателя скорректированы на долю рефинансированных средств).

Наибольшее влияние на рейтинговую оценку по итогам года может оказать изменение долга и рентабельности бизнеса. Остальные параметры, по нашему мнению, до конца года либо останутся на тех же уровнях, либо изменятся у всех трех компаний в равной мере. С учетом вышесказанного, мы ожидаем увеличение кредитного риска НЛМК по итогам года до 1,86х. Однако риск ММК снизится до 2,39х, Северстали – до 2,34х. Таким образом, в обозримой перспективе взаимоположение компаний не должно поменяться, и облигации ММК и Северстали должны торговаться с премией к НЛМК.

Операционные и финансовые результаты

| Северсталь, тыс т. | 1 кв. 10 | 2 кв. 10 | Изм, % | 3 кв. 10 | Изм 9М10 к 9М09, % | Ср. цена за 3 кв. 10 | Изм к 2 кв. 10, % |
|-------------------------------------------|----------|----------|--------|----------|--------------------|----------------------|-------------------|
| Железородные окатыши | 651 | 605 | 76% | 1 065 | -25% | 94 | -5% |
| Прокат: | 3 225 | 3 727 | -11% | 3 322 | 18% | 704 | 1% |
| ГК полоса и толстолистовой прокат | 1 748 | 1 931 | -10% | 1 744 | 23% | 604 | -2% |
| ХК лист | 714 | 855 | -19% | 696 | 20% | 704 | 5% |
| Оцинкованный лист | 603 | 657 | -20% | 526 | 9% | 900 | 0% |
| Изделия конечного производственного цикла | 395 | 500 | -8% | 458 | 13% | 1 183 | 0% |
| ММК, тыс т. | 1 кв. 10 | 2 кв. 10 | Изм, % | 3 кв. 10 | Изм 9М10 к 9М09, % | Ср. цена за 3 кв. 10 | Изм к 2 кв. 10, % |
| Сортовой прокат | 210 | 203 | 66% | 336 | -10% | 595 | 2% |
| Листовой прокат гк | 1 509 | 1 397 | -2% | 1 371 | 10% | 525 | -7% |
| Толстый лист | 176 | 228 | 7% | 245 | n/a | 850 | 7% |
| Листовой прокат хк | 251 | 306 | -9% | 277 | 5% | 617 | 0% |
| Оцинкованный прокат | 120 | 157 | -3% | 153 | 15% | 846 | -7% |
| НЛМК, тыс т. | 1кв10 | 2кв10 | Изм, % | 3кв10 | Изм 9М10 к 9М09, % | | |
| Товарные слябы | 1 008 | 825 | 8% | 889 | 8% | | |
| Сортовая заготовка | 31 | 63 | 14% | 72 | -12% | | |
| Листовой прокат | 1 354 | 1 481 | -2% | 1 454 | 18% | | |
| Сортовой прокат | 246 | 233 | 69% | 394 | -9% | | |
| Метизы | 48 | 56 | 11% | 62 | 15% | | |

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

МСФО, 1 пол. 2010 г. накопленным итогом (LTM), млн долл.

| | ММК | НЛМК | Северсталь |
|--------------------------------------|---------------|---------------|-------------------|
| Внеоборотные активы | 12 750 | 8 713 | 9 814 |
| Основные средства | 11 676 | 7 532 | 8 178 |
| Долгосрочные финансовые вложения | 587 | 387 | 155 |
| Оборотные активы | 2 844 | 4 150 | 8 957 |
| Запасы | 1 022 | 1 401 | 2 688 |
| Дебиторская задолженность | 1 187 | 1 213 | 1 483 |
| Денежные средства | 220 | 953 | 2 056 |
| Краткосрочные финансовые вложения | 202 | 465 | 2 091 |
| Итого активы | 15 594 | 12 863 | 18 771 |
| Акционерный капитал и резервы | 10 078 | 8 796 | 7 255 |
| Уставный капитал | 386 | 221 | 3 311 |
| Добавочный капитал | 1 106 | 99 | 1 166 |
| Нераспределенная прибыль | 10 440 | 9 718 | 2 915 |
| Долгосрочные обязательства | 3 352 | 2 427 | 6 772 |
| Долгосрочные кредиты и займы | 1 949 | 1 828 | 5 303 |
| Краткосрочные обязательства | 2 164 | 1 640 | 4 745 |
| Краткосрочные займы и кредиты | 931 | 539 | 989 |
| Кредиторская задолженность | 1 210 | 1 058 | 1 123 |
| Итого пассивы | 15 594 | 12 863 | 18 771 |
| | ММК | НЛМК | Северсталь |
| Выручка | 6 798 | 7 407 | 15 632 |
| Операционная прибыль (ЕБИТ) | 662 | 1 622 | 1 440 |
| Амортизация | (735) | (501) | (961) |
| ЕБИТДА | 1 397 | 2 123 | 2 401 |
| Норма ЕБИТ, % | 9,74 | 21,90 | 9,21 |
| Норма ЕБИТДА, % | 20,55 | 28,67 | 15,36 |
| Чистые финансовые доходы | (103) | (32) | (543) |
| Чистая прибыль | 442 | 1 040 | (696) |
| Норма чистой прибыли | 6,50 | 14,05 | -4,45 |

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовый анализ

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

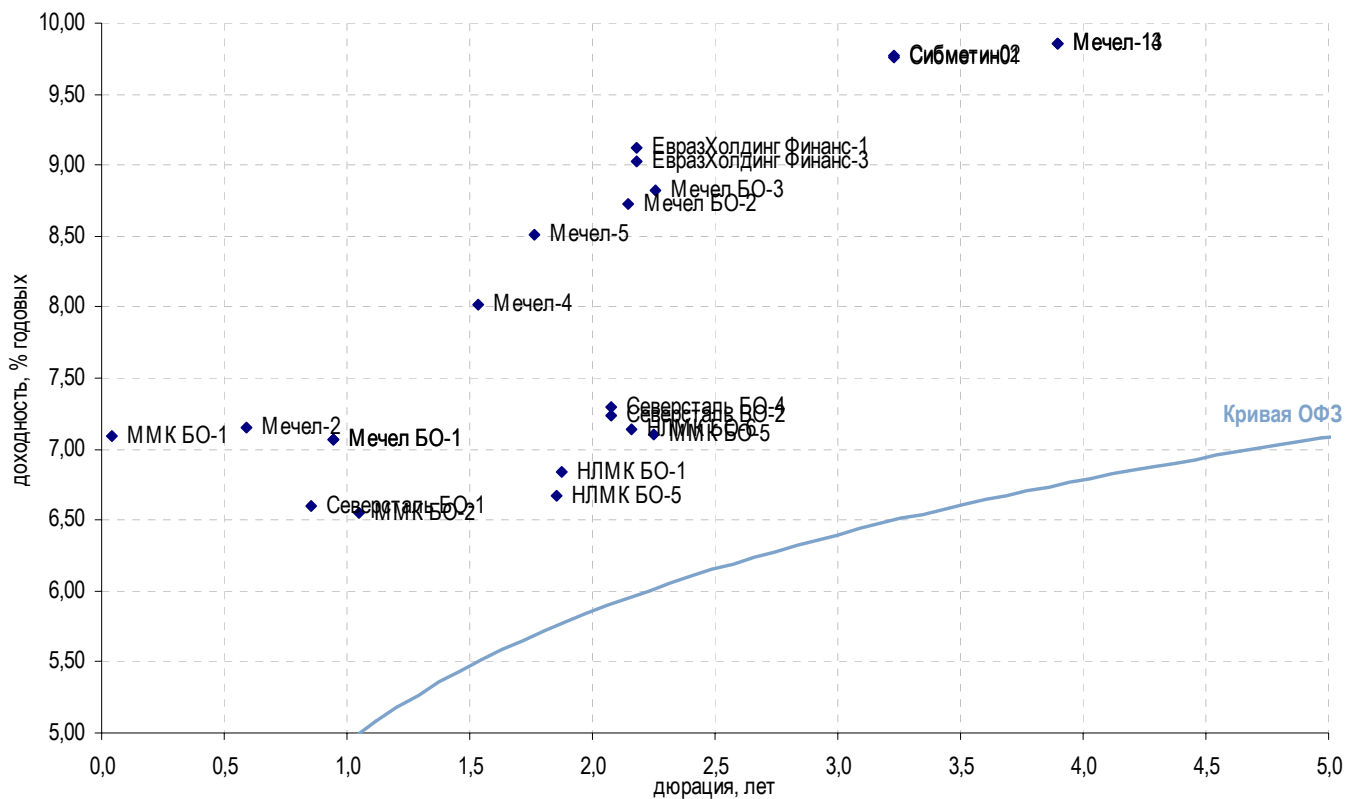
| | ММК | НЛМК | Северсталь |
|----------------------------------------------------------------------|-------|-------|------------|
| I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности: | | | |
| Отношение выручки к суммарной зад-ти (LTM) | 1,23 | 1,82 | 1,36 |
| Отношение выручки к финансовому долгу (LTM) | 2,36 | 3,13 | 2,48 |
| Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM) | 2,06 | 1,11 | 2,62 |
| ЕБИТДА/Проценты к уплате | 11,74 | 26,99 | 3,60 |
| Отношение чистой прибыли к крат. зад-ти (LTM) | 0,47 | 1,93 | -0,70 |
| II Коэффициенты рентабельности: | | | |
| Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM) | 3% | 8% | -4% |
| Рентабельность продаж | 10% | 22% | 9% |
| Рентабельность по чистой прибыли | 7% | 14% | -4% |
| III Коэффициенты структуры капитала:* | | | |
| Доля собственного капитала в балансе | 0,62 | 0,69 | 0,37 |
| Доля краткосрочной задолженности в балансе | 0,14 | 0,13 | 0,25 |
| Обеспеченность оборотных средств СК | 0,24 | 0,60 | 0,47 |
| Доля внеоборотных средств в структуре баланса | 0,82 | 0,68 | 0,52 |
| IV Коэффициенты ликвидности:* | | | |
| Абсолютная ликвидность (срочности) | 0,20 | 0,86 | 0,87 |
| Текущая ликвидность | 1,31 | 2,53 | 1,89 |
| Коэффициент покрытия суммарного долга | 0,52 | 1,02 | 0,78 |
| V Коэффициенты оборачиваемости(все группы): | | | |
| Оборачиваемость активов | 0,44 | 0,58 | 0,83 |
| Оборачиваемость оборотных средств | 2,39 | 1,78 | 1,75 |

РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ

| | ММК | НЛМК | Северсталь |
|--------------------------------------------------|----------------|---------------|----------------|
| I Соотношение притока ден.средств и долга | | | |
| Отношение выручки к суммарной задолженности | 2,11 | 1,52 | 2,87 |
| Отношение выручки к финансовому долгу | 3,46 | 2,45 | 3,25 |
| Отношение выручки к финансовому долгу | 1,35 | 1,19 | 1,32 |
| Долг/ЕБИТДА | 3,08 | 2,02 | 3,75 |
| ЕБИТДА/проценты к уплате | 0,94 | 0,91 | 1,14 |
| Отношение чистой прибыли к кр. зад-ти | 1,06 | 0,92 | 5,00 |
| II Рентабельность бизнеса | | | |
| Рентабельность активов по прибыли от продаж | 2,99 | 1,65 | 3,98 |
| Рентабельность продаж | 4,23 | 2,94 | 4,68 |
| Рентабельность продаж | 3,07 | 1,42 | 3,21 |
| Рентабельность по чистой прибыли | 2,02 | 1,19 | 4,79 |
| III Структура капитала | | | |
| Доля собственного капитала в балансе | 2,59 | 1,89 | 3,03 |
| Доля собственного капитала в балансе | 2,06 | 1,84 | 3,38 |
| Доля краткосрочной задолженности в балансе | 2,72 | 2,54 | 4,22 |
| Коэффициент обеспеченности оборотных средств СК | 3,00 | 1,31 | 1,52 |
| Доля внеоборотных средств в структуре баланса | | | |
| IV Ликвидность | | | |
| Коэффициент абсолютной ликвидности | 3,06 | 1,39 | 1,68 |
| Коэффициент абсолютной ликвидности | 3,19 | 1,09 | 1,09 |
| Коэффициент текущей ликвидности | 3,00 | 1,55 | 2,03 |
| Коэффициент покрытия суммарного долга | 3,00 | 1,52 | 1,93 |
| VI Экспертная оценка (1-5): | | | |
| Отношение рынка к эмитенту (выпуску) | 2,67 | 2,67 | 2,33 |
| Отношение рынка к эмитенту (выпуску) | 2,00 | 2,00 | 2,00 |
| Статус компании | 4,00 | 4,00 | 4,00 |
| Размер компании | 2,00 | 2,00 | 1,00 |
| ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ | | | |
| | 2,61 | 1,82 | 2,94 |
| Уровень кредитного риска | <i>средний</i> | <i>низкий</i> | <i>средний</i> |

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Карта рынка



| Выпуск | Купон, % | Оферта | Погашение | Цена, % | Изм. цены, б.п. | Объем торгов, тыс руб. | Эф. доходь, % год. | Дюрация, лет | Спрэд к крив. ОФЗ | Рейтинг ликвидн. |
|-----------------------|----------|------------|------------|----------|-----------------|------------------------|--------------------|--------------|-------------------|------------------|
| Метзаводы | | | | | | | | | | |
| АМЕТ-1 | 8,50 | 25.08.2011 | 22.08.2013 | - | - | - | - | 0,83 | - | 21 |
| ЕвразХолдинг Финанс-1 | 9,25 | 22.03.2013 | 13.03.2020 | ▼ 100,68 | -0,21 | 12 568 | 9,12 | 2,18 | 315 | 69 |
| ЕвразХолдинг Финанс-3 | 9,25 | 22.03.2013 | 13.03.2020 | ▲ 100,86 | 0,20 | 706 | 9,03 | 2,18 | 306 | 44 |
| Мечел БО-1 | 12,50 | 11.11.2011 | 09.11.2012 | - 105,45 | - | - | 7,07 | 0,94 | 222 | 48 |
| Мечел БО-1 | 12,50 | 11.11.2011 | 09.11.2012 | - 105,45 | - | - | 7,07 | 0,94 | 222 | 48 |
| Мечел БО-2 | 9,75 | - | 12.03.2013 | ▲ 102,51 | 0,01 | 7 | 8,73 | 2,14 | 278 | 45 |
| Мечел БО-3 | 9,75 | - | 24.04.2013 | ▲ 102,45 | 0,55 | 2 059 | 8,82 | 2,26 | 280 | 34 |
| Мечел-13 | 10,00 | 01.09.2015 | 25.08.2020 | ▲ 101,37 | 0,86 | 9 675 | 9,86 | 3,90 | 311 | 47 |
| Мечел-14 | 10,00 | 01.09.2015 | 25.08.2020 | ▼ 101,38 | -0,10 | 10 308 | 9,86 | 3,90 | 311 | 37 |
| Мечел-2 | 8,50 | 15.06.2011 | 12.06.2013 | - 100,86 | - | 78 078 | 7,15 | 0,59 | 292 | 42 |
| Мечел-4 | 19,00 | 26.07.2012 | 21.07.2016 | ▼ 117,99 | -0,02 | 12 184 | 8,02 | 1,53 | 252 | 39 |
| Мечел-5 | 12,50 | 16.10.2012 | 09.10.2018 | ▼ 107,60 | -0,04 | 15 294 | 8,51 | 1,77 | 282 | 41 |
| ММК БО-1 | 9,45 | 18.11.2010 | 15.11.2012 | ▼ 100,10 | -0,05 | 6 006 | 7,09 | 0,04 | 634 | 26 |
| ММК БО-2 | 9,70 | 14.12.2011 | 12.12.2012 | ▼ 103,43 | -0,12 | 41 281 | 6,55 | 1,05 | 156 | 31 |
| ММК БО-3 | 6,47 | 22.03.2012 | 19.09.2013 | - | - | - | - | 1,34 | - | 30 |
| ММК БО-5 | 7,65 | - | 04.04.2013 | ▲ 101,47 | 0,17 | 49 212 | 7,10 | 2,25 | 109 | 40 |
| НЛМК БО-1 | 9,75 | - | 04.12.2012 | - 105,82 | - | - | 6,84 | 1,88 | 107 | 30 |
| НЛМК БО-5 | 10,75 | - | 30.10.2012 | ▲ 107,72 | 0,23 | 12 495 | 6,67 | 1,85 | 92 | 49 |
| НЛМК БО-6 | 7,75 | - | 05.03.2013 | - 101,55 | - | - | 7,14 | 2,16 | 118 | 45 |
| СвобСокол-3 | 18,00 | 23.11.2010 | 24.05.2011 | - | - | - | - | 0,00 | - | - |
| Северсталь БО-1 | 14,00 | 20.09.2011 | 18.09.2012 | ▼ 106,32 | -0,20 | 914 545 | 6,60 | 0,85 | 188 | 54 |
| Северсталь БО-2 | 9,75 | - | 15.02.2013 | ▲ 105,46 | 0,06 | 6 616 | 7,24 | 2,08 | 133 | 45 |
| Северсталь БО-4 | 9,75 | - | 15.02.2013 | ▼ 105,35 | -0,04 | 12 642 | 7,30 | 2,08 | 139 | 27 |
| Сибметин01 | 13,50 | 16.10.2014 | 10.10.2019 | ▲ 112,81 | 0,06 | 311 708 | 9,76 | 3,23 | 326 | 53 |
| Сибметин02 | 13,50 | 16.10.2014 | 10.10.2019 | ▼ 112,80 | -0,05 | 65 424 | 9,77 | 3,23 | 327 | 51 |

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Управление по работе с долговыми обязательствами**bills@veles-capital.ru**

Оксана Теличко
Начальник управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков
Зам. начальника управления
EShilenkov@veles-capital.ru

Оксана Степанова
Зам. начальника управления
OStepanova@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с
векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Медведев
Начальник отдела по работе с
облигациями
OMedvedev@veles-capital.ru

Александр Аникин
Главный специалист
AAnikin@veles-capital.ru

Управление анализа долговых рынков**bonds@veles-capital.ru**

Иван Манаенко
Начальник управления,
макрэкономист
IManaenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор
YKravchenko@veles-capital.ru

Иван Лубков
Программист
ILubkov@veles-capital.ru

Управление по анализу рынка акций**research@veles-capital.ru**

Илья Федотов
Начальник управления,
телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Алексей Мартьянов
Электроэнергетика
AMartyanov@veles-capital.ru

Доверительное управление**am@veles-capital.ru**

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru