

# Российские корпоративные облигации

23 марта 2007 г.

Специальный обзор

## Большие долги малой металлургии

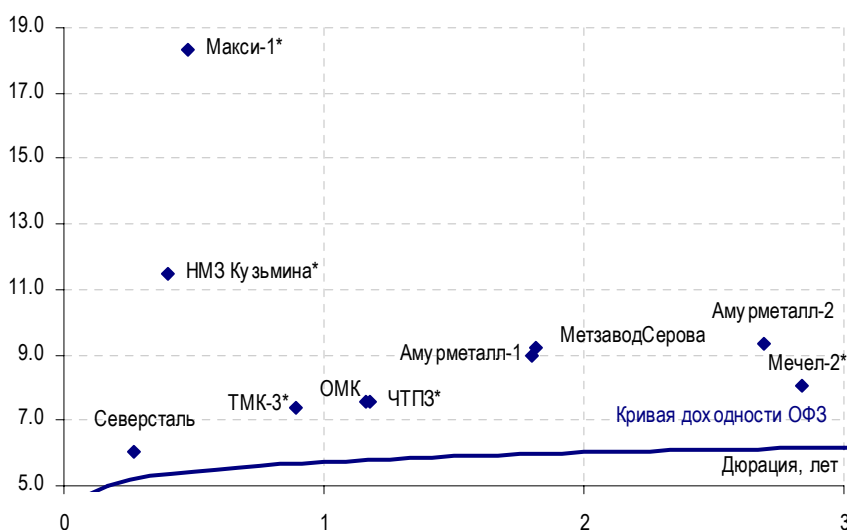
- Предприятия малой металлургии, построенные на основе электросталеплавильной технологии, активно развиваются на базе старых производственных площадок. Несмотря на меньший масштаб, заводы способны обеспечивать рентабельность, сопоставимую с крупнейшими меткомбинатами.
- Основным фактором эффективности мини-заводов является интеграция собственной лозаготовки, которая позволяет существенно повысить рентабельность. Наилучших результатов в этом направлении достигла Макси-Групп.
- Общей чертой всех компаний малой металлургии является относительно высокий уровень долговой нагрузки: от 2.7х Долг/ЕБИТДА у Амурметалла до 7.5х у Макси-Групп.
- Мы оцениваем критический уровень долговой нагрузки для металлургической компании в 5х Долг/ЕБИТДА. Если предприятие неспособно в долгосрочной перспективе снизить долговую нагрузку хотя бы до 4х, то его стоимость для акционеров будет относительно небольшой.
- **Амурметалл** характеризуется самой низкой долговой нагрузкой. Мы предполагаем, что в среднесрочной перспективе Долг/ЕБИТДА компании не будет превышать 3.5х несмотря на масштабную инвестпрограмму.
- **Макси-Групп** – самое эффективное из рассматриваемых предприятий, но его долговая нагрузка близка к критическому уровню, что существенно снижает инвестиционную привлекательность компании.
- Основным фактором кредитного качества **Метзавода им. Серова** является ожидаемая поддержка от группы УГМК. Однако мы не склонны рассматривать облигации компании как долг всей группы УГМК.
- **НМЗ им. Кузьмина** характеризуется низкой рентабельностью и высокой долговой нагрузкой. Кредитное качество бумаг компании поддерживается поручительством от МК ЭСТАР, финансовые результаты которой мы оцениваем более позитивно.

### Наши рекомендации:

### Доходность облигаций на 22 марта

Эмитент	«Справедливый» спред к ОФЗ, б.п.
Амурметалл	300-320
Макси-Групп	550-600
Метзавод им. Серова	320-350
НМЗ им. Кузьмина	550-600

Аналитик: Максим Раскоснов  
+7(495) 981-2893  
mraskosnov@raiffeisen.ru



## Обзор отрасли

**Рассматриваем**  
Амурметалл,  
Макси-Групп (НСММЗ),  
Метзавод им. Серова,  
НМЗ им. Кузьмина

Российская черная металлургия как правило ассоциируется с такими гигантами как Северсталь, НЛМК, ММК, Евраз-Холдинг и Мечел. Но помимо этих флагманов отрасли, на рынке присутствует и значительное число существенно более мелких предприятий, которые выпускают широкий спектр металлургической продукции. И если из крупнейших компаний на рынке рублевых облигаций представлены только Северсталь и Мечел, то более маленькие игроки гораздо активнее прибегают к заимствованиям на внутреннем долговом рынке.

В настоящем обзоре мы кратко рассмотрим бизнес и финансовое состояние всех четырех представленных на долговом рынке компаний малой металлургии: Амурметалла, Макси-Групп (НСММЗ), Метзавода им. Серова. Мы также включили в рассмотрение НМЗ им. Кузьмина, т.к. хотя он и не является сталеплавильным производством, но входит в состав группы Эстар, одним из ключевых направлений бизнеса которой является производство стальной продукции.

**Общая черта всех компаний**  
– сравнительно высокий  
уровень долговой нагрузки

Общей характеристикой всех перечисленных компаний является довольно высокий уровень долговой нагрузки. Такая ситуация связана, прежде всего, с тем, что активный инвестиционный цикл этих предприятий начался сравнительно недавно. Для возобновления и модернизации производства все заводы приобретали новое оборудование лидирующих иностранных производителей, а основным источником инвестиций были преимущественно долговые ресурсы.

### Что такое «mini-mill»

**Основа технологических**  
**процессов -**  
**электросталеплавление**

Рассматриваемые в данном обзоре компании с точки зрения используемой технологии принципиально отличаются от «традиционных» металлургов. Основной технологией производства стали на этих предприятиях является не доменный процесс, заключающийся в восстановлении железа из оксидов, а электросталеплавильный (ЭСП) процесс. Строительство относительно небольших по масштабам ЭСП-заводов получило широкое распространение на Западе в 1980-х годах, а сами заводы обычно называют термином «mini-mill».

Основные технологические различия между mini-mill и традиционным заводом приведены в таблице:

	«Традиционный» металлургический завод	Mini-mill на базе ЭСП-технологии
<i>Исходное сырье</i>	железорудный концентрат	лом черных металлов, чугуна
<i>Основа технологического процесса</i>	восстановление железа из руды в доменной печи с использованием коксующегося угля	выплавка стали из лома и чугуна в электродуговых печах
<i>Масштаб производства</i>	8-12 млн тонн в год	В среднем – 2 млн тонн в год на 1 заводе

**Первичное сырье –**  
**металлолом или чугун**

Главным отличием ЭСП-процесса является использование в качестве первичного сырья не железорудного концентрата, а металлолома или чугуна. С операционной точки зрения такой подход позволяет избежать привязки завода к месторождениям железной руды. Таким образом, mini-mills территориально в большей степени привязаны к крупным центрам потребления металла, в которых, как правило, сосредоточено и значительное количество источников металлолома.

**Ключевой фактор рентабельности – собственная ломозаготовка**

Использование уже восстановленного из руды железа (металлолом, чугун) в качестве первичного сырья на ЭСП-заводах определяет один из основных факторов эффективности этого бизнеса – интеграцию собственной ломозаготовки. Наличие собственных заготовительных площадок, которые способны обеспечить значительную часть сырьевых потребностей завода, позволяет значительно повысить рентабельность производства стали. Таким образом, сырьевая независимость является одним из ключевых факторов успеха в малой металлургии. Одной из наиболее распространенных моделей сотрудничества с ломозаготовителями является объединение металлургического завода и компаний по заготовке лома в рамках холдинга.

**По масштабу mini-mill в 5-10 раз меньше крупных «традиционных» меткомбинатов**

ЭСП-технология подразумевает отказ от первой стадии металлургического передела: восстановления железа из оксидов (железной руды) в доменных печах. Особенностью доменного процесса является тот факт, что максимальная эффективность достигается, как правило, при значительных масштабах производства. В отличие от нее концепция mini-mill позволяет строить экономически эффективные производства существенно меньшего масштаба, чем крупные металлургические комбинаты.

Производственная мощность крупнейших российских металлургических комбинатов по выплавке стали (НЛМК, Череповецкий меткомбинат, Магнитогорский меткомбинат) составляет 9-12 млн тонн в год. Мощность электросталеплавильных заводов, рассматриваемых в данном обзоре, составляет 1-2 млн тонн стали в год. Таким образом, они в 5-10 раз меньше своих «старших» собратьев.

**Сортамент практически не отличается от крупных заводов**

По сортаменту выпускаемой продукции ЭСП-заводы практически не отличаются от традиционных меткомбинатов. Основными видами товарной продукции в обоих случаях являются сортовой и листовой прокат с различными техническими характеристиками. С точки зрения качества продукция, произведенная по ЭСП-технологии, не уступает стали, полученной традиционным доменно-мартеновским способом. В некоторых случаях ЭСП-процесс позволяет получать сталь с более точным химическим составом, поэтому крупные комбинаты также используют электросталеплавильные печи.

**На технологию ЭСП пришлось 22.5% выплавки стали в России в 2006 году**

По данным Госкомстата в 2006 году из 70.8 млн тонн стали, выплавленных в России, 15.1 млн тонн (22.5%) было получено по ЭСП-технологии. Значительная часть из этих 15.1 млн тонн была произведена в электропечах крупнейших меткомбинатов, а на 4 компании, рассматриваемые в данном обзоре пришлось, по нашим оценкам, около трети всей выплавленной электростали.

**Mini-mill более гибки, но основным фактором конкуренции является цена**

Отставание по объемам производства от лидеров отрасли требует наличия конкурентных преимуществ, которые позволяли бы ЭСП-заводам выдерживать борьбу за потребителя на рынке стали. Такими преимуществами могут стать:

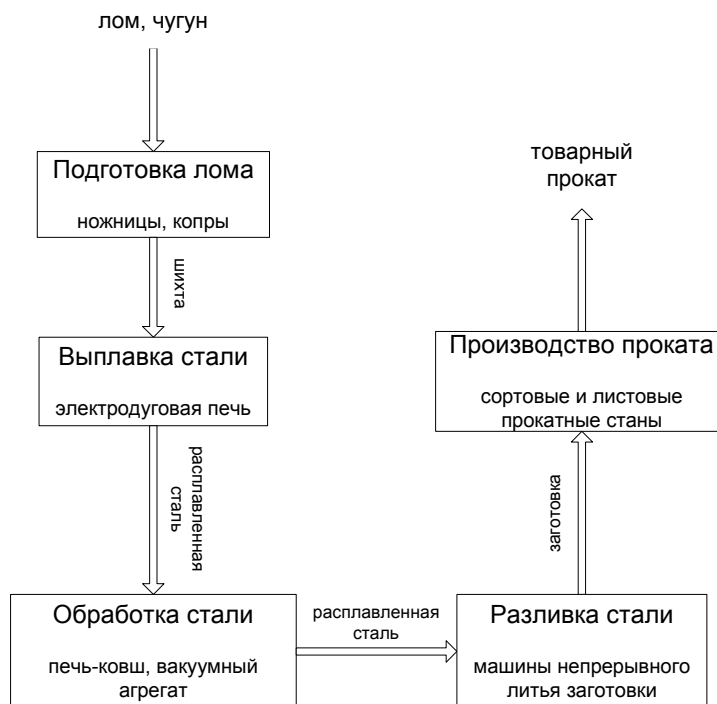
- более низкие транспортные издержки, обусловленные территориальной близостью к крупным потребителям продукции;
- способность более гибко и быстро реагировать на запросы отдельных потребителей за счет расширения сортаментного ряда и производства продукции «под заказ» в соответствии с определенными техническими требованиями.

**Поэтому mini-mill в среднем менее рентабельны, чем крупные меткомбинаты**

Стальная продукция является весьма однородной, поэтому основным параметром конкуренции, естественно, являются цены. При одинаковом уровне цен на сходную продукцию ЭСП-заводы в среднем являются менее рентабельными по сравнению с крупными металлургическими комбинатами полного цикла. Однако рентабельность наиболее эффективных ЭСП-заводов, полностью обеспеченных собственной ломозаготовкой (НСММЗ, маржа EBITDA 25-30%), вполне сопоставима с крупными меткомбинатами, не имеющими собственной сырьевой базы (Магнитогорский Меткомбинат, маржа EBITDA – 32% по итогам 2006 года).

## Технология производства

На следующей схеме мы приводим укрупненную модель технологического процесса выплавки стали и производства проката на mini-mill, а также основные виды оборудования, применяемого на каждой стадии производственного процесса:



*Все заводы созданы на базе существовавших ранее производств*

Все рассматриваемые в данном обзоре российские ЭСП-заводы были созданы на базе старых производственных площадок. Собственники заводов инвестировали значительные средства в строительство новых сталеплавильных и прокатных мощностей. В результате эти производства оснащены качественным современным оборудованием иностранных производителей, которое позволяет производить широкий сортамент стальной продукции.

*По технологии и составу оборудования заводы схожи между собой*

В силу схожести технологических процессов и однородности используемого оборудования, можно говорить о том, что на всех заводах после окончания модернизации будут работать схожие производственные комплексы. В зависимости от поставщиков оборудования цена строительства металлургического комплекса может существенно меняться, однако мы все же приведем ориентиры по стоимости инвестпрограммы:

*Стоимость строительства завода мощностью 1 млн тонн стали в год: \$400-500 млн*

- строительство сталеплавильного комплекса и машины непрерывного литья мощностью 1 млн тонн стали в год: около \$400 млн (аналогичный проект реализуется ЧТПЗ для обеспечения трубных заводов собственным штрипсом);
- строительство прокатных мощностей производительностью 1 млн тонн в год: около \$100 млн.

Таким образом, в обобщенном виде затраты на строительство mini-mill с нуля составляют около \$500 млн. В зависимости от наличия оборудования и технологической инфраструктуры на площадке и сложности устанавливаемого оборудования, стоимость может существенно изменяться.

Российские ЭСП-заводы в настоящий момент находятся на разных стадиях модернизации производственного процесса:

- на НСММЗ уже полностью смонтировано и запущено сталеплавильное и прокатное оборудование мощностью до 2 млн тонн в год;
- на Амурметалле запущено сталеплавильное оборудование мощностью 1.1 млн тонн стали в год, ведется строительство второй печи и слябовой МНЛЗ;
- на Метзаводе Серова первая ЭСП-печь уже запущена, но доменное и мартеновское производство еще не остановлены, строительство МНЛЗ пока не начато.

В любом случае, по своим технологическим характеристикам после завершения модернизации это будут достаточно схожие между собой производства.

### Основные виды продукции

С точки зрения сортамента выпускаемой продукции мини-заводы практически не отличаются от своих крупных собратьев-предприятий полного металлургического цикла. Основными видами продукции в обоих случаях являются сортовой и листовой прокат и товарная заготовка. Товарная заготовка является продукцией более низкого передела, поэтому, естественно, что ее рентабельность существенно ниже, чем у проката.

*Мини-заводы производят как сортовой, так и листовой прокат*

Производство сортового и листового проката осуществляется из различной заготовки и в разных прокатных станах. Соответственно, сочетание 2 основных классов производимого проката в рамках одного завода требует наличия большего количества оборудования. С другой стороны, возможность производить как сортовой, так и листовой прокат позволяет более гибко реагировать на запросы потребителей, предлагая им более полный спектр продукции. Все мини-заводы, рассматриваемые в данном обзоре, в той или иной степени рассчитаны на производство обоих классов прокатной продукции.

Крайне важную роль с точки зрения цены стальной продукции играют характеристики получаемого металла:

- химический состав;
- механические свойства.

*По качеству их продукция не уступает большим меткомбинатам*

С точки зрения возможности получения сплавов заданной чистоты и химического состава, ЭСП-производства не уступают кислородно-конвертерным. С помощью специальных технологических процессов (внепечная обработка, вакуумная обработка, шлакообразование, легирование) на ЭСП-заводах добиваются получения сталей заданного химического состава.

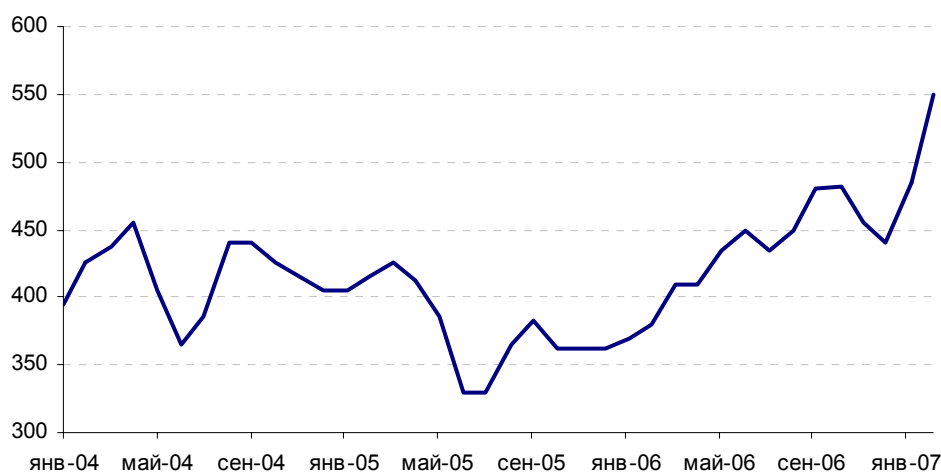
Для достижения требуемых механических характеристик стальной продукции очень важное значение имеет технология разлива горячей стали. Современные сталеплавильные производства на сегодняшний день активно используют технологию непрерывного литья заготовки, которая позволяет добиваться более высоких механических характеристик по сравнению с отливкой в изложницы. Рассматриваемые в данном обзоре мини-заводы либо уже располагают машинами непрерывного литья заготовки (МНЛЗ), либо планируют их строительство в ближайшем будущем.

## Цены на сталь

*С середины 2006 года цены на сталь начали расти*

Определяющее влияние на доходы стальных заводов очевидным образом оказывают цены на стальную продукцию. Хотя сталь и не является биржевым товаром, цены на однородную продукцию являются весьма волатильными. С середины 2006 года отмечен существенный рост цен на все виды стальной продукции, который пока продолжается. Поэтому мы ожидаем, что финансовые результаты всех производителей стального проката в 2007 году окажутся сильнее показателей прошлого года.

### Динамика экспортных цен на российскую арматуру, USD за тонну



Источник: Bloomberg

Однако рост цен на сталь практически сразу ведет к подорожанию основного сырья для mini-mill – металллома. Поэтому, несмотря на 40-50% рост цен, рост рентабельности окажется, судя по всему менее внушительным. При этом в наиболее благоприятной ситуации окажутся металлурги, располагающие собственными ломозаготовительными мощностями.

## Основные факторы кредитного качества

*Главный фактор рентабельности – наличие собственной ломозаготовки*

Как мы уже отмечали, наличие собственных мощностей по ломозаготовке позволяет существенно повысить рентабельность ЭСП-предприятий. По нашим оценкам, дополнительная маржа, получаемая сталеплавильным предприятием, на 100% обеспеченным собственным ломом, может составлять до 10-15%.

Специфика бизнеса по заготовке лома состоит в его крайне низкой финансовой прозрачности: как правило, ломозаготовительный бизнес состоит из очень большого числа юр.лиц, которые далеко не всегда объединены в единую юридическую структуру. По этой же причине финансовые результаты ломозаготовительных предприятий весьма затруднительно оценивать по российской отчетности.

*В рамках холдинговых структур маржа, как правило, остается на металлургических заводах*

С другой стороны, капиталоемкость бизнеса по заготовке лома очень невелика: в отличие от сталеплавильного производства он не требует значительных инвестиций в основные средства. Поэтому в рамках холдингов, включающих в себя ломозаготовительное направление, основная часть маржи, по нашим оценкам, остается на сталеплавильных заводах: такая структура потоков необходима из-за достаточно высокой потребности этих заводов в заемных финансовых ресурсах.

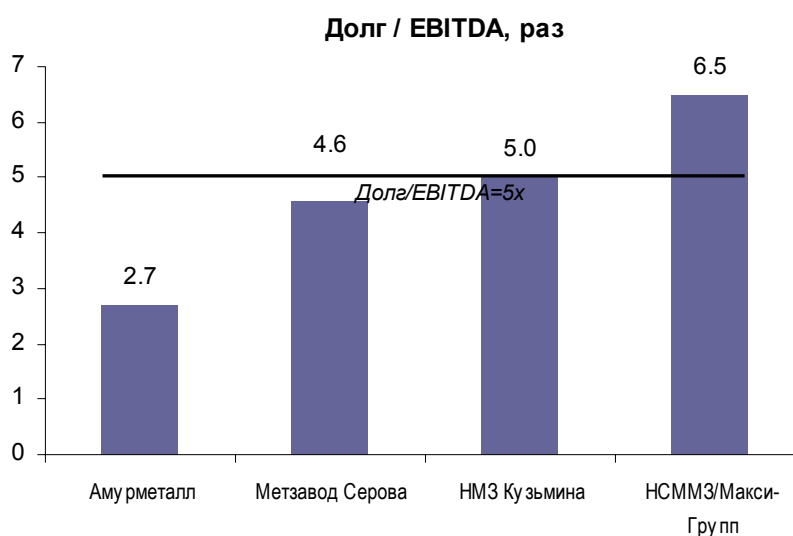
**Финансовая прозрачность  
удовлетворительна, но  
есть к чему стремиться**

Финансовую прозрачность российских электрометаллургов мы оцениваем как удовлетворительную: как правило, отчетность по РСБУ позволяет составить достаточно полное представление о финансовом состоянии компаний. С другой стороны, наличие сложных холдинговых структур (Макси-Групп, ЭСТАР) может в значительной степени исказить показатели долговой нагрузки из-за больших объемов внутригрупповых операций. Отчетность холдингов по МСФО либо отсутствует, либо публикуется с очень большим отставанием.

**Ключевой фактор – высокий  
уровень долговой нагрузки**

На наш взгляд, определяющим фактором кредитного качества для ЭСП-предприятий является относительно высокий уровень долговой нагрузки, который характерен для всех рассматриваемых в данном обзоре компаний:

### Долговая нагрузка сталеплавильных компаний по итогам 9М2006



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

**Инвестиционная программа  
финансируется в основном  
за счет долговых ресурсов**

Такая ситуация имеет вполне очевидное объяснение: инвестиционный цикл этих предприятий начался относительно недавно, программы капитальных затрат завершены далеко не на всех производствах, не все заводы выведены на полную производственную мощность. При этом основным источником финансирования инвестиций в строительство современных ЭСП-производств всех рассматриваемых предприятий являлись долговые ресурсы, что и привело к достаточно высоким показателям долговой нагрузки.

Мы не беремся делать выводы о максимально допустимых уровнях долговой нагрузки, которые могут позволить себе сталеплавильные предприятия, однако приведем некоторые рассуждения по этому поводу. Основным нашим предположением является допущение о том, что большинство ЭСП-предприятий в течение ближайших лет будут стремиться провести IPO или привлечь стратегического инвестора в капитал, чтобы иметь возможность погасить значительную часть долга.

**EV/EBITDA = 5x —  
естественный  
ограничитель долгосрочной  
долговой нагрузки**

Нам представляется логичным, что предприятия малой металлургии вряд ли будут оценены по относительной стоимости (мультипликаторы P/E, EV/EBITDA) выше, чем метзаводы полного цикла, в особенности обеспеченные собственным сырьем. По итогам 2006 года средний показатель EV/EBITDA для торгующихся на биржах российских металлургов составлял около 5.0x и по консенсус-прогнозам инвестиционных банков, останется на таком же уровне и в 2007 году.

Показатель EV (Enterprise value) представляет собой сумму рыночной капитализации и чистого долга компании. Выбранный уровень в 5x EV/EBITDA определяет и максимально приемлемый долгосрочный уровень долговой нагрузки, при котором предполагаемая оценка акций компании равна нулю, а компания продается, по сути, по цене своего долга.

*В долгосрочной  
перспективе мини-заводам  
необходимо снизить  
долговую нагрузку до как  
минимум 4.0-4.5x Долг  
/EBITDA*

Исходя из этих рассуждений, мы оцениваем максимально приемлемый долгосрочный уровень долговой нагрузки рассматриваемых компаний в 4-4.5x Долг/EBITDA. Если предприятие в долгосрочной перспективе неспособно обеспечить снижение долговой нагрузки ниже этого уровня, то стоимость компании для акционеров будет очень небольшой. Поэтому основной финансовый риск для рассматриваемых ЭСП-предприятий мы видим как раз в увлечении инвестициями в высокотехнологичное производство за счет раздувания долга. При таком развитии событий риски рефинансирования для компании могут стать весьма существенными, а возможность успешного выхода из бизнеса для текущих акционеров становится весьма затруднительной.

С нашей точки зрения, текущий уровень долговой нагрузки Макси-Групп близок к критическому. Долговая нагрузка Метзавода им. Серова и НМЗ им. Кузьмина находится вблизи максимально приемлемого по нашему мнению уровня. В целом, проблема финансовой дисциплины и необходимость сдерживать инвестиционные аппетиты в той или иной степени актуальна для всех рассматриваемых в данном обзоре компаний.

---

## Описание компаний

---

### Амурметалл

*План по увеличению мощностей до 2.2. млн тонн к 2009 году*

Амурметалл – единственное ЭСП-предприятие на Дальнем Востоке. Хотя по размеру производственных мощностей завод относительно невелик, в силу своего географического положения он занимает очень сильные позиции на местном рынке, а также экспортирует около половины своей продукции в страны Юго-Восточной Азии. В настоящий момент на заводе реализуется программа расширения и модернизации производства, которая направлена на увеличение мощностей до 2.2 млн тонн к 2009 году.

*Главное преимущество Амурметалла – относительно низкий уровень долговой нагрузки*

Главной отличительной чертой Амурметалла по сравнению с другими рассматриваемыми компаниями является существенно более низкий уровень долговой нагрузки. Дело в том, что первые ЭСП-печи были запущены на заводе еще в 1960х годах, соответственно завод уже располагал значительной частью необходимой инфраструктуры. Таким образом, если предприятиям Макси-Групп пришлось строить электропечи «с нуля», то Амурметалл имеет возможности использовать уже существующее оборудование, проводя его поэтапную модернизацию. В результате потребность завода в капитальных затратах оказалась существенно меньшей по сравнению с другими проектами по строительству mini-mill.

Завод, на основе которого был создан Амурметалл был построен в 1942 году именно как предприятие по переплавке лома и чугуна, т.е. в составе предприятия исходно не было доменного производства. Изначально сталь плавилась в мартеновских печах, но в конце 1960х годов на заводе был запущен первый электросталеплавильный цех. К настоящему моменту Амурметалл представляет собой mini-mill мощностью около 1.1 млн стали, производящий сортовой, листовой прокат, сварные трубы и товарную заготовку.

Состав основных производственных мощностей Амурметалла:

- 2 ЭСП-цеха суммарной производительностью около 1.1 млн тонн стали в год;
- сортопрокатный и листопрокатный цеха суммарной мощностью около 1.3 млн тонн проката в год.

На предприятии реализуется программа модернизации и расширения производства, которая включает в себя следующие основные проекты:

- расширение сталеплавильных мощностей до 2.2 млн тонн в год к 2009 году;
- строительство слябовой МНЛЗ для обеспечения листопрокатного цеха качественной собственной заготовкой.

*Проблема собственной ломозаготовки пока не решена*

Помимо этого Амурметалл решает проблему обеспечения производства собственной ломозаготовкой за счет расширения существующих и приобретения новых заготовительных площадок в регионе. В 2006 году компания приобрела 15 заготовительных площадок, в результате чего в 2007 году Амурметалл планирует обеспечить свои потребности собственным ломом более чем на 50%.

Как мы уже отмечали в обзоре отрасли, собственная ломозаготовка позволяет существенно повысить рентабельность сталеплавильного производства. Поэтому мы предполагаем, что в ближайшие годы Амурметалл сосредоточит значительные усилия на повышении сырьевой независимости. Высокая операционная эффективность Макси-Групп свидетельствует о том, что такая стратегия способна приносить весьма позитивные существенные результаты.

**Одно из важных преимуществ – «территориальная монополия»**

Одним из важнейших конкурентных преимуществ Амурметалла по сравнению с остальными рассматриваемыми в обзоре предприятиями является его статус «локальной монополии». В отличие от Урала, где расположены Метзавод Серова, НМЗ Кузьмина и НСММЗ, в Дальневосточном регионе в настоящий момент отсутствуют другие крупные сталелитейные предприятия. Соответственно, Амурметалл имеет возможность продавать продукцию по более конкурентным ценам из-за существенной экономии на транспортных издержках.

**Экспорт – около 45% от выручки**

Географическое положение компании определяет также высокую долю экспортных поставок в структуре реализации: по результатам 9М2006 на экспортную выручку пришлось около 45% в структуре доходов Амурметалла. Основная часть экспортных поставок Амурметалла приходится на страны Юго-Восточной Азии (Тайланд, Вьетнам, Корея, Филиппины).

#### Финансовые результаты Амурметалла по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2004	6 436	588	9.1%	967	1.6	8.8
2005	7 866	526	6.7%	2 211	4.2	3.7
9М2006	7 001	1057	15.1%	3 754	2.7	5.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки в 2007 году должен составить около 45%**

По результатам 9М2006 г. выручка Амурметалла выросла на 16% в связи с ростом объемов производства и повышением цен на стальную продукцию. По объему выручки среди рассматриваемых компаний Амурметалл занимает 2ое место, уступая НСММЗ на 16%.

В 2007 г. компания рассчитывает увеличить объем производства на 26% за счет более полной загрузки производственных мощностей. В сочетании с ростом цен на сталь ожидаемый рост выручки составляет около 45%.

**Рентабельность растет, прогноз EBITDA Margin на 2007 г.: 20%**

Рентабельность Амурметалла в 2006 году существенно выросла за счет экономии электроэнергии благодаря статусу базового потребителя с более низким тарифом и модернизации оборудования. Текущая рентабельность Амурметалла в сравнении с другими стальными компаниями выглядит очень хорошо, по этому показателю Амурметалл уступает лишь Макси-Групп из-за меньшей доли собственной ломозаготовки.

В 2007 году Амурметалл рассчитывает повысить рентабельность по ЕБИТДА до 20% за счет увеличения объемов лома, заготавливаемого на собственных площадках и эффектов от модернизации оборудования.

**Инвестиции обходятся Амурметаллу дешевле, чем другим компаниям**

В результате проводимой модернизации производственных мощностей долг Амурметалла заметно вырос в течение последних 2 лет. Однако, как мы уже отмечали, компании в отличие от коллег по цеху не приходится строить ЭСП-производство «с нуля». Поэтому суммарные инвестиции на строительство сопоставимых производственных мощностей обходятся Амурметаллу более чем в 2 раза дешевле, чем другим компаниям.

**Самая низкая долговая нагрузка. Прогноз Долг/ЕБИТДА: 3.5x по итогам 2007 года**

С точки зрения кредитного качества сильной стороной Амурметалла является относительно низкий уровень долговой нагрузки в сравнении с рассматриваемыми компаниями: 2.7x Долг/ЕБИТДА по итогам 9М2006, что существенно ниже «критического» уровня в 5x. На 2007 год запланировано увеличение долга до 8.3 млрд руб. для финансирования закупки нового оборудования. Однако компания рассчитывает удержать показатель Долг/ЕБИТДА к концу 2007 года в рамках 3.5x. Таким образом, уровень долговой нагрузки Амурметалла должен оставаться самым низким среди сопоставимых компаний.

**2007 год – пиковый с точки зрения долга**

Компания рассчитывает, что 2007 год станет пиковым с точки зрения показателей долговой нагрузки, т.к. в 2008 году за счет расширения производственных мощностей объем выпуска стали должен увеличиться до 1.5 млн тонн в год. Точные прогнозы долговой нагрузки мы не приводим, т.к. они в значительной степени зависят от будущих цен на сталь.

**«Справедливый» спрэд Амурметалла: 300-320 б.п. к ОФЗ**

Мы считаем, что в силу самой низкой долговой нагрузки спрэд облигаций Амурметалла должен быть самым узким среди компаний малой металлургии. Мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг Амурметалла в 300-320 б.п. к ОФЗ. Первый выпуск облигаций компании торгуется со спрэдом около 300 б.п. к ОФЗ, а второй выпуск был размещен в начале марта со спрэдом около 320 б.п.

По нашему мнению, потенциал сужения спреда 2го выпуска до уровня 1го будет существовать в том случае, если в течение 2007 г. компания продемонстрирует дальнейший рост рентабельности и удержит долговую нагрузку в рамках 3.5-4х Долг/ЕБИТДА.

## Макси-Групп/НСММЗ

*Макси-Групп – крупнейший проект по строительству mini-mill*

На сегодняшний день уральская Макси-Групп является крупнейшим российским проектом в области строительства мини-заводов, основанных на ЭСП-технологии. Главным производственным активом группы является Нижнесергинский Метизно-Металлургический Завод (НСММЗ, Свердловская обл.). Три производственных площадки уже переоборудованы и выпускают продукцию с высокой добавленной стоимостью. Экономическая эффективность проекта достаточно высока: НСММЗ демонстрирует самую высокую рентабельность среди рассматриваемых компаний.

*Главная проблема – очень высокий уровень долговой нагрузки*

Основным источником финансирования масштабной программы группы являются долговые ресурсы, поэтому Макси-Групп характеризуется критически высоким уровнем долговой нагрузки. Судя по комментариям ключевых менеджеров Макси-Групп, в ближайшие годы компания планирует активно наращивать мощности, поэтому уровень долговой нагрузки вряд ли существенно снизится в ближайшие годы. По нашему мнению, риск облигаций Макси-Групп по сути является риском private-equity инвестиционного проекта, что и выражается в высокой текущей доходности облигаций компании.

*2 дивизиона: ломозаготовительный и металлургический*

Макси-Групп состоит из 2 основных дивизионов: ломозаготовительного и металлургического. Головной компанией группы является ОАО «Макси-Групп», эмитент облигаций. Поручителем по облигационному займу является НСММЗ, в то время как компании ломозаготовительного дивизиона напрямую в структуре займа не представлены, поэтому мы рассматриваем облигации Макси-Групп как долг исключительно металлургического дивизиона группы (НСММЗ).

*100% обеспечение собственным ломом – причина высокой рентабельности*

Модель металлургического бизнеса группы полностью укладывается в концепцию mini-mill: производство стали из металлолома на основе электросталеплавильной технологии. Производство НСММЗ полностью обеспечено сырьем, поставляемым ломозаготовительным дивизионом Макси-Групп. Это одна из причин, по которым НСММЗ удается удерживать высокую рентабельность несмотря на снижение цен на сталь.

НСММЗ был создан в 2001 году в результате объединения 2 заводов: Нижнесергинского и Ревдинского. Производственные процессы завода сосредоточены на 3 площадках:

- Ревдинская: выплавка стали в электропечах, производство заготовки: 2 электросталеплавильных цеха (ЭСПЦ) суммарной мощностью 2 млн тонн год;
- Нижнесергинская: производство сортового проката и товарной катанки из заготовки, поставляемой с Ревдинской площадки;
- Площадка в г. Березовском: в стадии строительства находится еще 1 ЭСПЦ мощностью в 1 млн тонн стали и прокатное производство на 990 тыс. тонн.

Основными видами товарной продукции НСММЗ являются сортовой прокат и товарная катанка, также предприятие продает излишки товарной заготовки, которые не используются в собственном производстве из-за неполного ввода мощностей. Основная часть продукции поставляется на внутренний рынок, в т.ч. значительный объем продаж приходится на другие компании Макси-Групп (около 45% по итогам 2005 г.).

*Высокое качество используемого оборудования*

В целом НСММЗ отличается высоким техническим уровнем производственной базы: основная часть оборудования была приобретена у итальянской компании Danieli – одного из мировых лидеров в производстве оборудования для металлургической отрасли. Это позволяет НСММЗ производить заготовки и готовую продукцию высокого качества и достигать высокой операционной рентабельности производства.

*Амбициозные планы акционеров по расширению бизнеса*

Владелец Макси-Групп г-н Максимов неоднократно заявлял, что в его планы входит строительство в России 10 заводов суммарной мощностью до 20 млн тонн стали в год по подобию уральского комплекса НСММЗ. Суммарные инвестиции в этот проект должны составить не менее 7 млрд долл.

**Финансовые результаты НСММЗ/Макси-Групп по РСБУ (млн руб.)**

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2004	6 043	1 364	22.6%	6 663	4.9	-
2005	7 549	1 393	18.5%	12 732	9.1	-
9М2006	8 350	2 450	29.3%	21 300	6.5	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка пока отстает от плана, но мы ожидаем ее существенного роста в 2007 году**

При размещении облигаций НСММЗ (выпуск к настоящему моменту выкуплен по оферте) весной 2005 г. компания планировала, что выручка в 2006 г. достигнет 16 млрд руб. По итогам 9М2006 можно утверждать, что этот план пока не выполнен, т.к. запуск ЭСПЦ-2 на ревиндинской площадке был осуществлен с небольшим опозданием. Однако в течение 2006 г. в связи с увеличением объемов производства выручка компании демонстрировала высокие темпы роста: +45% за 9М2006. Поскольку ЭСПЦ-2 уже запущен, в 2007 г. выручка НСММЗ должна существенно вырасти и составить, по нашим оценкам, 16-20 млрд руб. в зависимости от цен на сталь.

**Высокая рентабельность: 25-30% по ЕБИТДА**

Благодаря качественному современному оборудованию и использованию собственной ломозаготовки рентабельность НСММЗ находится на высоком уровне: порядка 25-30% по ЕБИТДА, что существенно превышает показатели стального сегмента группы Мечел. Таким образом, экономическая эффективность проекта НСММЗ по созданию металлургического комплекса можно оценивать как достаточно высокую.

**Очень высокая долговая нагрузка: 7-8х Долг/ЕБИТДА на 30.09.2006**

Основной проблемой кредитного качества НСММЗ и в целом Макси-Групп является высокий уровень долговой нагрузки: изначально все закупки нового оборудования финансировались за счет заемных средств. Проблемой при определении уровня долговой нагрузки является значительный объем обязательств перед связанными сторонами, т.е. другими компаниями Макси-Групп. Уровень долговой нагрузки НСММЗ (с учетом внешних займов Макси-Групп) мы оцениваем в 7-8х Долг/ЕБИТДА на 30.09.2006.

**В 2006 г. она вряд ли опустится ниже 6х**

С учетом инвестиционных потребностей производственной площадки в г. Березовском мы ожидаем, что долг НСММЗ еще увеличится по отношению к сумме 21.3 млрд на 30.09.2006. С другой стороны, рост объемов производства в связи с запуском ЭСПЦ в 2007 г. должен привести к росту финансовых показателей. В любом случае, мы ожидаем, что уровень долговой нагрузки НСММЗ будет оставаться очень высоким и по итогам 2007 г. не опустится ниже 6х Долг/ЕБИТДА.

Существенной проблемой при оценке финансовых показателей НСММЗ и Макси-Групп является значительный объем внутригрупповых операций, который не позволяет точно определить размер долга перед внешними кредиторами. Однако полученные нами оценки финансовых результатов в части размера долга и ЕБИТДА в целом совпадают с данными, приведенными в обзорах банка-организатора облигационного займа компании.

**В перспективе 2-3 лет долговая нагрузка вряд ли упадет ниже 5х**

К снижению долговой нагрузки компании в среднесрочной перспективе может привести резкий рост цен на сталь: при росте цены на сталь на \$50-70 за тонну в 2007 году по сравнению со средним уровнем прошлого года, показатель Долг/ЕБИТДА может снизиться до 4х. Однако мы предполагаем, что агрессивные планы акционеров Макси-Групп по строительству новых заводов все же приведут к тому, что долговая нагрузка в течение ближайших лет будет превышать 5х.

Таким образом, успешное IPO компании представляется нам маловероятным, однако мы считаем, что у компании может появиться новый акционер, который поможет Макси-Групп рефинансировать часть займов. Это мнение подтверждается и высказываниями основного акционера компании г-на Максимова, который в августе 2006 года сказал агентству Reuters, что рассматривает варианты продажи бизнеса стратегическому инвестору.

**Доходность бумаг Макси-Групп: 18% на полгода!**

В настоящий момент на долговом рынке торгуются рублевые облигации Макси-Групп на 3 млрд руб. с офертой в сентябре 2007 г. Выпуск относится к категории сверхвысокодоходных бумаг: доходность к оферте через полгода превышает 18%, доходность CLN в январе превышала 15%.

**Риск Макси-Групп при такой долговой нагрузке – финансирование инвестпроекта private equity...**

По нашим предположениям, CLN HCMM3 на \$100 млн были погашены на днях за счет кредитной линии VTB-Bank Europe, открытой в январе 2007 года. А исполнение оферты по рублевым облигациям в сентябре за счет собственных источников компании представляется нам весьма сомнительным. Мы предполагаем, что компания установит высокую ставку купона, однако для исполнения оферты ей все равно придется привлекать заемные средства. Пока долговая нагрузка Макси-Групп остается высокой, а инвестиционные планы – более чем агрессивными, риск облигаций компании, по сути, является риском финансирования private equity инвестиционного проекта.

**...но высокая рентабельность может сделать компанию привлекательной для стратегического инвестора**

С другой стороны, рост цен на сталь и высокие операционные характеристики Макси-Групп, на наш взгляд, делают компанию потенциально привлекательной для стратегических инвесторов. По нашему мнению, несмотря на критически высокий уровень долга, возможность покупки компании стратегическим инвестором исключать нельзя, т.к. при росте цен на сталь решение проблемы чрезмерно большого долга все же возможно. Однако это не отменяет актуальности наших аргументов об относительной стоимости компаний, приведенных в первой части обзора.

Текущая доходность рублевых облигаций Макси-Групп вполне соответствует нашему представлению о стоимости кредитного риска компании. Долговой рынок может позитивно отреагировать на возможное появление в составе акционеров Макси-Групп сильного стратегического инвестора. Однако наше отношение к кредитному риску компании принципиально не изменится до тех пор, пока группа не сформулирует четкой и прозрачной финансовой и инвестиционной стратегии, а ее долговая нагрузка будет превышать 5х Долг/ЕБИТДА.

**Бумаги Макси-Групп могут быть интересны инвесторам с очень высокой склонностью к риску**

С другой стороны, в случае облигаций Макси-Групп private-equity риск может принести действительно высокую доходность в отличие от многих других рублевых облигаций, схожих по риску но торгующихся по заниженным доходностям. Поэтому эти бумаги, на наш взгляд, все же могут быть интересны инвесторам с очень высокой толерантностью к риску в рамках стратегии покупки до оферты.

«Справедливый» спред облигаций Макси-Групп после оферты мы оцениваем в 550-600 б.п. к ОФЗ, если компания сформулирует четкую финансовую стратегию на ближайшие годы и обнародует планы по снижению долговой нагрузки.

## Метзавод им А.К. Серова

*Метзавод пока находится на ранней стадии модернизации производства*

ОАО «Металлургический завод им. А.К. Серова» (Свердловская обл.) – предприятие черной металлургии, которое входит в крупную российскую медную группу УГМК. Метзавод – достаточно старое предприятие, которое до последнего времени отличалось устаревшими технологиями. Начиная с 2003 г. группа УГМК проводит активную модернизацию завода, что уже привело к росту долговой нагрузки завода. Однако пик инвестиционной программы еще не пройден, поэтому долговая нагрузка в ближайшие годы будет увеличиваться и далее. С учетом новых заимствований финансовый профиль завода будет выглядеть весьма агрессивно, но фактор возможной помощи со стороны сильной материнской группы (УГМК) будет поддерживать кредитное качество Метзавода.

*Метзавод – предприятие полного цикла, имеющее собственное доменное производство*

Метзавод Серова – единственное рассматриваемое в данном обзоре предприятие полного металлургического цикла, т.е. в его составе присутствует доменное производство (переработка железной руды и выплавка чугуна). В структуре облигационного выпуска Метзавода также присутствует поручительство от производителя железорудного сырья – Богословского рудоуправления, т.о. облигации по сути представляют собой долг всего стального сегмента бизнеса УГМК.

*Пока Метзавод использует мартены, но они должны быть заменены на ЭСП-печи*

В настоящий момент основным способом выплавки стали на Метзаводе является устаревший мартеновский процесс. С 2003 г. УГМК проводит активную модернизацию производственных процессов на заводе, в результате которой компания планирует полностью отказаться от использования мартенов, заменив их на современные ЭСП-печи

В настоящий момент модернизация производственных мощностей Метзавода Серова далека от завершения:

- в рамках первого этапа (2003 г.) на заводе установлена современная печь-ковш для внепечной обработки стали;
- второй этап (реализуется в настоящий момент) предполагает строительство дуговой ЭСП-печи, которая была запущена в августе 2006 г. Выход нового комплекса на полную мощность запланирован на 2008 г.
- третий этап (будущие планы) будет включать в себя установку машин непрерывного литья, модернизацию доменного и прокатного производства.

*Основной вид продукции – сортовой прокат*

Основным видом продукции завода является сортовой прокат различных профилей (около 73% по итогам 2005 г.), 84% продукции реализуется в России. Второй этап модернизации завода пока не предусматривает существенного изменения сортамента производимой продукции: вместо мартеновских выплавка стали будет производиться в ЭСП-печах, повышение качества стали может способствовать росту спроса на продукцию завода.

*Метзавод – отдельный проект, не вписанный в медный бизнес УГМК. Вероятность поддержки – не 100%*

Несмотря на принадлежность к группе УГМК, Метзавод Серова практически не вписан в ее основные бизнес-процессы. Доля завода в выручке УГМК по итогам 2005 г. не превышала 10%, т.е. Метзавод не является для УГМК системообразующим активом. Тот факт, что компания на 81% контролируется ОАО «УГМК» все же не позволяет рассматривать ее облигации в качестве долга всей группы. Хотя, безусловно, фактор возможной поддержки со стороны УГМК существенно повышает нашу оценку кредитного качества облигаций Метзавода Серова.

**Финансовые результаты Метзавода им. Серова по РСБУ (млн руб.)**

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2004	6 756	1 320	14.7%	397	0.3	-
2005	7 386	1 122	15.8%	2 720	2.4	-
9М2006	5 621	730	7.6%	4 526	4.6	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Существенного роста производства выручки в 2007 году мы не ожидаем**

Выручка завода в течение последних лет находится на стабильном уровне. В рамках текущего этапа модернизации существенное расширение производственных мощностей не предусмотрено, поэтому кратного роста финансовых показателей в ближайшее время ожидать не стоит. Мы ожидаем, что в связи с продолжающимся ростом цен на сталь в 2007 году выручка Метзавода может увеличиться на 20-30%.

**Рентабельность относительно невысока: 8% по ЕБИТДА**

В связи с ростом затрат на масштабную модернизацию рентабельность Метзавода Серова заметно снизилась и по итогам 9М2006 составила около 8% по ЕБИТДА. Этот показатель сопоставим только с результатами НМЗ им. Кузьмина и существенно уступает другим производителям стали. Мы ожидаем, что в ближайшее время рентабельность Метзавода будет постепенно расти за счет восстановления цен на сталь и экономического эффекта от осуществляемой модернизации.

**Долговая нагрузка высока и, судя по всему, продолжит увеличиваться**

Основной финансовой проблемой Метзавода, на наш взгляд, является высокий уровень долговой нагрузки: около 4.6х Долг/ЕБИТДА по итогам 9М2006 (порядка 3.8х с учетом финансового результата Богословского Рудоуправления). В сентябре 2006 г. гендиректор УГМК г-н Козицын сообщил о том, что компания планирует занять средства на финансирование третьего этапа реконструкции завода, оценив минимальную потребность в инвестициях в размере 5 млрд руб.

Изначально г-н Козицын упоминал о намерении компании разместить второй облигационный выпуск, однако в компании нам сообщили, что на сегодняшний день планов по размещению облигаций Метзавода нет, а инвестиции будут финансироваться за счет кредитов

**Ожидаем, что в 2007 г. Долг/ЕБИТДА составит около 5х**

Исходя из обозначенных г-ном Козицыным ориентиров по инвестиционной программе мы предполагаем, что в ближайшие годы долговая нагрузка компании будет оставаться высокой. Если в течение короткого времени компания привлечет необходимые для завершения 3го этапа модернизации 5 млрд руб., то ее долговая нагрузка вырастет до уровня 7-8х Долг/ЕБИТДА (с учетом результатов поручителя). Рост цен на сталь в 2007 г., судя по всему, позволит компании частично компенсировать ожидаемое повышение долговой нагрузки, однако в любом случае, она вряд ли составит менее 5х Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 года.

**Не ожидаем сужения спреда Метзавода в ближайшее время**

Кредитный риск Метзавода им. Серова как обособленного предприятия, по нашему мнению, сопоставим с риском НМЗ им. Кузьмина и Макси-Групп/НСММЗ. Однако принадлежность компании к сильной группе УГМК определяет существенное различие в доходностях облигаций этих эмитентов. Текущий спред бумаг Метзавода составляет около 320 б.п. к ОФЗ (премия к недавно разместившейся Уралэлектромеди – около 100 б.п.). В связи с сохраняющимися высокими инвестиционными потребностями компании, мы не ожидаем существенного сужения спреда ее облигаций в течение ближайшего года.

## Новосибирский метзавод им. А.В. Кузьмина

*НМЗ не имеет собственных сталелитейных мощностей и является прокатным производством*

Новосибирский металлургический завод им. А.В. Кузьмина (НМЗ) – единственное из рассматриваемых предприятий, которое не имеет собственных сталелитейных мощностей. НМЗ специализируется на выпуске товарного проката и труб для ЖКХ из заготовки, поставляемой другими предприятиями холдинга ЭСТАР, в который входит и сам НМЗ. По основным операционным и технологическим характеристикам НМЗ принципиально отличается от 3 остальных компаний, анализируемых в данном обзоре, однако мы все же приняли решение включить его в рассмотрение.

*Наличие поручительства от группы ЭСТАР – важный позитивный фактор для облигаций*

Самостоятельные финансовые показатели НМЗ по РСБУ отражают самую низкую рентабельность среди сравнимых компаний и довольно агрессивный уровень долговой нагрузки. Наличие в структуре займа поручительства от холдинговой компании группы ЭСТАР является важным позитивным фактором, т.к. управленческие финансовые показатели группы выглядят существенно лучше, чем результаты НМЗ по РСБУ.

Холдинг ЭСТАР помимо НМЗ включает в себя следующие основные предприятия:

- Златоустовский метзавод (Челябинская область): производство товарной заготовки и спецсталей по электроплавильной и мартеновской технологии, мощностью 800 тыс тонн стали в год;
- Нытвенский метзавод (Пермский край): производство специальной металлической продукции (стальная лента, монетная заготовка, биметаллический прокат);
- Ростовский электрометаллургический завод: классический mini-mill, мощность по выплавке стали и производству проката около 1 млн тонн в год;
- Волгоградский и Энгельсский трубные заводы – производство труб малого диаметра для машиностроения, строительства и ЖКХ. Суммарная мощность – около 140 тыс тонн в год;
- Ломозаготовительный дивизион, состоящий из большого числа компаний.

*Поставки сырья и сбыт продукции – внутри группы ЭСТАР*

Новосибирский метзавод не имеет собственного сталеплавильного производства, поэтому в своей деятельности он полностью зависит от поставок сторонней заготовки. В настоящий момент завод использует слэбовую заготовку, которая производится специально для него на Златоустовском метзаводе, также входящем в группу ЭСТАР. Таким образом, с точки зрения обеспечения сырьем завод полностью зависит от материнской группы.

Основным видом продукции НМЗ (около 48% в натуральном выражении) являются трубы малого диаметра. Крупным потребителем труб НМЗ является машиностроительная отрасль, которая использует трубы для производства карданных валов, амортизаторов и других деталей. Также завод производит трубы для строительства и ЖКХ.

Помимо выпуска труб, на НМЗ представлено прокатное производство: около 35% продукции завода в 2006 году пришлось на штрипс, основная часть которого была использована входящими в Эстар Волгоградским и Энгельсским трубными заводами. Также НМЗ производит листовой прокат, профили и металлическую ленту, которые реализуются конечным потребителям, однако доля этих видов продукции в натуральном выражении относительно невысока (менее 15%). Таким образом, в части реализации готовой продукции НМЗ также в очень высокой степени зависит от деятельности других предприятий группы ЭСТАР.

**Финансовые результаты НМЗ им. Кузьмина по РСБУ (млн руб.)**

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2004	4 044	115	2.8%	504	4.4	1.6
2005	4 515	257	5.7%	1 515	5.9	3.1
9М2006	4 510	340	7.5%	2 267	5.0	2.2

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Собственные результаты НМЗ: высокая долговая нагрузка и низкая рентабельность**

Собственные финансовые показатели НМЗ выглядят не очень впечатляюще: компания характеризуется высокой долговой нагрузкой и низкой рентабельностью. Однако финансовые результаты холдинга ЭСТАР по управленческой отчетности, предоставленные нам самой компанией, позволяют говорить о том, что финансовые результаты всего холдинга являются более позитивными:

Основные финансовые показатели холдинга ЭСТАР за 9М2006\*:

- выручка: \$495 млн, ЕБИТДА: \$60 млн, маржа ЕБИТДА: 12.1%
- Долг: \$280 млн, Долг/ЕБИТДА: 3.5х.

\* по данным управленческой отчетности, предоставленной группой ЭСТАР.

**Поручительство МК ЭСТАР является существенным фактором комфорта для держателей облигаций**

Консолидированная долговая нагрузка группы ЭСТАР существенно ниже самостоятельных показателей НМЗ, а рентабельность – заметно выше. В структуре выпуска облигаций представлено поручительство Металлургической Компании ЭСТАР, которая владеет частью производственных активов группы. Из-за недостаточно прозрачной юридической структуры группы мы не считаем это поручительство достаточным основанием для того, чтобы рассматривать долг НМЗ им. Кузьмина долгом всей группы ЭСТАР. Однако наличие поручительства все же позволяет хотя бы частично рассчитывать на денежные потоки группы ЭСТАР.

**«Справедливый» спред облигаций НМЗ: не менее 550 б.п. к ОФЗ**

Доходность облигаций НМЗ к оферте, которая состоится через 5 месяцев, достаточно высока (хотя и существенно ниже, чем у бумаг Макси-Групп) и составляет около 11.30%. Мы оцениваем кредитный профиль НМЗ как чуть менее агрессивный, чем у Макси-Групп. По нашему мнению, «справедливый» спред облигаций НМЗ им. Кузьмина после оферты, если компания решит оставить данный заем на рынке, будет составлять не менее 550 б.п. к ОФЗ.

---

**ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»**


---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

**Аналитика**

Максим Раскоснов	mrasnosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

---

**Операции на рынке корпоративных облигаций**


---

**Начальник Казначейства**

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

**Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

**Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

---

**Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций**


---

**Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

**Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.