

Специальный обзор: «Металлурги: потребности и возможности»

Однако, на наш взгляд, это обусловлено не столько проявившимися неблагоприятными тенденциями в отрасли, сколько сохраняющейся общей нестабильностью в мировой экономике, а также индивидуальными особенностями каждого эмитента.

Чтобы разобраться в истории «перемещений» и попытаться спрогнозировать дальнейшее поведение облигаций металлургического сектора при сохранении стагнации сталелитейного рынка в течение продолжительного времени, рассмотрим более детально профиль каждого из отмеченных эмитентов и сопоставим состояние компаний на последнюю отчетную дату, их краткосрочные обязательства и планы развития, реализуемые в текущем году.

Металлурги: потребности и возможности

Текущее состояние **НЛМК** характеризуется достаточно высокой степенью устойчивости, обусловленной низким уровнем долговой нагрузки – чистый долг/ЕБИТДА ниже 1х, и изрядным запасом денежных средств на балансе – 1,1 млрд долл., покрывающих около половины общего долга в 2,5 млрд долл. и более чем двукратно краткосрочные обязательства.

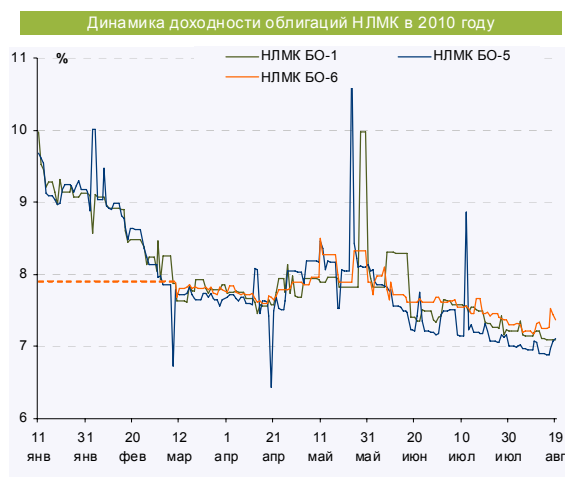
Запланированный объем инвестиций НЛМК на 2010 год превышает потребности прочих металлургов и составляет 1,9 млрд долл. Однако особых поводов для беспокойства это не вызывает – представители Компании неоднократно заявляли, что реализация инвестпланов будет производиться с учетом тенденций отрасли, и в качестве цели по итогам года обозначается сохранение показателя чистый долг/ЕБИТДА на уровне 1,0х. Как видим, в 1 квартале Компания не спешила выполнять запланированные объемы инвестиций, и мы полагаем, что по итогам года показатель долговой нагрузки хоть и подрастет, но останется на довольно низком уровне.

Таким образом, кредитоспособность Холдинга имеет весьма слабую зависимость от рынков сбыта, и его долговые бумаги могут рассматриваться в качестве защитной бумаги и при неблагоприятной конъюнктуре. Однако, на наш взгляд, данный факт уже полностью учтен в котировках облигаций НЛМК БО–1 (УТР 7,1%; 760 дн.), НЛМК БО–5 (УТР 7,5%; 719 дн.), НЛМК БО–6 (УТР 7,4%; 833 дн.), ограничивая возможность апсайда общим потенциалом долгового рынка.

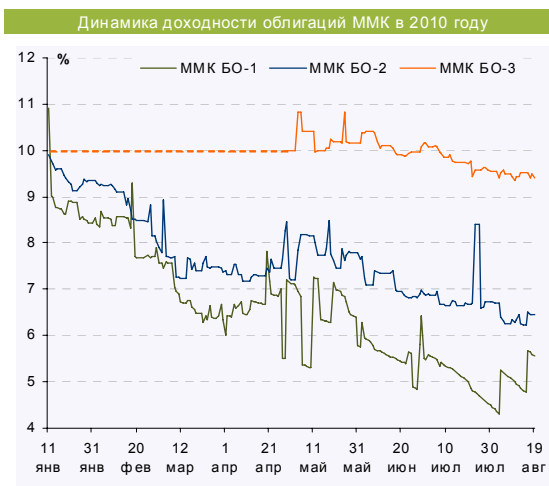
Следом за НЛМК, с точки зрения кредитного качества, идет **ММК**, общий долг которого на 31 марта 2010 года составлял 2,4 млрд долл., а ЕБИТДА 364 млрд долл. При этом Компания не обладает сопоставимым резервом денежных средств, и выполнение краткосрочных обязательств предполагает либо рефинансирование, то есть зависит от состояния финансовых рынков, либо погашение за счет собственных денежных потоков, величина которых, очевидно, будет определяться конъюнктурой сбыта.

Вместе с тем, ММК располагает резервом в виде существенных капиталовложений: согласно отчетности за 1 квартал 2010 года, Группа обладала порядка 950 млн долл. в виде краткосрочных и долгосрочных инвестиций (большая часть приходится на 5% пакет акций австралийской железорудной компании Fortescue Metals).

В настоящее время ММК осуществляет значительные инвестиции (на 2010 год – 1,7 млрд долл.) в Белон в рамках программы повышения самообеспеченности сырьевыми ресурсами, и реализацию зарубежного проекта ММК–Atakas. Исходя из риторики последних заявлений менеджмента, следует, что Компания не собирается каким-либо образом корректировать свои планы. Мы полагаем, что денежные



Данные: ММВБ



Данные: ММВБ

Специальный обзор: «Металлурги: потребности и возможности»

потоки ММК будут испытывать давление от необходимости увеличения оборотного капитала на фоне роста объемов выпуска и повышения сырьевых затрат, поэтому Комбинат не сможет покрыть весь запланированный объем инвестиций исключительно за счет собственных ресурсов. Это приведет к увеличению долга в абсолютном, а при неблагоприятной ситуации в отрасли, и в относительном выражении. Впрочем, едва ли показатели долговой нагрузки выйдут за рамки комфортного для обслуживания Компанией уровня.

На наш взгляд, текущий уровень доходностей ММК БО–1 (УТР 5,5%; 94 дн.) и ММК БО–2 (УТР 6,5%; 462 дн.) отражает повышенный спрос на короткие и надежные бумаги, предложение которых на первичном рынке находится в дефиците. Как и с бумагами НЛМК, дальнейшее снижение доходностей, скорее всего, будет происходить вместе с рынком. При этом спрэд между ММК БО–2 и НЛМК БО–5 более чем в 50 б.п. выглядит чересчур широким, поскольку, учитывая разницу в дюрации около года, предполагает сопоставимые качество обоих эмитентов. В то время как профиль НЛМК все же является более устойчивым, что, мы полагаем, будет особенно заметно по итогам 2010 года.

Несмотря на высокий размер долга – 6,6 млрд долл., текущее состояние **Северстали** не вызывает каких-либо опасений. Благодаря существенному запасу денежных средств – 2,2 млрд долл., покрывающих долговые обязательства на 2 года вперед, Компания может чувствовать себя вполне свободно и при ухудшении металлургического рынка на достаточно длительное время.

Как и в случае с НЛМК, программу инвестиций на 1,4 млрд долл. Северсталь планирует выполнять в зависимости от обстановки в отрасли и, как мы полагаем, в условиях нестабильности глобальной конъюнктуры сырьевых рынков, Компания будет стремиться придерживаться показатели долговой нагрузки на достаточно консервативном уровне.

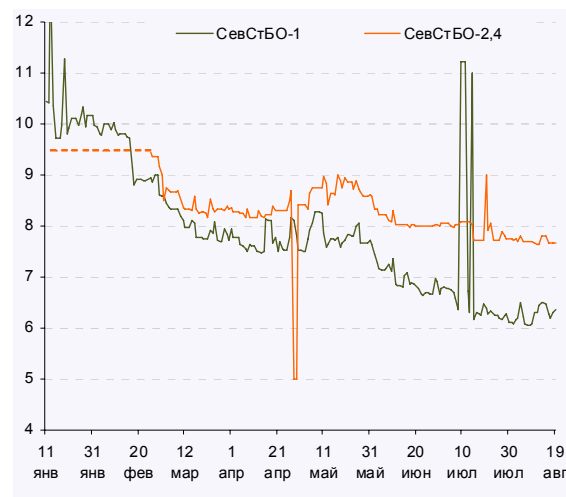
Стоит отметить, что котировки бумаг Северстали наглядно отражают высокий уровень доверия инвесторов именно к облигациям с дюрацией до 1–2 лет. Так, доходность СевСт БО–1 (УТР 6,35%; 365дн.) находится ниже выпуска ММК БО–2 (УТР 6,46; 462 дн.), фактически характеризуя одинаковое отношение участников к рискам обоих эмитентов в указанной перспективе.

При этом более длинные выпуски СевСт БО–2 (УТР 7,6%; 795 дн.), предполагают премию порядка 50 б.п. к НЛМК БО–5 (УТР 7,1%; 719 дн.) с сопоставимой дюрацией. В настоящее время Северсталь предпринимает попытки реализации своих зарубежных активов и, на наш взгляд, новостной фон, сопровождающий этот процесс, будет основной идеей для последующей динамики длинных бумаг, в то время как потенциал коротких, в большей степени станет следовать общей конъюнктуре долгового рынка.

Текущий профиль **Евраз** выглядит достаточно устойчивым: к концу первой половины 2010 года Компания успешно рефинансировала большую часть обязательств, снизив краткосрочную часть долга с 2,7 млрд до 2,08 млрд долл., около 1/3 которого покрывается за счет запасов денежных средств.

Во втором квартале Группа существенно нарастила объемы и увеличила рентабельность продаж, благодаря чему предполагает получить EBITDA около 725–825 млн долл. В последующем мы полагаем, что показатель закономерно отразит общее ухудшение конъюнктуры на рынках сбыта, однако, позволит заметно улучшить

Динамика доходности облигаций Северстали в 2010 году



Данные: ММВБ

Специальный обзор: «Металлурги: потребности и возможности»

кредитные характеристики по итогам года, а также реализовать запланированные инвестиции (800 млн долл.) за счет внутренних ресурсов.

Одним из основных факторов, сдерживающим снижение доходности выпусков ЕврХолдФ–1,3 (УТР 9,8; 834 дн.) и Сибметин01,02 (УТР 10,2%; 1188 дн.), на наш взгляд, являются значительные обязательства Компании, приходящейся к погашению на 2013–2015 года, в течение которых ежегодный объем выплат будет составлять порядка 1,5 млрд долл. Таким образом, дальнейший потенциал бумаг, по-видимому, зависит не только от развития ситуации на долговом рынке, но и конъюнктуры рынка стали, определяющей возможности Компании генерировать денежные потоки для улучшения ее кредитного качества.

Мечел выступает явным «аутсайдером» среди представителей крупнейших публичных металлургов. По состоянию на 31 марта 2010 года отношение чистый долг/Ebitda находилось на уровне 7,5х, а обслуживание процентов по долгу занимало более половины EBITDA за 1 квартал. Компании также предстоит решить задачи по рефинансированию краткосрочных обязательств на 2 млрд долл.

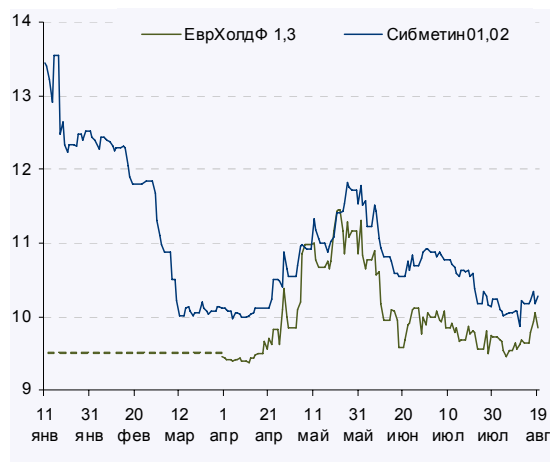
Несмотря на чрезвычайно высокую долговую нагрузку, Мечел не отказывается от реализации достаточно масштабных проектов – разработки Эльгинского месторождения и установки рельсобалочного стана по выпуску длинномерных рельс, инвестируя в них 1,2 млрд долл. в 2010 году, а также дополнительно требующие вложений в размере 1–2 млрд долл. в 2011–2012 годах.

Как и в случае с ММК, мы полагаем, что свободный денежный поток Мечела в текущем году будет оставаться отрицательным, что приведет к увеличению долга и в абсолютном, и относительном выражении по его итогам. Таким образом, из приведенного выше следует, что профиль Мечела в среднесрочном периоде будет иметь высокую степень зависимости не только от конъюнктуры отрасли, но и состояния финансовых рынков, определяющих возможности Компании по рефинансированию ее обязательств и привлечению новых ресурсов для реализации инвестиционных проектов.

В то же время, как мы видим, что доходности долговых бумаг Мечела находятся на одном уровне с аналогичными по дюрации выпусками Евраз, текущий профиль которого, безусловно, выглядит более устойчивым. По всей видимости, это обусловлено неплохими перспективами Мечела в более долгосрочной перспективе. В настоящее время Компания решает задачи по рефинансированию синдицированных кредитов на 2 млрд долл., из которых порядка 850 предстоит погасить в течение 2 половины 2010 и 1 половины 2011 года, а также изменению установленных по ним ограничений. По информации в СМИ переговоры с кредиторами проходят достаточно успешно, и в сентябре будет объявлено об их итогах. Можно предположить, что в этом случае Компания сумеет улучшить структуру своего долга, снизить стоимость его обслуживания, а также смягчить условия по ковенантам (по итогам 2010 года отношение чистый долг/EBITDA не должно превысить 3х, а EBITDA/процентные выплаты – не ниже 2х). Кроме того, разработка Эльгинского месторождения позволит Компании получить доступ к крупнейшему в России запасам угля и предложить рынку дефицитные марки, хотя ощутимый экономический эффект едва ли будет получен ранее 2011 года.

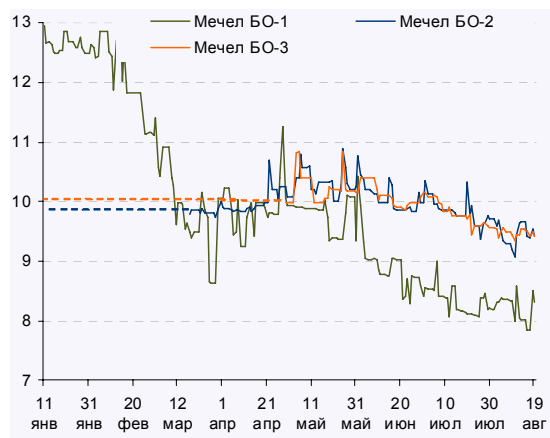
Тем не менее, нельзя не отметить, что данные факторы скорее носят «авансовый» характер, предполагая, что Мечел добьется успехов в переговорах с кредиторами, а также обеспечит финансирование реализуемых проектов. Исходя из этого, мы считаем, что потенциальные положительные итоги уже во многом заложены в

Динамика доходности облигаций Евраз в 2010 году



Данные: ММВБ

Динамика доходности бирж облигаций Мечела в 2010 году



Данные: ММВБ

Специальный обзор: «Металлурги: потребности и возможности»

текущие котировки долговых бумаг Компании и поэтому возможные позитивные сообщения окажут на них весьма сдержанный эффект. В то же время, авансовая составляющая создает риски более серьезной переоценки облигаций Мечела относительно выпусков других металлургов при появлении неблагоприятных тенденций в конъюнктуре долгового рынка. Помимо прочего отметим, что недавно Компания открыла книгу по размещению новых облигаций, выпуск которых, по всей вероятности, будет оказывать давление на обращающиеся бумаги.

млн долл.	НЛМК	ММК	Северсталь	Евраз	Мечел
Активы	12 502	14 833	19 643	23 424	13 779
Запас денежных средств (31.03.10)	1 164	173	2 230	793	336
Результаты 1 квартала 2010					
Выручка	1 697	1 650	3 140	2 970	1 900
ЕБИТДА	386	364	492	424	258
ЕБИТДА margin	22.7%	22.1%	15.7%	14.3%	13.6%
Операционный денежный поток	103	311	-284	н/д	-97
Обязательства на 31.03.2010					
Общий долг	2 536	2 438	6 604	7 953	6 306
в т.ч. краткосрочный	544	866	1 104	2 081	2 092
Q3 и Q4	230	н/д	н/д	1 085	1 334
Обслуживание долга в 1 квартале	8	13	148	126	176
Сарех на год	1 900	1600-1700	1 400	800	1 200
расходы на инвестиции в 1 квартале	234	620	206	160	193
Чист.долг/ЕБИТДА* на 31.03.10	0.8	1.8	3.0	4.7	7.3
Ориентир чист.долг/ЕБИТДА на конец года	0.9-1	2-2.3	2.6-2.9	3.8-4	7.8-8

* за последние 12 месяцев

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС-БАНКА.

Закключение:

Итак, среди приведенных компаний НЛМК, ММК и Северсталь наилучшим образом подготовлены к реализации пессимистичного варианта – сохранения негативной конъюнктуры металлургической отрасли в среднесрочном периоде. НЛМК и ММК – в силу невысокой долговой нагрузки, а Северсталь – благодаря существенному запасу ликвидности и комфортной структуре долга, позволяющих «переждать» временное ухудшение конъюнктуры на рынках сбыта. Однако, устойчивое состояние НЛМК и ММК уже заложено в текущие котировки, и, с одной стороны, делает их весьма устойчивым к вероятной коррекции рынков, а, с другой, снижает возможности для дальнейшего снижения доходности, по большому счету ограничивая их потенциалом самого рынка.

Для Северстали мы видим весьма вероятное снижение доходностей длинных выпусков, в случае если Компания добьется успехов в реализации своих зарубежных активов.

Среди выпусков Евраз и Мечела мы отдаем предпочтение бумагам первой компании, поскольку, на наш взгляд, она обладает большим резервом прочности и в меньшей степени подвержена рискам стагнации отрасли или неблагоприятного развития ситуации на финансовых рынках. Поэтому существующую премию к бумагам Мечела мы считаем завышенной.

Контакты

Номос-Банк (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления диллинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.