

16 марта 2012 г.

Количество банковских размещений по-прежнему превалирует на первичном рынке, однако по объему предложения уверенно лидирует корпоративный сектор. В частности, продолжается череда размещений Металлинвеста, который сегодня открыл книгу еще на один заем объемом 10 млрд руб. (на условиях предыдущих предложений). ВымпелКом, почувствовав активный интерес со стороны инвесторов, увеличил объем предложения с 15 млрд руб. до 25 млрд руб. На рынок еврооблигаций планирует выйти РЖД с займом 1 млрд долл. (road show начнется 19 марта). В банковском секторе сейчас представлены госбанки, дочки банков-нерезидентов и розничные банки – ВТБ, Абсолют-Банк и Банк Русский Стандарт.

Среди интересных займов, на которые стоит обратить внимание: выпуски ВымпелКома, Металлоинвеста и ВТБ, для менее консервативных инвесторов – Банка Русский Стандарт.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW ВТБ БО-03	Vaa1/BBB/BBB	да	5 000	16 мар	20 мар	8,0-8,35% / 8,24-8,62%	n/a	2 / 3	от 8,24%
NEW ВТБ БО-04	Vaa1/BBB/BBB	да	5 000	16 мар	20 мар	8,0-8,35% / 8,24-8,62%	n/a	2 / 3	от 8,24%
NEW ВымпелКом 01	Va3/BB-/BBB	да	10 000	16 мар	20 мар	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	9,0-9,25% / 9,20-9,46%	3 / 10	от 9,4%
NEW ВымпелКом 04	Va3/BB-/BBB	да	15 000	16 мар	20 мар	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	9,0-9,25% / 9,20-9,46%	3 / 10	от 9,4%
NEW Металлоинвест 06	Va3/-/BB-	да	10 000	16 мар	22 мар	9,0% / 9,2%	n/a	3 / 10	-
NEW Абсолют Банк БО-02	Va3/-/BB+	да	3 000	22 мар	26 мар	9,25-9,50% / 9,46-9,73%	n/a	1 / 3	от 9,7%
NEW Банк Русский Стандарт БО-02	Va3/B+/B+	да	5 000	23 мар	27 мар	9,0-9,50% / 9,20-9,73%	n/a	1 / 3	от 9,5%
Еврооблигации, аукционы, book building									
РЖД	Vaa1/BBB/BBB	да	\$1 млрд	19 марта	(road show)	n/a	n/a	n/a	-
Итоги последних размещений									
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
ОТП Банк БО-02	Va2/-/BB	да	6 000	2 мар	6 мар	10,00-10,75% / 10,25-11,04%	n/a	10,5% / 10,78%	2 / 3
Русфинанс Банк БО-02	Vaa3/-/BBB	да	4 000	2 мар	6 мар	8,81-9,28% / 9,00-9,50%	n/a	8,75% / 8,95%	1,5 / 3
НПК БО-01	V1*/-/BBB	да	5 000	2 мар	6 мар	10,35-10,85% / 10,62-11,14%	n/a	10% / 10,25%	- / 3
НПК БО-02	V1*/-/BBB	да	5 000	2 мар	6 мар	10,35-10,85% / 10,62-11,14%	n/a	10% / 10,25%	- / 3
Петрокоммерц БО-01	Va3/B+/-	да	3 000	1 мар	6 мар	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	9,25-9,50% / 9,46-9,73%	8,9% / 9,1%	1,5 / 4
Трансаэро БО-01	- / - / -	нет	2 500	2 мар	6 мар	11,5-12,5% / 11,83-12,89%	n/a	12,5% / 12,89%	1,5 / 3
ЮниКредит Банк БО-03	- /BBB/BBB+	да	5 000	5 мар	7 мар	8,30-8,50% / 8,47-8,68%	n/a	8,5% / 8,68%	1,5 / 3
Внешэкономбанк 21	Vaa1/BBB/BBB	да	15 000	7 мар	13 мар	8,40-8,70% / 8,58-8,89%	8,30-8,40% / 8,47-8,58%	8,40% / 8,58%	3 / 20
Банк УРАЛСИБ 04	Va3/BB-/BBB	да	5 000	14 мар	16 мар	8,75-9,25% / 8,94-9,46%	8,75-8,9% / 8,94-9,1%	8,75% / 8,94%	1,5 / 5
Металлоинвест 01	Va3/-/BB-	да	5 000	15 мар	19 мар	9,5-10,0% / 9,73-10,25%	9,0-9,25% / 9,2-9,46%	9,0% / 9,2%	3 / 10
Металлоинвест 05	Va3/-/BB-	да	10 000	15 мар	19 мар	9,5-10,0% / 9,73-10,25%	9,0-9,25% / 9,2-9,46%	9,0% / 9,2%	3 / 10
Еврооблигации, аукционы, book building									
АПРОСА (ECP)	Va3/BB-/BBB	нет	\$700 млн	14 мар	14 мар	4,25%	n/a	4,125%	9 мес.
		нет	\$300 млн	14 мар	14 мар	4,375-4,5%	n/a	4,25%	12 мес.
		нет	\$260 млн	15 мар	21 мар	3,75%	n/a	3,75%	7 мес.

* рейтинг эмиссии

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям:

NEW ВымпелКом (Ва3/BB/-)

Оператор предлагает интересную доходность к вторичному рынку, в том числе компенсируя риски кредитного профиля на фоне облигаций конкурентов. Участие в размещении может представлять интерес с доходностью от 9,4% годовых.

NEW ВТБ (Baa1/BBB/BBB)

Участие в выпуске интересно ближе к нижней границе предлагаемой доходности, поскольку альтернатив на данной дюрации со стороны ВТБ почти нет, а премия к годовым бумагам эмитента составит порядка 30 б.п.

NEW Абсолют Банк (Ва3/-/BB+)

На фоне рисков со стороны материнской структуры и неоднозначные результаты деятельности эмитента за 2011 год, мы рекомендуем участвовать в займе ближе к верхней границе диапазона.

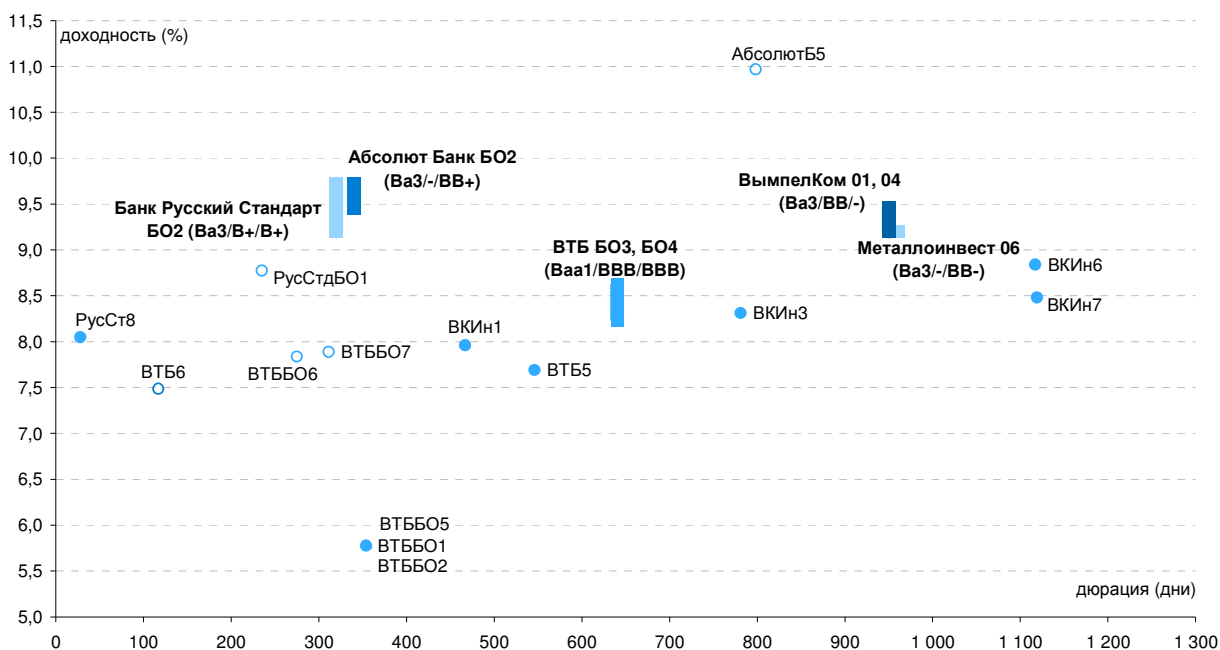
NEW Банк Русский Стандарт (Ва3/В+/В+)

Участие в займе может быть интересно на уровне доходности от 9,5%, особенно с учетом доходностей бумаг обращающегося займа и спреда к кривой ХКФ-Банка.

Металлоинвест (Ва3/-/BB-)

Дебютное предложение холдинга является довольно интересным как с точки зрения кредитного профиля эмитента, так и предлагаемого индикатива доходности.

Распределение доходностей бумаг эмитентов



Итоги последних размещений:

Среди последних размещений в качестве успешных можно назвать Русфинанс банк БО-02, Петрокоммерц БО-01, НПК БО-01 и БО-02, Металлоинвест 01 и 05 – по ним не только были закрыты книги с доходностями ниже первоначальных ориентиров, но и первые сделки на «вторичке» проходят выше номинала:

- Русфинанс банк БО-02 – 100,23,
- Петрокоммерц БО-01 – 100,33,
- НПК БО-01 и БО-02 – 100,6-100,7,
- Металлоинвест 01 и 05 – 100,1-100,2 (FWD).

ОТП-Банк БО-02, Трансаэро БО-01, ЮниКредит Банк БО-03, ВЭБ-21, Банк Уралсиб – разместились неоднородно. При этом если некоторым и удалось закрыться по нижней границе, то на «вторичке» и на forward они котируются практически у номинала.

ВымпелКом (Ва3/ВВ/-)

Событие. В период с 15 по 16 марта российская «дочка» группы VimpelCom Ltd. – ОАО «ВымпелКом» (Ва3/ВВ/-) проводит сбор заявок на 10-летние облигации серии 01 и 04 общим объемом 25 млрд руб. Первоначальный ориентир ставки 1 купона составлял 9,25-9,75% годовых (УТР 9,46-9,99%/3 года), который был пересмотрен до 9,0-9,25% годовых (УТР 9,2-9,46% годовых). Размещение бумаг на ММВБ предполагается 20 марта. Выпуск соответствует требованиям Ломбарда ЦБ.

Комментарий. Мы рекомендуем принять участие в размещении облигаций ВымпелКом серий 01 и 04, поскольку индикатив доходности (9,46-9,99% годовых к 3-летней оферте) несет неплохую премию к вторичному рынку собственных выпусков и облигаций конкурентов, предоставляя компенсацию за риски кредитного профиля. Интересным представляется уровень доходности 9,46% годовых (купон 9,25% годовых).

С более подробным комментарием к размещению облигаций ВымпелКома можно ознакомиться в нашем специальном обзоре «Новые облигации ВымпелКома – стоит ли бояться?»
http://www.nomos.ru/upload/iblock/0a3/Credit_special_VimpelComLtd_15032012.pdf

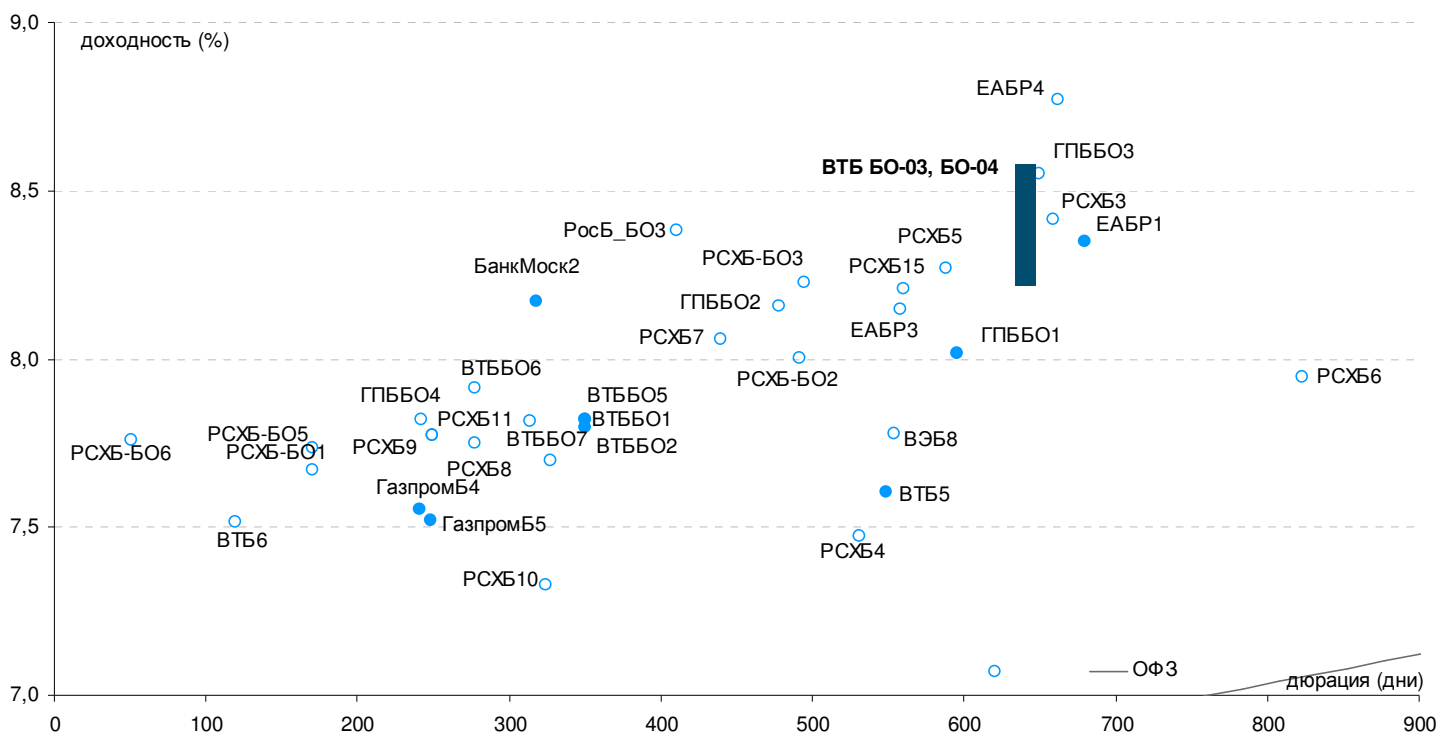
Александр Полютов

ВТБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ)

Событие. ВТБ проводит 15-16 марта book-building по выпуску БО-03 и БО-04 по 5 млрд руб. каждый. Ориентир 1 купона составляет 8,0-8,35% годовых, что соответствует доходности к 2-летней оферте порядка 8,24-8,62% годовых.

Комментарий. Отметим два фактора, которые, на наш взгляд, могут сделать участие в выпуске интересным. Во-первых, это практически отсутствие альтернативы со стороны ВТБ на этом участке дюрации – разве что выпуск серии 05, который последнюю неделю торговался на уровне порядка 7,9% годовых к погашению в октябре 2013 года. Во-вторых, размещенный в конце января текущего года выпуск серии БО-07 с доходностью 8,19% к годовой оферте, сейчас торгуется около УТР 7,7%, то есть выше номинала. На наш взгляд, участие в новом займе будет интересно ближе к нижней границе обозначенного ориентира доходности.

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

Абсолют Банк (Ba3/-/BB+)

Событие. Абсолют Банк 21 марта планирует открыть книгу заявок на облигации серии БО-02. К размещению предлагается 3 млрд руб. при номинальном объеме выпуска 5 млрд руб. Ориентир ставки купона обозначен на уровне 9,25-9,50%, что соответствует доходности к оферте через 1 год на уровне 9,46-9,73% годовых. Заккрытие книги – 22 марта, размещение на ММВБ должно пройти 26 марта.

Комментарий. Напомним, что Абсолют Банк – розничный банк, «дочка» бельгийской KBC (A2/BBB+/A-). Среди «плюсов» эмитента – высокий уровень достаточности собственных средств (TCAR 24,8%), невысокая долговая нагрузка и объем «подушки ликвидности» (денежные средства и ценные бумаги) порядка 24 млрд руб. или 21% активов на конец 2011 года. Кроме того нельзя не отметить, что текущий год банк закончил с прибылью в размере 2,5 млрд руб. против убытка в 256 млн руб. годом ранее. «Ложкой дегтя» здесь выступает тот факт, что в основном это было достигнуто роспуском резервов. Насколько оправдан данный шаг – сложно сказать, поскольку данные по уровню NPL банк на конец 2011 года не предоставил.

Консолидированные финансовые показатели Абсолют Банка (МСФО)

		Абсолют Банк (МСФО)				
Рейтинги	Ba3 / - / BB+					
Место в рэнкинге по активам (на 1 января 2012г)	39					
"Материнская" компания	KBC Group					
Moody's / S&P / Fitch	A2 / BBB+ / A-					
Активы (на 01.10.2011)	305 млрд евро					
Местонахождение ГО	Бельгия					
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	Изменение к 2009г.	1H 2011	2011	Изменение к 2010г.
ASSETS	130,0	109,4	-16%	n/a	112,8	3%
Cash and cash equivalents	10,5	14,9	42%	n/a	18,7	25%
% assets	8,1%	13,6%	---	n/a	17%	2,9%
Loans	90,9	70,7	-22%	n/a	68,9	-3%
Loans (gross)	103,3	81,7	-21%	76,7	76,1	-7%
% assets	69,9%	64,6%	---	n/a	61%	-4%
NPL (>90дн.)	14,0%	16,8%	2,8%	13,5%	n/a	n/a
allowance for loan impairment	12,0%	13,5%	---	n/a	9%	-4,0%
Loans / Customer accounts	1,9	1,9	---	n/a	1,7	-0,2
EQUITY	13,3	13,0	-2%	n/a	16,6	27%
% assets	10,2%	11,9%	---	n/a	15%	2,8%
Total Capital Adequacy Ratio	15,9%	17,2%	---	20,5%	24,8%	7,6%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	Изменение к 2009г.	1H 2011	2011	Изменение к 2010г.
Net interest income	7,5	4,8	-36%	2,3	4,9	---
Fee and commission income (net)	0,6	0,7	31%	n/a	0,8	---
Provisions charge for loan impairment	-8,6	-0,9	-90%	n/a	1,7	---
General Administrative expenses	-4,7	-4,9	6%	-2,5	-5,0	---
Profit for the year	-5,0	-0,2	-96%	1,6	2,5	---
Качественные показатели деятельности	2009	2010	Изменение к 2009г.	1H 2011	2011	Изменение к 2010г.
RoAA	отриц.	отриц.	---	n/a	5%	---
RoAE	отриц.	отриц.	---	n/a	17%	---
Cost / Income	54%	87%	33%	n/a	85%	---
NIM	6,3%	4,8%	-2%	5,6%	5,6%	---

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

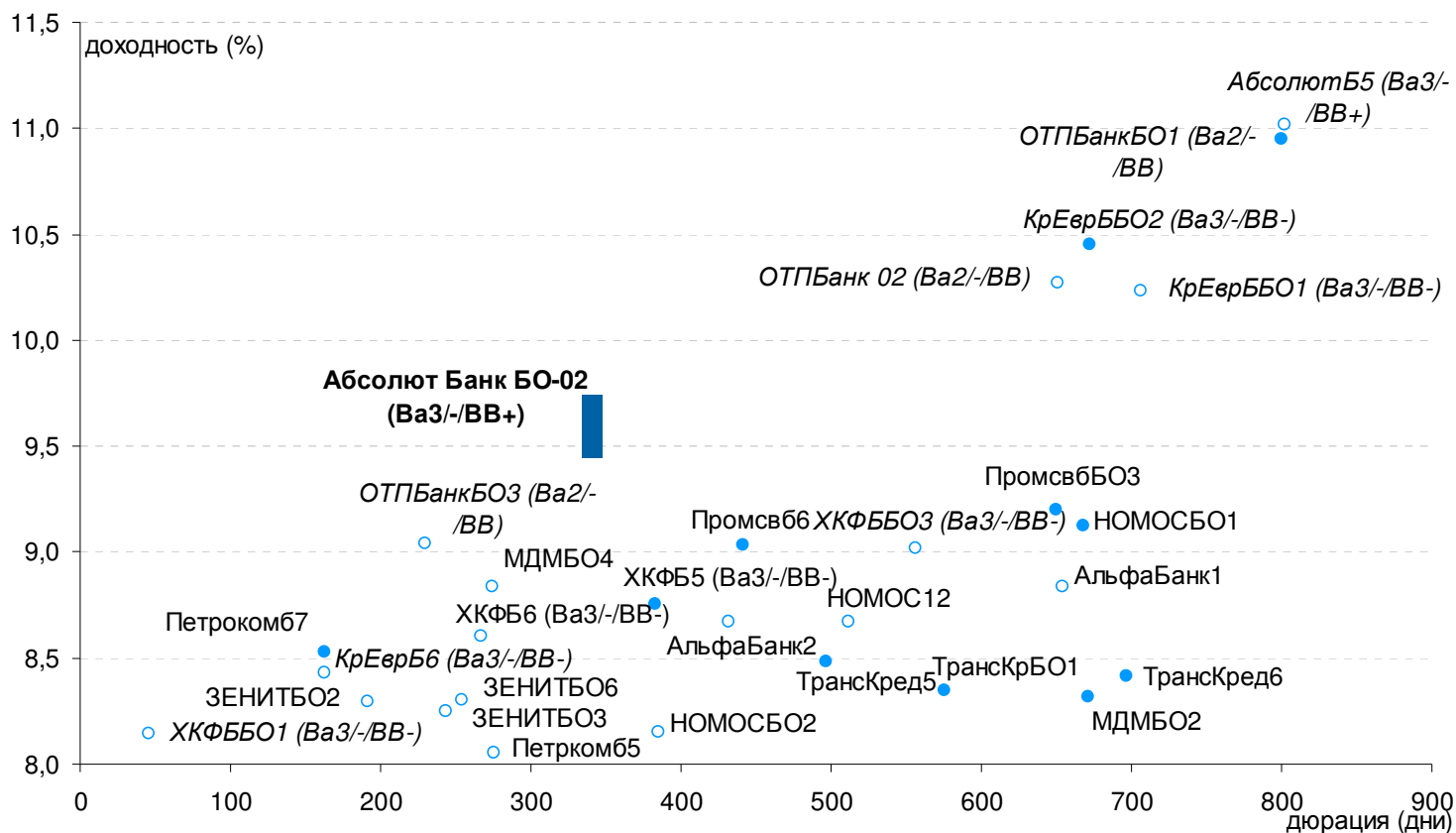
Среди ключевых «минусов» - долгосрочная структура кредитного портфеля, что объясняется высокой долей ипотеки (43%), довольно высокий уровень «неработающих кредитов» - NPL (90+) 13,5% на конец 1 полугодия 2011 года (более поздние данные, как мы уже отметили, отсутствуют) и зависимость от

материнского фондирования, доля которого в обязательствах превышает 54%). Обращаем внимание, что соотношение Loans / Customer accounts находится на достаточно высоком уровне 1,7х.

Последнее важно, поскольку, во-первых, в планах у Группы КВС нет увеличения объема вложений, поэтому фондирование для дальнейшего развития Банку придется искать самостоятельно. При этом мы второй год подряд наблюдаем сокращение объема кредитования (gross), хотя в 2011 году он уже не был столь ярко выражен. Во-вторых, согласно стратегии КВС Bank, Абсолют Банк считается неосновным активом и будет продан до 2014-2015 годов. Соответственно, кроме вопроса с фондированием в перспективе добавляются риски смены мажоритарного акционера, которые, тем не менее, смягчаются срочностью оферты – 1 год.

Отметим, что в настоящее время на рынке обращается всего один выпуск облигаций серии 05, который в настоящее время торгуется с доходностью около 11% к оферте в августе 2014 года. На наш взгляд, с учетом озвученных рисков предлагаемый короткий выпуск смотрится интереснее. Однако не может не смущать тот факт, что материнская компания закончила 3 квартал 2011 года с убытком порядка 1,6 млрд евро., при совокупной прибыли за первые два квартала порядка 1,2 млрд евро. Итоги 2011 года в целом еще не представлены. На фоне этого, несмотря на ограниченность предложения со стороны Абсолют-Банка, мы рекомендуем участвовать в займе ближе к верхней границе диапазона. Так, премия к ХКФ-Банку (Ва3-/BB-) составит на этом уровне порядка 100 б.п.

Доходности бумаг эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

Банк Русский Стандарт (Ва3/В+/В+)

Событие. Банк Русский Стандарт 22 марта откроет книгу на облигации серии БО-02 объемом 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона составляет 9,0-9,5% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,2-9,7% годовых. Планируемая дата закрытия книги – 23 марта, дата размещения – 27 марта.

Комментарий. Отметим, что 2011 год для банка сложился достаточно ровно, при этом по его итогам он выполнил прогнозы, которые мы приводили в нашем обзоре от 3 ноября 2011 года: <http://bonds.finam.ru/comments/item23C63/rqdate7DB0B03/default.asp>. Кредитный портфель Банка по МСФО превысил 110 млрд руб. и почти достиг 114 млрд руб. При этом банк, как и прогнозировал, удержал значение NPL (90+) ниже уровня 5% и на конец года показал 4,5%. Однако поскольку это предварительные

данные, мы все же будем опираться на отчетность по РСБУ.

Среди основных тенденций, на которые стоит обратить внимание при анализе деятельности банка, мы отмечаем:

- **Темпы роста кредитного портфеля выше среднеотраслевых:** если смотреть февраль 2012 года к февралю прошлого года, то размер портфеля увеличился на 42%, то есть темпы были выше среднеотраслевых значений. Напомним, по итогам 2011 года банк поднялся на 27 место по величине активов против 31 ступени на конец 2010 года.
- **Потеря лидерства в секторе кредитных карт:** в целом, это выло предсказуемо, с учетом того, как оживились госбанки. В результате, на конец 2011 года он уступил лидерство Сбербанку – по данным Frank Research Group, теперь доля каждого из этих банков на рынке кредитных карт составляет около 15,6%.
- **Улучшение качества кредитного портфеля:** данная тенденция просматривается и по РСБУ, и по МСФО. Если в первом случае уровень просроченной задолженности снизился с 12,9% до 10,6% на 1 февраля 2012 года, то по во втором NPL (90+) упал за год с 7,4% до 4,5%. Для сравнения, у недавно отчитавшегося ХКФ-Банка NPL на 1 января 2012 года составил 5,8%, у ТКС-Банка – 3,7%.
- **Рост прибыли:** по итогам 2011 года по РСБУ банк получил 5,8 млрд руб. прибыли против 3,9 за 2010 год, по МСФО – 5,1 млрд руб. и 1,8 млрд руб. соответственно.
- **Рост клиентской составляющей в пассивах:** на 1 февраля 2012 года за счет средств клиентов наполнялось 66% пассивов банка против 54% на 1 февраля 2011 года.

В целом итоги 2011 года - начало 2012 года можно назвать вполне позитивными. Что касается нового выпуска, то тут стоит вспомнить последнее размещение банка в ноябре 2011 года. Тогда доходность по выпуску составила 11,3% к годовой оферте, сейчас заем торгуется на уровне 9,2%. При этом, он уже вошел в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%. Нижнюю границу по новому выпуску в 9,2% при большей дюрации можно назвать несколько агрессивной. Кроме того, неплохо бы еще учесть премию за то, что выпуск не войдет какое-то время ни в Ломбард, ни в РЕПО. Таким образом, участи в новом размещении, по нашему мнению, интересно от 9,5%, что означает также сохранение сформировавшегося спреда порядка 70 б.п. к кривой ХКФ-Банка (Ba3/-/BB-).

Финансовые показатели Банка Русский Стандарт и ХКФ-Банка по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	Банк Русский Стандарт	ХКФ-Банк
ASSETS	188,2	155,7
Loans	113,8	112,8
Loans (gross)	n/a	121,0
% assets	60,5%	72,5%
NPL (>90дн.)	4,5%	5,8%
Loans / Customer accounts	1,0	1,6
Customer accounts	109,5	70,3
% assets	58,2%	45,2%
EQUITY	27,7	30,5
% assets	14,7%	19,6%
Total Capital Adequacy Ratio	21,4%	20,5%
Показатели прибыльности, млрд руб.	Банк Русский Стандарт	ХКФ-Банк
Net interest income	22,8	23,1
Provisions charge for loan impairment	-4,6	-6,2
Profit for the year	5,1	10,8
Качественные показатели деятельности	Банк Русский Стандарт	ХКФ-Банк
RoA	3,2%	9,1%
RoE	18,6%	38,4%
NIM	18,9%	n/a
Cost / Income	60,6%	38,8%

Источник: данные банков, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

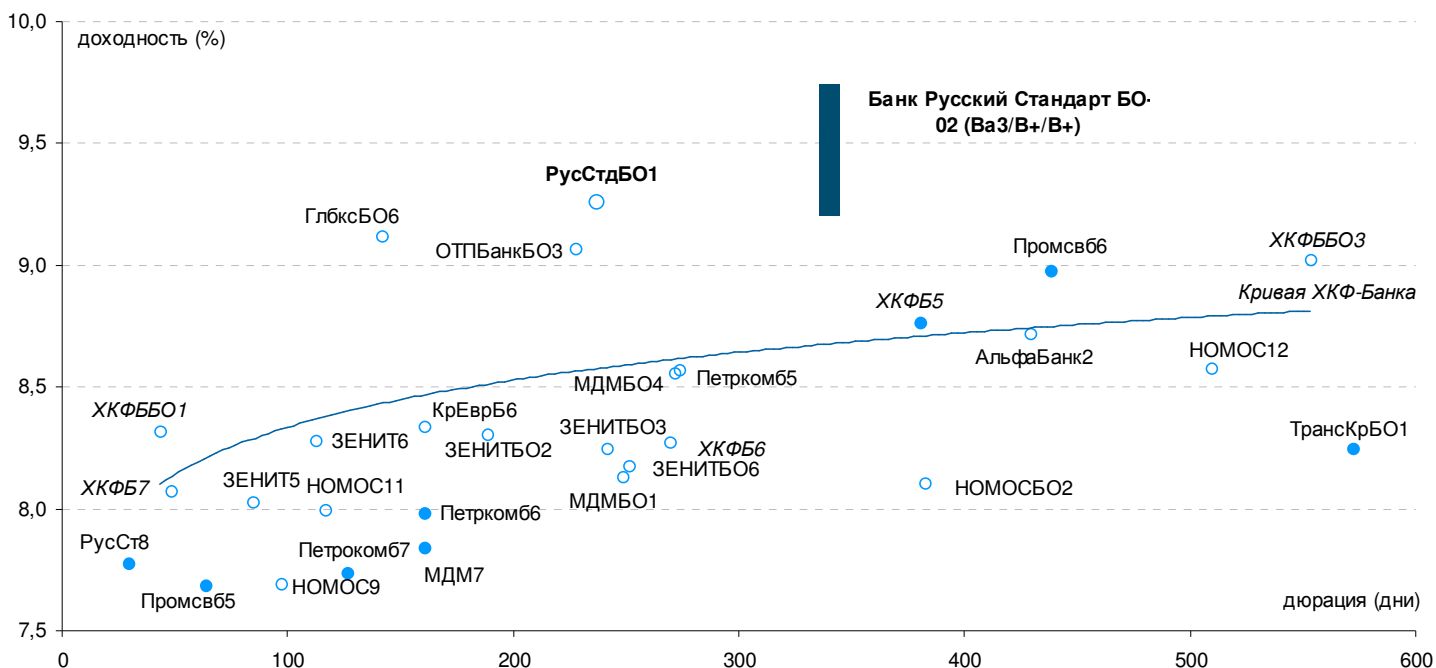
Финансовые показатели Банка Русский Стандарт по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 фев 11	1 янв 12	1 фев 12	1 фев12 / 1 фев11
Активы	135 319	138 623	186 193	188 560	36%
Денежные средства и драгметаллы	4 268	3 799	9 209	6 749	78%
Доля в активах	3%	3%	5%	4%	---
МБК (размещенные средства)	6 854	13 854	14 104	18 582	34%
МБК в активах	5,1%	10,0%	7,6%	9,9%	---
Кредитный портфель (gross)	82 293	83 476	116 380	118 795	42%
Уровень просрочки	12,9%	12,9%	10,7%	10,6%	---
Покрытие просрочки резервами	140,3%	139,7%	108,2%	109,0%	---
Кредиты физлиц	92,0%	92,2%	94,2%	94,4%	---
Кредиты/Клиентские средства	114,1%	110,7%	97,4%	95,3%	---
Доля в активах	49,8%	49,3%	55,3%	55,7%	---
Операции с ценными бумагами	29 085	27 308	36 684	37 275	36%
Облигации	22 611	20 835	30 211	30 802	48%
Доля в активах	21,5%	19,7%	19,7%	19,8%	---
Капитал*	23 012	23 051	23 476	23 288	1%
Доля в активах	17,0%	16,6%	12,6%	12,4%	---
Средства клиентов, в т.ч.	17 001	18 075	26 483	25 518	41%
физических лиц	13 925	14 812	23 377	22 742	54%
доля средств в пассивах	12,6%	13,0%	14,2%	13,5%	---
Депозиты, в т.ч.	55 110	57 355	93 032	99 141	73%
физических лиц	46 881	49 158	75 713	82 035	67%
доля депозитов в пассивах	40,7%	41,4%	50,0%	52,6%	---
Выпущенные ценные бумаги	7 580	7 577	10 851	10 909	44%
Облигации	7 320	7 320	9 998	9 998	37%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	5,6%	5,5%	5,8%	5,8%	---
Балансовая прибыль	3 856	537	5 775	1 161	116%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

Металлоинвест (ВаЗ/-/ВВ-)

Событие. Холдинговая компания «Металлоинвест» провела в период с 13 по 15 марта 2012 г. сбор заявок на 10-летние облигации серий 01 и 05 общим объемом 15 млрд руб. По итогам book-building ставка 1 купона была установлена на уровне 9% годовых (УТР 9,2%/3 года), при этом первоначальный индикатив купона составлял 9,5-10% годовых (УТР 9,73-10,25%), который в ходе сбора заявок был пересмотрен до 9,0-9,25% (УТР 9,2-9,46%). В дополнении к этим облигациям Металлоинвест на фоне повышенного спроса решил расширить предложение еще одним выпуском серии 06 на 10 млрд руб. на аналогичных условиях – купон 9,0% годовых (УТР 9,2%/3 года). Размещение облигаций серий 01 и 05 на ММВБ предварительно запланировано на 19 марта, а серии 06 – на 22 марта.

Комментарий. Выход ХК Металлоинвест на первичный рынок рублевых облигаций является дебютным и, скорее всего, не ограничится одним займом (у компании зарегистрирована программа облигаций на общую сумму 50 млрд руб.). Отметим, что у Металлоинвеста в настоящее время также в обращении имеется евробонд на 750 млн долл., который был размещен в июле 2011 г. сроком на 5 лет.

Менеджмент Металлоинвеста в преддверии размещения провел «ознакомительную» встречу с инвестсообществом, довольно детально презентовав бизнес-профиль холдинга и его финансовое положение. В дальнейшем руководство холдинга намерено повышать прозрачность, постепенно готовя компанию к приобретению статуса «публичной» (проведение IPO).

К ключевым моментам кредитного профиля Металлоинвеста мы относим:

- **Сильный операционный профиль.** Металлоинвест занимает лидирующие позиции на мировых рынках: 5 место по производству товарной железорудной продукции (более 40 млн тонн в 2011 г.), 2 место по объему запасов железорудных месторождений (14,9 млрд тонн, международная классификация), крупнейший поставщик товарного горячебрикетированного железа (ГБЖ) (доля рынка 36%). Ключевыми производственными активами холдинга являются: горнорудный сегмент – Лебединский и Михайловский ГОКи; металлургический сегмент – ОЭМК и Уральская сталь. Данные мощности имеют довольно выгодное стратегическое расположение (в европейской части России) как по отношению к рынкам сбыта продукции (25% - Европа, 35% - Россия, 40% - Китай), а также в плане производственного цикла.
- **Высокая эффективность производства.** Холдинг является лидером в мире по себестоимости производства железорудной продукции, чего удается достичь благодаря особенностям технологического процесса, а также более низкой стоимости затрат на энергетику и рабочую силу. Кроме того, компания оптимизирует транспортные расходы, в частности, в 2011 г. Металлоинвест нарастил транспортировку продукции на Восток по железнодорожным путям (традиционно по морю), получив возможность экономии, в том числе благодаря скидкам от РЖД (в 2011 г. – 24%; в 2012 г. – 15%).
- **Инвестиции в органический рост.** В ближайшие 5 лет Металлоинвест планирует нарастить объем производства железной руды на 7%, окатышей – на 22%, ГБЖ – на 39%. Причем, добиться данного роста холдинг планирует за счет органического роста: инвестиции в производство в течение 3 лет составят 2,2-2,3 млрд долл. Основными капвложения будут направлены в мощности Михайловского ГОКа (производство окатышей) и Лебединского ГОКа (производство ГБЖ). Что касается разработки Удоканского месторождения меди, то компания намерена выделить его в отдельный бизнес и привлечь для его развития стратегического партнера. На первоначальном этапе инвестиции в данный проект менеджментом компании оцениваются в 150 млн долл. в год.
- **Крепкое финансовое положение.** Финансовое состояние холдинга является достаточно надежным: выручка за 1 пол. 2011 г. составила 5,1 млрд долл. («+54%» к 1 пол. 2010 г.), показатель EBITDA – 2 млрд долл. («+63%»), чистая прибыль – 1 млрд долл. («+89%»). При этом рентабельность EBITDA составляла 39%, что заметно выше, чем в среднем по металлургическому сектору. Получить такую прибыльность бизнеса компании удастся за счет высокой операционной эффективности. Кроме того, постепенно в структуре выручки возрастает доля продукции с высокой добавленной стоимостью (окатыши, ГБЖ), на наращивание производства которой направлены основные инвестиции.
- **Подверженность денежных потоков цикличности.** Финансовые потоки Металлоинвеста подвержены ощутимому влиянию циклических изменений конъюнктуры, которые в большей степени затрагивают цены на железную руду. Так, в кризисный 2009 г. выручка холдинга снизилась на 49,5%, показатель EBITDA – в 4,5 раза, но, тем не менее, была получена чистая прибыль. По данным компании, поставки ее продукции преимущественно осуществляются по спотовым ценам с ежемесячным пересмотром (75% контрактов). В то же время 25% поставок (в Европу) производится по фиксированным ценам, устанавливаемым сроком на 3 месяца, что может в определенной степени «защитить» компанию от существенного падения цен, по крайней мере, на какой-то период

времени.

- **Приемлемая долговая нагрузка.** По итогам 2011 г., по данным компании, соотношение Долг/ЕБИТДА составило 1,5х, при этом размер долга был равен 5,6 млрд долл. В дальнейшем менеджмент намерен придерживаться коридора 1-2х (Долг/ЕБИТДА). График погашения кредитного портфеля холдинга является довольно сбалансированным и не предполагает пиков исполнения обязательств по нему. В 2012 г. Металлоинвесту предстоит рефинансировать порядка 0,8 млрд долл., которые полностью покрывались имеющимся запасом денежных средств на сумму 1,2 млрд долл. По данным руководства компании, данная «подушка ликвидности» была сформирована на фоне нестабильности на мировых финансовых рынках в 2011 г., которая в 2012 г. в том числе может быть направлена на инвестиции. В свою очередь, целью предстоящего размещения рублевых облигаций (программа рассчитана на 50 млрд руб.) является диверсификация кредитного портфеля по валюте (по итогам 2011 г. 75% приходилось на доллары, 22% - на рубли) и инструментам заимствований (55% было представлено предэкспортным финансированием, 17% - кредитами Сбербанка, 12% - еврооблигациями, 16% - прочие).

Принимая во внимание довольно надежное кредитное качество Металлоинвеста, первичное предложение компании выглядит достаточно привлекательно. Обозначенный эмитентом индикатив несет премию к доходности Евраз и находится на уровне Мечела. Данный ориентир выглядит вполне логично, учитывая меньший масштаб бизнеса и схожие кредитные метрики Металлоинвеста (ВаЗ-/ВВ-) относительно Евраза (ВаЗ/В+/ВВ-), а также более слабый кредитный профиль Мечела (В1/-/-).

Финансовые показатели компаний металлургического сектора

	Металлоинвест						Евраз			Мечел		
	ВаЗ-/ВВ-						ВаЗ/В+/ВВ-			В1/-/-		
	млн руб.			млн долл.			млн долл.			млн долл.		
	1 П 2010	1 П 2011	Изм. %	1 П 2010	1 П 2011	Изм. %	1 П 2010	1 П 2011	Изм. %	1 П 2010	1 П 2011	Изм. %
Выручка	99 944	146 896	47,0	3 326	5 144	54,7	6 406	8 380	30,8	4 331	6 407	47,9
Операционный денежный поток	28 255	50 238	77,8	940	1 759	87,1	744	1 594	114,2	-256	-34	-86,9
Свободный денежный поток	25 969	-21 617	-183,2	864	-757	-187,6	359	1 137	216,7	-761	-842	10,5
ЕБИТДА	36 515	56 596	55,0	1 215	1 982	63,1	1 154	1 629	41,2	801	1 206	50,7
Чистая прибыль	15 645	28 192	80,2	521	987	89,7	-267	258	-196,6	121	501	314,7
% расходы	7 502	5 205	-30,6	250	182	-27,0	363	380	4,7	280	284	1,4
Рентабельность ЕБИТДА	36,5%	38,5%	0,8 п.п.	36,5%	38,5%	-1,4 п.п.	18,0%	19,4%	-1,4 п.п.	18,5%	18,8%	-1,4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	15,7%	19,2%	3,5 п.п.	15,7%	19,2%	-1,3 п.п.	-4,2%	3,1%	-1,3 п.п.	2,8%	7,8%	-1,3 п.п.
ЕБИТДА/% расходы	4,87	10,87	6,0	4,87	10,87	123,4	3,18	4,29	34,8	2,86	4,25	48,6
	2010	1 П 2011	Изм. %	2010	1 П 2011	Изм. %	2010	1 П 2011	Изм. %	2010	1 П 2011	Изм. %
Активы	249 883	319 323	27,8	8 199,1	11 373,6	38,7	17 601	19 202	9,1	15 776	18 467	17,1
Денежные средства и их эквиваленты	4 633	11 409	146,3	152,0	406,4	167,3	697	1 163	66,9	341	356	4,5
Финансовый долг, в т.ч.:	126 377	173 093	37,0	4 146,6	6 165,2	48,7	7 849	7 249	-7,6	7 498	8 919	18,9
долгосрочный	85 726	125 984	47,0	2 812,8	4 487,3	59,5	7 135	6 626	-7,1	5 371	6 773	26,1
краткосрочный	40 651	47 109	15,9	1 333,8	1 677,9	25,8	714	623	-12,7	2 128	2 146	0,9
Чистый долг	121 744	161 684	32,8	3 994,6	5 758,8	44,2	7 152	6 086	-14,9	7 158	8 563	19,6
Фин.долг/ЕБИТДА	1,7	1,5	-0,20	1,7	1,6	-0,15	3,3	2,2	-1,12	3,7	3,7	-0,02
Чистый долг/ЕБИТДА	1,7	1,4	-0,24	1,6	1,5	-0,19	3,0	1,9	-1,18	3,5	3,5	0,00
Фин. долг/Активы	0,5	0,5	0,04	0,5	0,5	0,04	0,4	0,4	-0,07	0,5	0,5	0,01

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Александр Полюттов

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48
Факс. (495) 797-52-48
research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Телекоммуникации/

Потребсектор
Евгений Голосной
Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров
Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютов
Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова
Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.