Специальный комментарий

Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

- На фоне стремительно нарастающей напряженности на финансовых рынках особенно уязвимыми могут оказаться эмитенты, бизнес которых подвержен цикличности: прежде всего, металлургические компании.
- Большинство из них, так или иначе, пережили экономический кризис 2008-2009 гг., однако их подготовленность к новому витку спада оставляет некоторые вопросы. В данном обзоре мы рассматриваем кредитное качество четырех лидеров российской металлургической отрасли, условно выделяемых нами в так называемую «первую лигу» (**НЛМК**, **Северсталь**, **Евраз** и **ММК**), и анализируем их кредитное качество в условиях стресс-сценария.
- Рейтинг инвестиционной категории **НЛМК** подтверждается его консервативной долговой стратегией, диверсифицированной структурой кредитного портфеля.
- Позиции **Северстали** за последние 2 года серьезно укрепились, и в случае нового витка кризиса мы не ожидаем от нее существенного ухудшения кредитоспособности.
- **Евраз** значительно улучшил свое финансовое положение с момента острой стадии кризиса 2008-2009 гг., накопив значительную подушку ликвидности и увеличив срочность своего кредитного портфеля.
- Позиции **ММК** среди металлургических компаний «первой лиги» выглядят наиболее уязвимыми, в то время как долговые бумаги торгуются с минимальной премией к бондам НЛМК.
- При срабатывании рецессионного варианта развития событий в мировой экономике способность Северстали и НЛМК расплачиваться с публичными кредиторами не вызывает никаких опасений. Если напряженность на долговых рынках усилится, наибольшие опасения будут вызывать кредитные профили Евраза и ММК, причем сложностей с рефинансированием долга у ММК будет значительно больше.
- Текущее состояние глобальных рынков, по нашему мнению, не предполагает наличия торговых идей в еврооблигациях металлургов «первой лиги», так как ни одна бумага не подпадает под категорию защитных активов. Кроме того, мы с большой долей вероятности считаем, что наблюдаемые сейчас ценовые уровни не являются минимальными, иначе говоря, до покупок на развороте рыночного тренда еще далеко.
- Рублевые облигации **ММК**, **НЛМК**, **Северстали** и **Евраза** с августа 2011 г. ощутимо потеряли в ликвидности, а их нынешние спреды к кривой ОФЗ вряд ли можно считать адекватными рыночным реалиям. Пожалуй, единственное исключение – 1.5-летние бонды **Евраз-1** и **Евраз-2**. Без сомнения, наиболее перекупленными мы признаем бонды ММК: при восстановлении нормальной конъюнктуры рынка они должны полностью «оторваться» от инструментов НЛМК и уйти ближе к кривой Евраза.

Металлургический сектор как наиболее яркий представитель циклического бизнеса сильно зависит от ситуации в мировой экономике. Во-первых, замедление роста (или его полное отсутствие) существенно ограничивает спрос на продукцию металлургических компаний. Во-вторых, цены на сталь имеют прямое отношение к экономическому росту в основных странах-потребителях металла. В-третьих, для большинства металлургов вопрос доступа к кредитным ресурсам имеет высокое значение, так как инвестиционные программы в этой отрасли преимущественно носят долгосрочный характер.

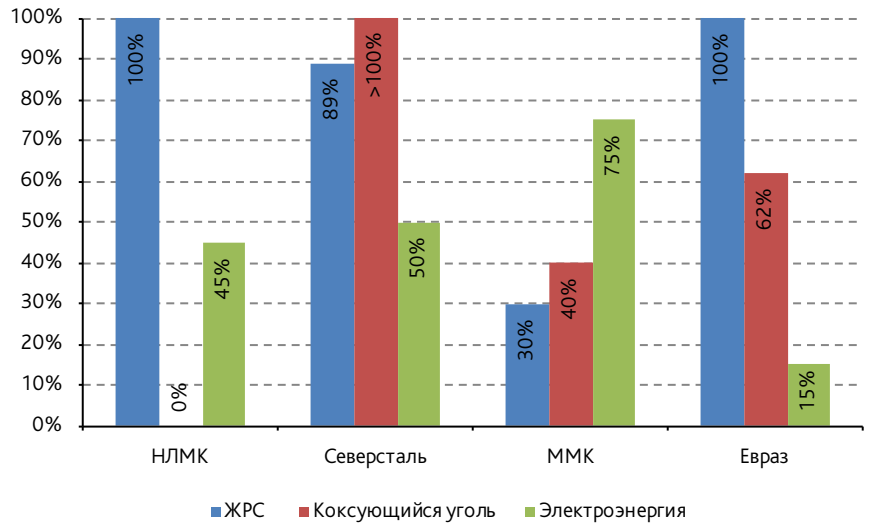
В данном обзоре мы рассматриваем кредитное качество четырех лидеров российской металлургической отрасли, условно выделяемых нами в так называемую «первую лигу» (**НЛМК**, **Северсталь**, **ММК** и **Евраз**), и анализируем их кредитное качество при реализации рецессионного сценария для мировой экономики.

ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ: ВЕРТИКАЛЬНО ИНТЕГРИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ ВЫГЛЯДЯТ НАДЕЖНЕЕ

В течение последних лет в сталелитейной отрасли отмечалась очевидная тенденция смещения рентабельности от чисто металлургических компаний, занимающихся выплавкой стали и производством проката, к компаниям, добывающим металлургическое сырье (железную руду и уголь). Как заявляют металлурги «первой лиги», в 2010 г. и 1П 2011 г. рентабельность по EBITDA сталелитейного бизнеса находилась на уровне 10-15%, тогда как аналогичный показатель добывающего направления находился на уровне 45-50%[1]. НЛМК в своих отчетах указывает, что разница между ценами на сырье и сталь по итогам 1П 2011 г. сократилась до 12-14%, а 10 лет назад она составляла около 35%.

Интеграция в добывающий бизнес позволяет сталепроизводителям в первую очередь обезопасить себя от негативных ценовых движений на рынках железной руды и коксующегося угля. Поэтому у всех четырех игроков «первой лиги» в том или ином виде есть доступ к собственной сырьевой базе, но, с другой стороны, обеспеченность собственными ресурсами у них кардинально отличается.

ДИАГРАММА 1. ОБЕСПЕЧЕННОСТЬ СОБСТВЕННОЙ РЕСУРСНОЙ БАЗОЙ У МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ (ПО ИТОГАМ 1П 2011)



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

На наш взгляд, ситуация с обеспеченностью собственным сырьем самым лучшим образом выглядит у **Северстали**: она полностью обеспечивает себя железнорудным сырьем (ЖРС) и коксующимся углем. Добыча этих видов ресурсов превышает объем собственного потребления у российского сталелитейного подразделения Северстали, что позволяет компании увеличивать свою консолидированную рентабельность за счет более маржинальных продаж железнорудного и угольного сырья. Положение **Евраза** также выглядит сравнительно крепким: он полностью способен обеспечивать себя железной рудой и более чем наполовину – коксующимся углем. Дополнительные гарантии компании в обеспечении сырьем дает 40%-й пакет в Распадской, с учетом которого Евраз можно считать почти полностью обеспеченным и коксом.

[1] Данные Северстали за 2010 г. и 1П 2011 г.

Несколько более уязвимым выглядит положение **НЛМК**: на данный момент компания не добывает собственное угольное сырье и вынуждена закупать его на рынке, а уже затем производить из него металлургический кокс на собственной производственной площадке. НЛМК разрабатывает сейчас два угольных участка, но промышленная добыча на них не начнется раньше 2014 г., а к 2018 г. компания будет получать не более 50% необходимого ей объема коксующегося угля.

Положение **ММК** выглядит наиболее уязвимым по сравнению со всеми остальными участниками данного обзора: обеспеченность ЖРС и углем составляет не более 40%. Несколько сглаживает ситуацию долгосрочный (до 2017 г.) договор ММК с крупным производителем сырья, первоначально казахским производителем ENRC. Кроме того, компания разрабатывает Приоскольское месторождение железных руд, которое в долгосрочной перспективе на 100% закроет потребности ММК в железной руде.

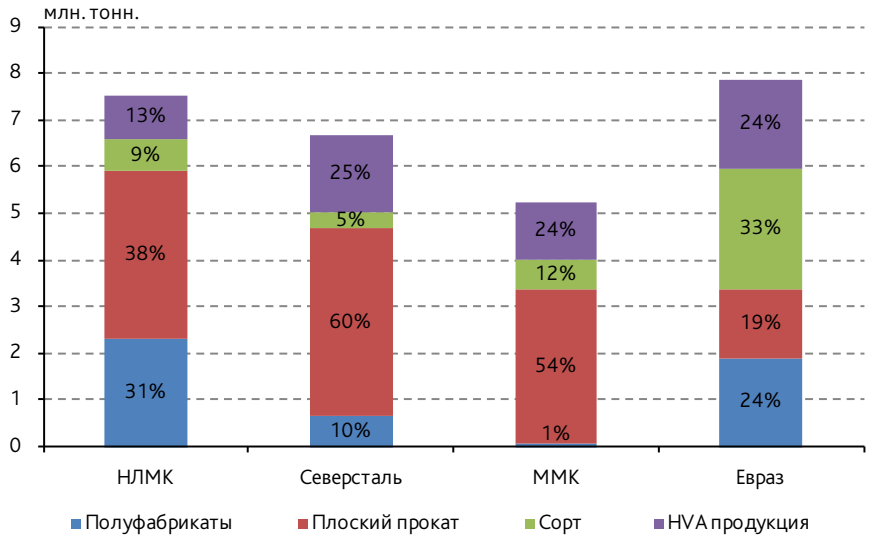
СТРУКТУРА И ГЕОГРАФИЯ ПРОИЗВОДСТВА, РЫНКИ СБЫТА

Российские металлургические компании традиционно специализируются на производстве стали низкого передела: у всех рассматриваемых компаний около 60% объема производства приходится на полуфабрикаты (слябы, чугун), горячекатаный лист и сортовой прокат, цены на которые обычно более волатильны, чем на стальную продукцию с высокой добавленной стоимостью (HVA продукты).

На наш взгляд, операционные показатели производителя, в чьем портфеле значительную долю в производстве занимают полуфабрикаты и г/к лист, в большей степени подвержены негативным тенденциям на рынке стали.

Отметим, что значительную часть HVA продукции в портфеле ММК занимает толстый лист, который используется исключительно в производстве труб большого диаметра. По нашему мнению, это несет в себе дополнительные риски. Во-первых, рынок ТБД очень сильно зависит от спроса со стороны строителей магистральных нефте- и газопроводов (Газпрома, Транснефти), а реализация таких масштабных проектов часто лежит в политической, а не в экономической плоскости. Во-вторых, основными потребителями толстого листа ММК являются ТМК и Группа ЧТПЗ, и если кредитное качество первого потребителя не вызывает серьезных опасений, то способность расплачиваться с кредиторами у второго напрямую зависит от доступности кредитов государственных банков. Северсталь и Евраз, в структуре производства которых также присутствуют трубные дивизионы, в меньшей степени подвержены этому риску, так как ТБД составляют не более 4% и 5% от общего объема производства.

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА ПРОДАЖ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ В 1П 2011

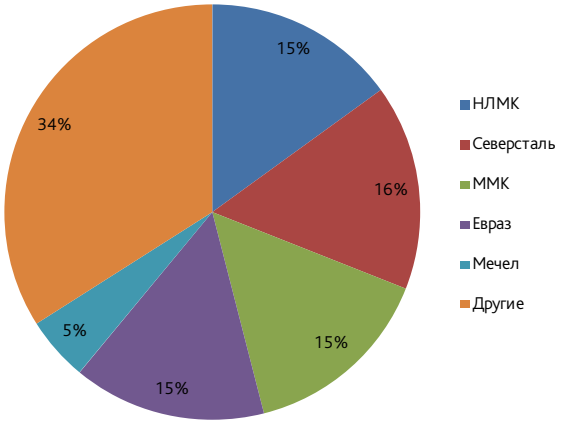


Комментарий: здесь не учитываются результаты сырьевых и метизных подразделений, а также золотодобывающего бизнеса Северстали. К HVA продукции относятся толстый лист, трубы, лист с покрытием, железнодорожная продукция у Евраза.
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Российский рынок стали для НЛМК, Северстали, ММК и Евраза традиционно был основным, что во многом объясняется его более выгодной ценовой конъюнктурой (в частности, средние экспортные цены ММК оказались приблизительно на 40% ниже внутрироссийских). Немаловажным фактом является и то, что в России находятся и основные производственные площадки металлургических компаний «первой лиги». На российском рынке проката уже долгое время сохраняется паритет в долях рынка между игроками топ-4 (см. диаграмму 3).

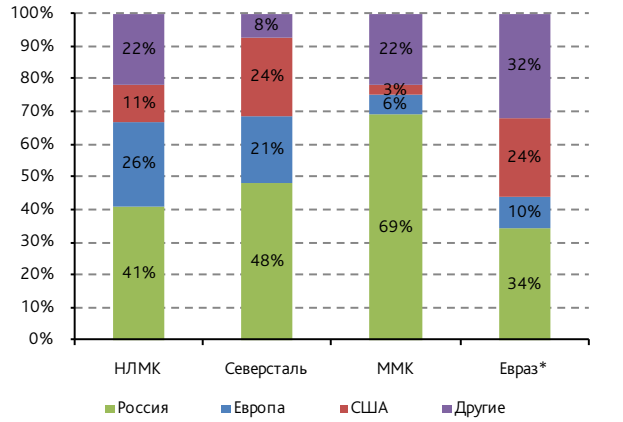
У НЛМК, Северстали и Евраза в географической структуре продаж важную роль играют рынки США и ЕС, также благодаря наличию производственных активов в этих регионах. Диверсифицированная география продаж позволяет НЛМК, Северстали и Евразу получать выручку в разных валютах, что дает им возможность без существенных валютных рисков обслуживать долг, номинированный в нескольких валютах. У ММК почти 70% выручки номинированы в рублях, а это может ограничивать валютную гибкость компании. Дополнительно отметим, что Евраз, в отличие от своих конкурентов, имеет неплохие позиции на азиатских рынках, а доля экспорта в страны этого региона в совокупной выручке составляет более 15%.

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА ПРОКАТА И СТАЛЬНЫХ ПРОДУКТОВ В 2010



Источник: Metal Expert, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. ГЕОГРАФИЧЕСКАЯ СТРУКТУРА ПРОДАЖ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ ПО ИТОГАМ 1П 2011



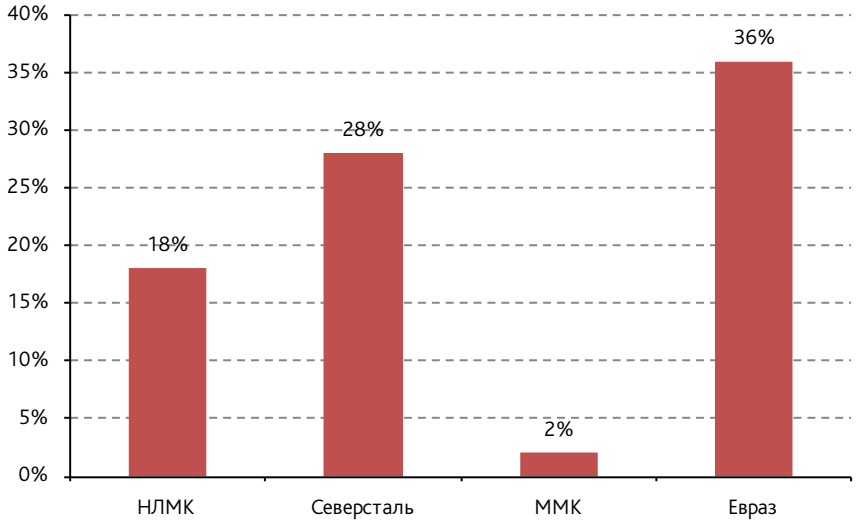
** для Евраза – данные за 2010*
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Отдельный интерес у кредиторов могут вызывать зарубежные активы металлургических компаний: еще свежа в памяти ситуация с итальянскими активами и тремя американскими заводами Северстали, которые неуклонно тянули консолидированные показатели всей компании вниз, а долг, привлеченный на их покупку, требовал рефинансирования.

НЛМК владеет двумя крупными западными дивизионами – шестью заводами по производству плоского проката и толстого листа в Европе, а также тремя площадками в США (сталеплавильное и прокатное производство). На долю зарубежных площадок приходится чуть менее 20% продаж компании. Кроме того, НЛМК с 3К 2011 г. начнет консолидировать прокатные мощности SIF, ранее входившего в его СП с Duferco, у которого НЛМК теперь выкупает у своего партнера за USD600 млн. НЛМК, таким образом, получит новые прокатные активы в ЕС и США совокупной мощностью около 5.5 млн. тонн/год (всего НЛМК производит порядка 12 млн. тонн стали в год).

На наш взгляд, в случае с НЛМК наличие зарубежных активов в структуре производства выглядит скорее как положительная черта кредитного профиля. Сейчас существенную долю в выручке компании занимают продукты низкой степени переработки (слябы). Приобретаемые активы SIF существенно улучшат производственный портфель НЛМК, увеличив долю проката и HVA продуктов в структуре производства компании. Кроме того, зарубежные активы НЛМК преимущественно прошли активную фазу инвестиций и не потребуют значительных капитальных затрат в среднесрочной перспективе.

ДИАГРАММА 5. ДОЛЯ ЗАРУБЕЖНЫХ АКТИВОВ В ПРОДАЖАХ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ ПО ИТОГАМ 1П 2011



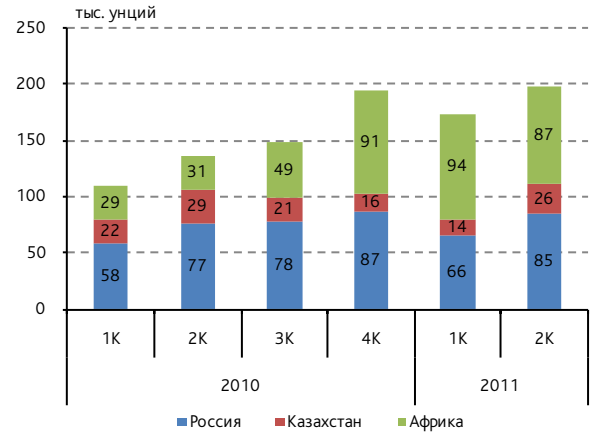
** здесь не учитываются результаты сырьевых и метизных подразделений, а также и золотодобывающего бизнеса Северстали*
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Зарубежные сталелитейные активы **Северстали** – это два завода в США (Dearborn и Columbus) с совокупными установленными мощностями около 3.8 млн. тонн/год и угольные активы компании PBS Coals, также расположенные в США. Основными преимуществами американских сталелитейных активов Северстали, по нашему мнению, являются их относительная новизна и невысокая потребность в новых инвестициях. У Severstal-Dearborn самые новые в США мощности для производства х/к листа, основными потребителями которого являются американские автопроизводители. Завод Severstal-Columbus на данный момент может производить до 1.5 млн. тонн стали в год, но уже к концу текущего года его мощности будут увеличены более чем вдвое. Северсталь выделяет эти два завода в отдельное бизнес-подразделение, и в отчетности указывает его основные производственные показатели, что позволяет проследить эффективность американских активов компании: рентабельность по EBITDA этого сегмента бизнеса в 2010 г. составила около 3%, а в 1П 2011 г. – 8%.

Для кредитного качества Северстали также немаловажное значение имеет золоторудное подразделение Nordgold, объединяющее активы в России, Казахстане, Гвинее и Буркина-Фасо. Главным преимуществом золотодобывающего направления бизнеса для компании является его контрцикличность: при замедлении роста мировой экономики цены на ресурсы, в частности сталь, уголь и железную руду, неизбежно снижаются, тогда как спрос на защитные активы, к которым относится золото, напротив, повышается. Это положительно сказывается на операционных показателях как Nordgold, так и в стресс-сценарии может несколько смягчить падение консолидированных показателей Северстали. Размер золотодобывающего направления бизнеса не слишком велик в масштабах Северстали (в 1П 2011 г. его доля в консолидированной выручке составила около 6%), однако благодаря высокой операционной рентабельности «вес» Nordgold в консолидированной EBITDA уже куда более значителен – порядка 13%.

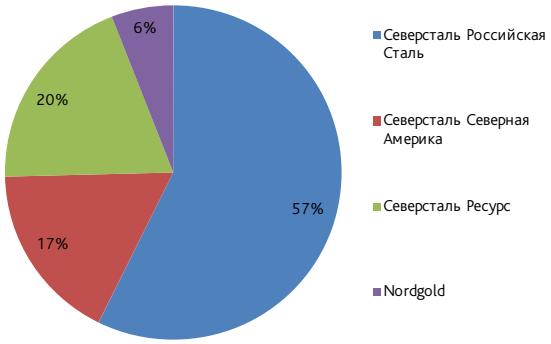
Наличие в структуре активов Северстали золотодобывающего сегмента бизнеса можно рассматривать как дополнительную гарантию для кредиторов в случае развития очередного витка рецессии в мировой экономике. Безусловно, есть определенный риск, что золотодобывающее направление бизнеса впоследствии будет деконсолидировано из Северстали путем перевода в другую структуру или вовсе продажи. Более того, основной бенефициар Северстали, А. Мордашов, об этом уже заявлял, но все же на данном этапе мы не склонны рассматривать его намерение как свершившийся факт. Если же решение о выделении Nordgold в отдельную структуру или его продажа состоятся, Северсталь несколько потеряет в устойчивости операционных показателей, однако получит существенные денежные средства на свой баланс. По нашим оценкам, 100% Nordgold могли бы стоить не менее USD4-4.5 млрд., т.е. фактически полностью покрыть совокупный долг Северстали.

ДИАГРАММА 6. ГЕОГРАФИЧЕСКАЯ СТРУКТУРА ДОБЫЧИ ЗОЛОТОРУДНОГО ПОДРАЗДЕЛЕНИЯ СЕВЕРСТАЛИ



Источник: Северсталь, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 7. СТРУКТУРА EBITDA СЕВЕРСТАЛИ В 1П 2011



Источник: Северсталь, НБ «Траст»

На наш взгляд, Северсталь извлекла для себя чрезвычайно важные уроки кризиса 2008-2009 гг., когда низкорентабельные и требующие новых капитальных вложений зарубежные активы «тянули» консолидированные показатели компании вниз. С того момента Северсталь избавилась от наиболее проблемных американских заводов и одного завода в Италии, оставив на балансе новые и модернизированные заводы Dearborn и Columbus, и постепенно развила золотодобывающее направление бизнеса. В наших глазах, зарубежные производственные активы Северстали выглядят хорошим дополнением к кредитному профилю компании и снижают ее кредитные риски.

ММК традиционно концентрировался на внутрироссийском рынке и, занимая на нем лидирующие позиции, сравнительно недавно начал международную экспансию. Единственным зарубежным направлением бизнеса ММК на данный момент является ММК-Атакаш – бывшее СП с турецким партнером, в котором компания в сентябре 2011 г. получила 100%-ый контроль.

Этот актив позволит ММК закрепиться на перспективном рынке Турции и увеличить экспортные продажи на Ближнем Востоке, являющимся основным экспортным направлением компании (около 70% экспортных продаж ММК приходится именно на этот регион). Однако этот проект несет в себе ряд вполне очевидных рисков для компании. Во-первых, затраты на получение контроля в СП оказались весьма значительными – порядка USD485 млн., и по всей видимости, финансирование этой сделки производилось за счет привлечения нового долга (это будет отражено в отчетности за 3К 2011 г.). Во-вторых, по планам самой ММК в ближайший год на проект в Турции ей предстоит потратить еще не менее USD600 млн. В третьих, сталеплавильное производство ММК-Атакаш не обеспечено собственным сырьем ни по ЖРС, ни по коксу, поэтому по мере выхода этого проекта на полную мощность уровень самообеспеченности ММК собственным сырьем снизится еще больше.

На данном этапе проект находится приблизительно в середине инвестиционного цикла, и его выход на запланированную мощность в 2.3 млн. тонн стальной продукции в год намечен на середину – конец 2012 г. Пока доля ММК-Атакаш в консолидированных операционных показателях компании слишком мала, чтобы на данном этапе рассматривать это актив как полезную для географической диверсификации бизнеса инвестицию.

Даже с учетом потенциального укрепления позиций ММК на рынках Ближнего Востока, по нашему мнению, турецкий проект пока лишь увеличивает риски компании. Если падение рынков усилится, реализация этого проекта может существенно замедлиться, а положительный эффект для баланса может и вовсе не проявиться в запланированные сроки.

Для **Евраза** зарубежные активы играют очень важную роль, а их доля в совокупном производстве стали компании превышает 36% – максимальный показатель в «первой лиге». Компания владеет крупными активами в США и Канаде (подразделение «Северная Америка»), Украине, Европе (2 завода – в Италии и Чехии), а также ванадиевыми и сталелитейными активами в Южной Африке. Такое географическое разнообразие активов, на наш взгляд, несет в себе как преимущества, так и определенные риски. С одной стороны, столь широкое международное присутствие позволяет Евразу сократить транспортные издержки и увеличить свою долю на местном рынке стали. С другой стороны, подобная географическая диверсификация требует гораздо более сложной системы оперативного управления, а реализация

синергетических эффектов в таком случае оказывается сложнее задачей по сравнению с ситуацией, когда зарубежные активы сконцентрированы в одном-двух регионах. Также время присутствия в разных странах увеличивает совокупные политические риски.

Зарубежные активы Евраза играют весомую роль на локальных рынках – компания занимает ведущие позиции на рынке железнодорожных рельсов и ТБД в США, является одним из крупнейших производителей ванадия в мире. В планах Евраза по капитальным затратам на 2011-2012 гг. нет проектов, связанных с зарубежными активами (из-за ограничений по ковенантам еврооблигаций), это с положительной стороны отличает компанию от ММК, у которой единственный зарубежный актив находится на середине инвестиционного цикла.

Мы, безусловно, приветствуем международную диверсификацию бизнеса Евраза, однако нам больше симпатизирует бизнес-модель Северстали, у которой, с одной стороны, зарубежные активы играют существенную роль в общих результатах компании, а с другой – сконцентрированы преимущественно в одной стране.

СИТУАЦИЯ С ДОЛГОМ: НА ПЕРВЫЙ ПЛАН ВЫХОДИТ ДИНАМИКА ЕГО РОСТА

Рассматриваемые в этом обзоре металлургические компании «первой лиги» традиционно считаются многими инвесторами образцами финансовой дисциплины, поэтому рыночная оценка их кредитного риска не сильно отличается. Исключение составляет только Евраз, чье кредитное качество серьезно пострадало во время кризиса 2008-2009 гг., а отношение к нему инвесторов сменилось на более настороженное. Что касается НЛМК, Северстали, ММК и Евраза, ситуация с долговой нагрузкой у них в последние два года развивалась очень по-разному. Результаты 1П 2011 г. лишний раз подтвердили появление значительных различий в кредитном качестве рассматриваемых металлургов.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА

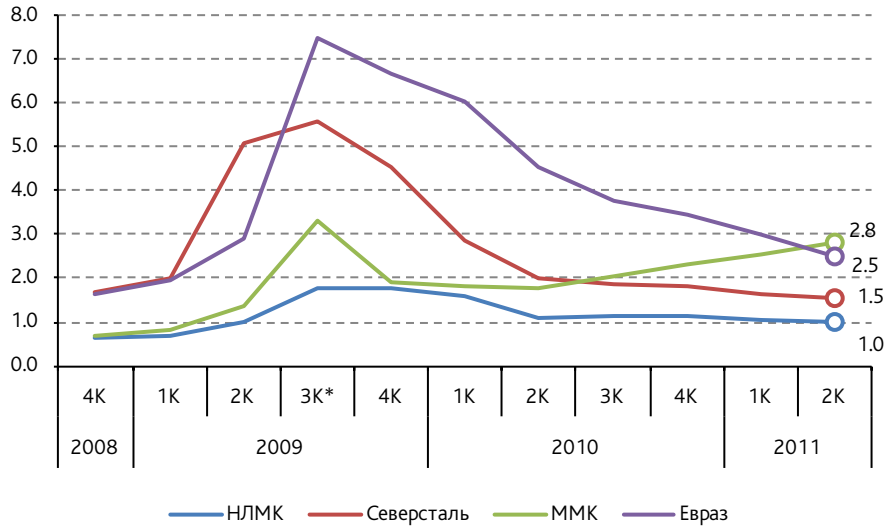
НЛМК подтверждает свой статус исключительно консервативной в отношении заемного финансирования компании – ее показатель «Долг/EBITDA» даже во время кризиса 2008-2009 гг. не превышал уровня 2.0x (в терминах «Чистый долг/EBITDA» долговая нагрузка оставалась даже ниже отметки 1.0x).

Северсталь же во время кризиса испытала все негативные последствия спада операционных показателей и кратного роста долговой нагрузки. Однако с конца 2009 г. компания существенно улучшила показатель «Чистый долг/EBITDA», снизив его до 1.1x к концу 1П 2011 г. Причем уменьшение долговой нагрузки происходило не только за счет восстановления операционных показателей, но и благодаря постепенному снижению совокупного долга. Менеджмент Северстали в ходе последней телеконференции заявил, что уровень долговой нагрузки в 1.1x по показателю «Чистый долг/EBITDA» является для компании целевым, поэтому мы надеемся, что руководство компании будет придерживаться озвученного плана, и увеличения долговой нагрузки в среднесрочной перспективе не произойдет.

Евраз в 2008-2009 гг. пострадал, пожалуй, больше других компаний «первой лиги», он подошел к кризису весьма «закредитованным», поэтому во время резкого снижения операционных показателей его долговая нагрузка в терминах «Долг/EBITDA» взлетела выше 7.0x, что привело к нарушению ковенантов по еврооблигациям. Тяжелое положение с долгом потребовало от компании более консервативной политики в течение последних двух лет, которая принесла свои плоды. Евразу с 2009 г. удалось снизить долг приблизительно на USD1.5 млрд., поэтому и долговая нагрузка уменьшилась до уровня 3.4x по показателю «Долг/EBITDA». По нашим оценкам, основанным на заявлениях менеджмента компании, в 1П текущего года долговая нагрузка должна была продолжить свое снижение до значений 2.5-2.6x. Топ-менеджмент заявлял, что целевым уровнем показателя «Чистый долг/EBITDA» является уровень 2.0x, и, если компания будет придерживаться этой цели в среднесрочной перспективе, это будет с оптимизмом воспринято ее кредиторами.

Резко диссонирует с показателями НЛМК, Северстали и Евраза результат **ММК**: ее долговая нагрузка, считавшаяся перед кризисом 2008 г. эталоном консервативности, за последние полтора года вплотную приблизилась к пиковым кризисным значениям – около 3.0x по соотношению «Долг/EBITDA». Это вдвойне примечательный итог последних 2-3 лет еще и потому, что уже после начала выхода из кризиса 2008-2009 гг. топ-менеджмент неоднократно заявлял о целевом лимите в 1.5x для показателя «Долг/EBITDA».

ДИАГРАММА 8. ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЯ «ДОЛГ/EBITDA» МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ «ПЕРВОЙ ЛИГИ»



** данные за 3К 2009 сглажены для всех четырех компаний из-за резкого скачка долговой нагрузки, имеющей слабое отношение к их реальному кредитному качеству*
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

СТРУКТУРА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ

Кроме показателя долговой нагрузки следует отметить существенные различия в структуре кредитных портфелей рассматриваемых компаний. Мы уже упоминали, что диверсифицированная по валюте выручка имеет для нас положительный оттенок при оценке кредитного качества компании, однако в отрыве от валютной структуры долга она не слишком показательна. Если сравнивать выручку и долг, номинированные в трех основных валютах, то наиболее безопасным выглядит положение **НЛМК** – долг почти равноценно разделен на 3 валюты, примерно такую же структуру имеет и выручка компании (в соответствии с рынками сбыта на диаграмме 4). Подобная стратегия фактически сводит на нет валютные риски для НЛМК и, на наш взгляд, позволяет ей отказываться от их хеджирования.

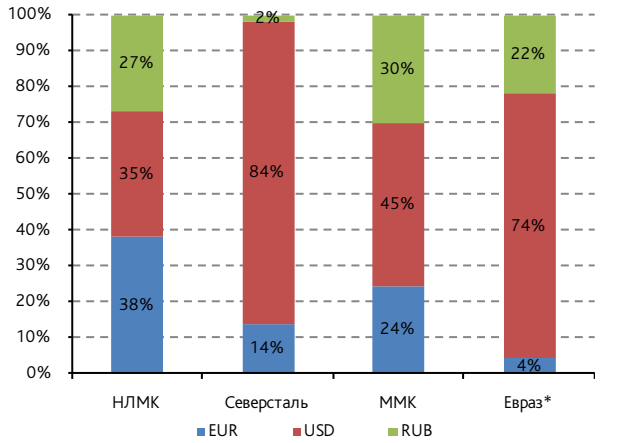
Характерная черта кредитного портфеля **Северстали** – существенная доля долга, номинированного в USD, в то время как большая часть выручки приходится на российских потребителей. Наличие у Северстали зарубежных активов, обеспечивающих до четверти консолидированной выручки компании, частично снижает ее валютные риски.

Кредитный портфель **Евраза** также отличается существенной частью долга, номинированного в USD. Однако в относительных величинах его доля составляет около 75%, т.е. меньше, чем в случае Северстали. Структура выручки Евраза больше напоминает структуру выручки НЛМК, в которой распределение между основными валютами разделено приблизительно равноценно. Кроме того, наличие зарубежных активов, которые обеспечивают более трети консолидированной выручки, обеспечивает Евраз достаточным объемом валютной выручки для обслуживания и рефинансирования долга.

Стратегия соответствия долей разных валют в выручке и обязательствах плохо работает и в случае **ММК**: хотя на долги, номинированные в USD и EUR, приходится около 70% всего кредитного портфеля, доля выручки в этих валютах примерно в 2-2.5 раза меньше. Кроме того, зарубежный актив ММК находится в стадии становления и потребует дополнительных валютных инвестиций, что в еще большей степени ослабляет позицию компании и увеличивает ее валютные риски.

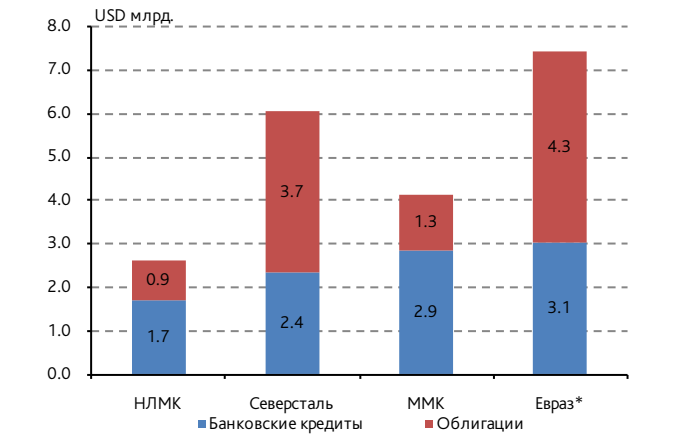
В промежуточной отчетности за 1П 2011 г. ни одна из рассматриваемых в данном обзоре компаний не указала, хеджирует ли она валютные риски. В годовых отчетностях за 2010 г. Северсталь, ММК и Евраз явно отмечают, что инструментов хеджирования валютных рисков они не используют, следовательно, описанные выше проблемы с несовпадением по долям валют в выручке и обязательствах в стресс-сценарии могут негативно сказаться на финансовой гибкости этих компаний. Однако мы еще раз подчеркиваем, что структура активов Северстали и Евраза в значительной степени снижает их валютные риски, тогда как турецкий проект ММК, наоборот, может создать дополнительные проблемы для материнской компании.

ДИАГРАММА 9. ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ДОЛГА МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ ПО ИТОГАМ 1П 2011



** данные для Евраза – оценка на основе привлечений и погашений в течение 1П 2011*
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 10. ДОЛЯ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА В КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЯХ НЛМК, СЕВЕРСТАЛИ, ММК И ЕВРАЗА ПО ИТОГАМ 1П 2011 Г.



** данные для Евраза – оценка на основе привлечений и погашений в течение 1П 2011*
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

В структуре кредитного портфеля у металлургических компаний «первой лиги» очевидно еще одно различие, а именно, доля необеспеченного публичного долга в совокупном долге. На наш взгляд, интересы публичных кредиторов защищены лучше в том случае, если на публичный долг приходится наибольшая часть совокупного долга. По этому признаку выделяются Северсталь, т.к. облигации занимают в ее кредитном портфеле чуть более 60%, и Евраз, у которого необеспеченный публичный долг составляет, по нашим оценкам, около 55-60% портфеля.

Подобная картина благоприятна для публичных кредиторов по нескольким причинам. Во-первых, доминирующее положение публичных кредиторов над банками позволит им в случае самого негативного развития событий в компании получить большую долю в ее активах, как следствие, для этих кредиторов большим будет и recovery rate. Во-вторых, большая доля публичных кредиторов косвенно говорит о высокой степени открытости финансовых рынков для Северстали, что может оказаться крайне важным в стресс-сценарии и увеличить финансовую гибкость компании. В-третьих, это говорит о существенно более высокой открытости компании и высокой ценности для нее публичной кредитной истории: в негативной ситуации от такой компании стоит ожидать более лояльного отношения к бланковым публичным кредиторам для сохранения положительной кредитной истории.

Таким образом, для нас положительной чертой кредитного качества является большая доля публичного долга в кредитном портфеле Северстали и Евраза, а несколько негативный оттенок имеет структура долга ММК, в которой только 30% приходятся на публичный долг. Более того, публичный долг ММК представлен в основном рублевыми облигациями, что не накладывает дополнительных ограничений на финансовую дисциплину компании, как это было бы в случае с еврооблигациями (у Северстали практически весь публичный долг представлен евробондами, у Евраза евробонды составляют более половины публичного долга).

ЗАПАС ЛИКВИДНОСТИ

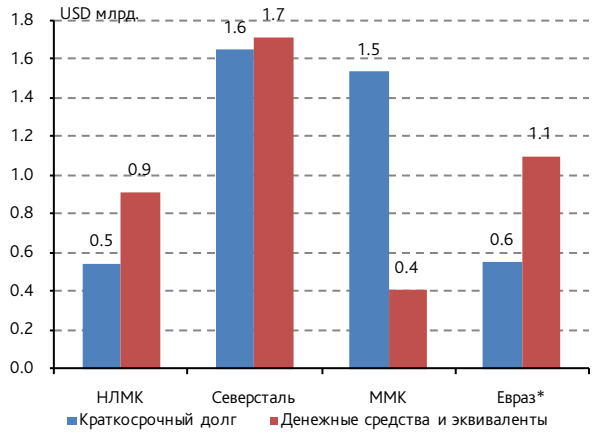
Во время кризиса 2008-2009 гг. возможность рефинансирования на долговых рынках для большинства компаний была закрыта или же стоимость таких заимствований оказалась очень высокой. Поэтому в случае повторения сценария 2008-2009 гг. крайне важно то, насколько гибко компания может подходить к финансированию текущей деятельности и рефинансированию краткосрочного долга. Здесь также немаловажной становится доля публичного бланкового долга в кредитном портфеле компании. В частности, на наш взгляд, Северстали будет проще и дешевле найти финансирование в банках при отсутствии обременения большей части своих активов, чем ММК, у которой банковское финансирование является основным.

Известную долю комфорта инвесторам и финансовую гибкость компании дает запас ликвидности на счетах, а также соотношение ликвидных средств и краткосрочного долга. У НЛМК и Северстали ситуация выглядит безопасной: объем ликвидных средств на счетах перекрывает объем необходимых погашений на ближайший год. Таким образом, при развитии стресс-сценария и закрытия рынков долгового финансирования для корпоративных эмитентов, Северсталь и НЛМК смогут расплачиваться с

кредиторами без ущерба для основной деятельности как минимум год. Менеджмент Евраза озвучивал собственные ожидания по ликвидности на конец 1П 2011 г. в объеме USD1.1 млрд., это в целом совпадает и с нашими оценками, основанными на оценке привлечений и погашений долговых обязательств в течение последних шести месяцев. Если ожидания менеджмента окажутся близкими к реальному результату, это будет означать, что Евраз также как и Северсталь, и НЛМК более чем на год обезопасил себя от острой необходимости привлечения нового долга для рефинансирования.

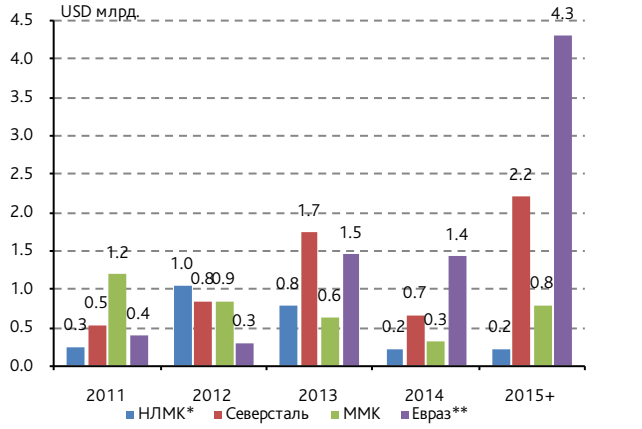
Позиции ММК, в противоположность остальным трем компаниям, и здесь выглядят уязвимыми, и мы считаем это едва ли не самым слабым местом ее кредитного профиля. Объем денежных средств на счетах компании в 3 раза меньше, чем объем краткосрочного долга. Кроме того, потребность в привлечении финансирования в размере около USD600 млн. для инвестиций в ММК-Атакаш способна еще больше ослабить позицию ликвидности всей компании. ММК в своей отчетности указывает значительный объем финансовых вложений в ценные бумаги с номинальным объемом в конце 1П 2011 г. порядка USD1.1 млрд. 92% из этого пакета – это акции западных компаний, в которых ММК владеет менее 20% от капитала. Способность эффективно реализовать пакеты таких акций на падающем рынке вызывает у нас сомнения, кроме того, за 3К текущего года капитализация рынков акций снизилась более чем на 15%, как следствие, уменьшилась и потенциальная подушка ликвидности ММК. Не исключено также, что часть указанных акций находится под обременением банков-кредиторов, поэтому их продажа вовсе может оказаться невозможной.

ДИАГРАММА 11. СООТНОШЕНИЕ КРАТКОСРОЧНОГО ДОЛГА И ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ ПО ИТОГАМ 1П 2011



** данные для Евраза – оценка на основе привлечений и погашений в течение 1П 2011*
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 12. ГРАФИК ВЫПЛАТ ДОЛГА КОМПАНИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОГО СЕКТОРА



** отдельные данные за 2014 и 2015 и последующие годы НЛМК не раскрывает, оценка НБ «Траст» (совокупный объем долгосрочного долга с погашением в 2014 и позднее – USD447 млн.)*
*** данные для Евраза – оценка на основе привлечений и погашений в течение 1П 2011*
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Временная структура кредитного портфеля металлургических компаний «первой лиги» (за исключением краткосрочного долга ММК) не вызывает серьезных опасений. Рефинансирование USD1.7 млрд., которое будет необходимо Северстали в 2013 г., по нашему мнению, не должно вызвать у компании серьезных сложностей.

ОСНОВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВЫВОДЫ

При всей схожести металлургических компаний «первой лиги» их кредитное качество после 2008 г. стало существенно различаться.

НЛМК подтверждает свой статус самой надежной компании в металлургическом секторе. Для нас первостепенное значение в оценке кредитного качества этой компании имеют:

- рейтинги инвестиционной категории;
- совокупный долг НЛМК, который остается одним из самых низких среди компаний металлургической отрасли;
- сбалансированность по основным валютам выручки и обязательств, что практически полностью снимает вопрос валютных рисков для компании;
- невысокие потребности в капитальных затратах.

К негативным чертам кредитного профиля можно отнести:

- текущую нацеленность НЛМК на продукцию более низкого передела, что делает компанию более подверженной ценовым колебаниям на рынке стали;
- отсутствие в структуре активов угольных месторождений;
- сравнительно высокую долю банковских кредитов в структуре кредитного портфеля.

Северсталь существенно улучшила свой кредитный профиль за последние полтора года, и, на наш взгляд, даже в случае развития стресс-сценария компания без существенного ущерба для основного бизнеса сможет рефинансировать свои долги и своевременно расплачиваться по еврооблигациям. К положительным особенностям кредитного профиля Северстали мы относим:

- высокую степень вертикальной интеграции и практически 100% обеспеченность основным сырьем;
- наличие в структуре активов контрцикличного золотодобывающего бизнеса, который в случае продажи может принести компании более USD4 млрд.;
- хорошее состояние зарубежных активов, которые не потребуют существенных капитальных затрат в среднесрочной перспективе;
- большую долю публичного долга в кредитном портфеле компании, что увеличивает финансовую гибкость компании и открывает ей дополнительные возможности уже залогового банковского финансирования в стресс-сценарии.

К негативным чертам кредитного профиля мы относим:

- очень большую долю незахеджированных от валютного риска долларовых обязательств (около 85%) при более равномерном распределении выручки по трем основным валютам;
- все же значительный в абсолютном выражении долг, который потребует решения вопроса его рефинансирования в перспективе 2-3 лет.

Евраз, как и Северсталь, методично снижал свою долговую нагрузку в последние два года. На наш взгляд, он лучше подготовлен к падению цен и спроса на металлургическую продукцию, по сравнению с 2008 г. К положительным чертам кредитного профиля компании мы относим:

- сильные позиции на рынках присутствия (Россия, США) и высокую долю продукции с высокой добавленной стоимостью в структуре продаж;
- наличие зарубежных активов, которые не требуют значительных капитальных расходов, что уменьшает валютные риски компании;
- комфортную структуру кредитного портфеля – большая его часть состоит из облигаций, а в ближайшие 2 года компании не потребуется привлекать новый долг для рефинансирования.

Однако есть у Евраза и уязвимые черты кредитного профиля, которые не позволяют нам поставить его на один уровень с Северсталью:

- значительную долю в выручке занимают стальные продукты низкого передела, для которых характерна большая волатильность цен, чем для товаров с высокой добавленной стоимостью;
- размер долга в абсолютном выражении остается самым большим среди компаний «первой лиги», в конечном счете, он потребует рефинансирования, а ковенанты по долгосрочным евробондам в случае серьезного снижения операционных показателей могут значительно увеличить размер краткосрочного долга;
- производственные активы Евраза расположены в семи странах, что увеличивает сложность корпоративного управления и не позволяет эффективно использовать преимущества масштабности бизнеса.

ММК остается одним из лидеров российской металлургии, и ее кредитное качество с положительной стороны, на наш взгляд, характеризуют:

- лидирующее положение на российском рынке металлопроката;
- удобное географическое положение основной производственной площадки;
- выход на перспективный рынок Ближнего Востока (строительство в Турции собственных производственных мощностей позволит компании диверсифицировать рынки сбыта и увеличить валютную выручку).

Однако ММК в последнее время стала стремительно ухудшать свое кредитное качество, наращивая долг и генерируя стабильно негативный свободный денежный поток. Как следствие, проявились очевидные негативные моменты в кредитном профиле ММК:

- компания остается необеспеченной собственным железнорудным и угольным сырьем, и улучшения ситуации в среднесрочной перспективе не предвидится;
- зарубежный актив ММК-Атакаш находится только в середине инвестиционного цикла и потребует дополнительных капитальных затрат до выхода на запланированную мощность;
- долговая нагрузка ММК самая высокая среди металлургических компаний «первой лиги», и, по всей видимости, ее снижение – это не вопрос ближайшей перспективы;
- ММК необходимо рефинансировать существенный краткосрочный долг, что в случае развития стресс-сценария может оказаться проблематичным.

ПРИЛОЖЕНИЕ. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

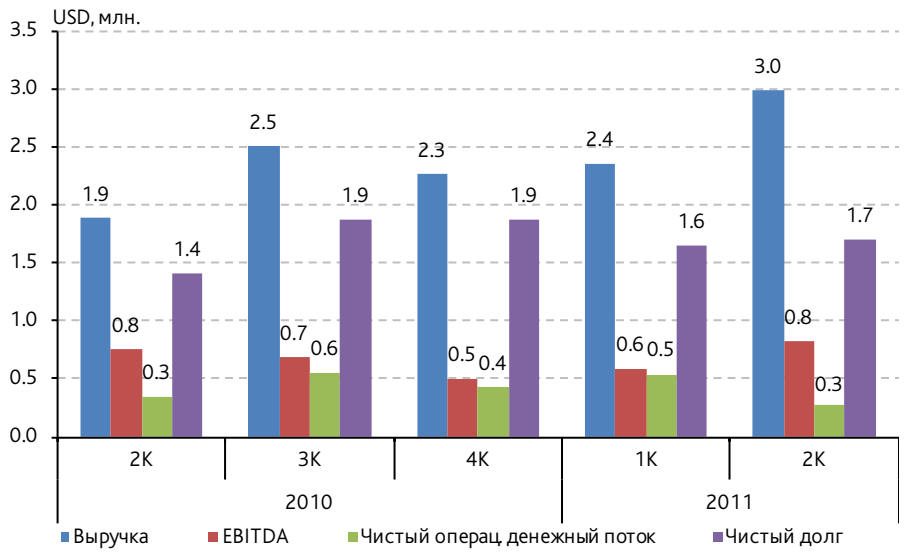
НЛМК

ТАБЛИЦА 1. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НЛМК

US GAAP, USD млрд.	2008	2009	2010	3М 2011	1П 2011
Выручка	11.7	6.1	8.4	2.4	5.3
EBITDA	4.7	1.4	2.3	0.6	1.4
Чистая прибыль	2.3	0.1	1.2	0.4	1.0
Чистый операц. денежный поток	2.8	1.4	1.4	0.5	0.8
Капвложения и M&A	2.5	1.1	1.5	0.4	1.1
Свободный денежный поток	0.8	0.3	-0.0	0.2	-0.1
Совокупный долг, *в т.ч.*	3.0	2.5	2.6	2.6	2.6
краткосрочный долг	*1.1*	*0.6*	*0.5*	*0.6*	*0.5*
Денежные средства и эквиваленты	2.2	1.2	0.7	1.0	0.9
Активы	14	13	14	15	16
Показатели					
EBITDA margin	40%	23%	28%	25%	26%
EBITDA/проценты	21.6	7.1	12.3	14.3	NA
Долг/EBITDA*	0.6	1.8	1.1	1.0	1.0
Чистый долг/EBITDA*	0.2	0.9	0.8	0.7	0.7
Долг/Собственный капитал	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

** значение EBITDA за последние 12 месяцев*
Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 13. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НЛМК



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

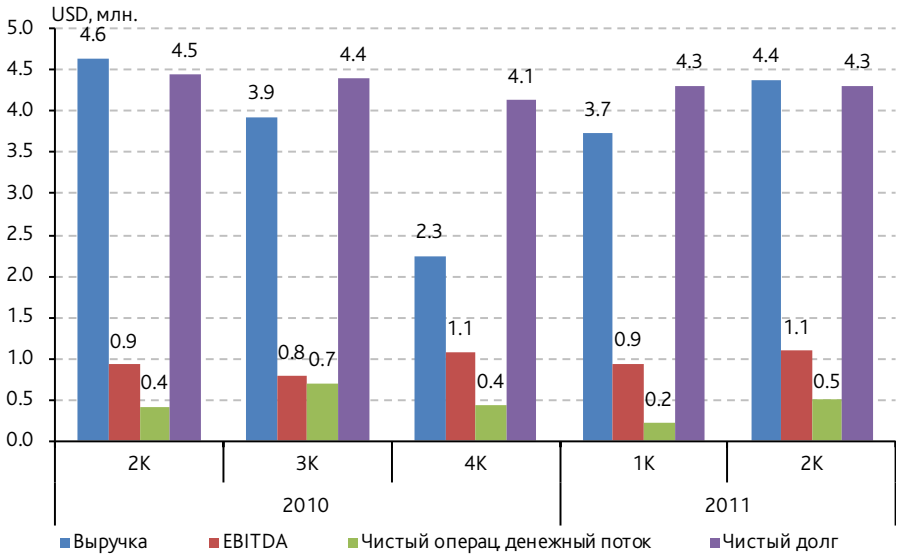
СЕВЕРСТАЛЬ

ТАБЛИЦА 2. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СЕВЕРСТАЛИ

МСФО, USD млрд.	2008	2009	2010	3М 2011	1П 2011
Выручка	16.1	9.6	13.6	3.7	8.1
EBITDA	5.0	1.6	3.4	0.9	2.0
Чистая прибыль	2.1	-1.1	-0.5	0.6	1.2
Чистый операц. денежный поток	3.4	1.6	1.3	0.2	0.7
Капвложения и M&A	5.0	1.0	2.4	0.6	2.0
Свободный денежный поток	1.8	0.9	0.1	-0.1	-0.0
Совокупный долг, *в т.ч.*	8.3	7.2	6.1	6.1	6.0
краткосрочный долг	*2.0*	*1.5*	*1.4*	*1.6*	*1.6*
Денежные средства и эквиваленты	2.7	2.9	2.0	1.8	1.7
Активы	23	20	19	17	18
Показатели					
EBITDA margin	31%	17%	25%	25%	25%
EBITDA/проценты	12.5	3.3	5.9	6.6	8.4
Долг/EBITDA*	1.7	4.5	1.8	1.6	1.5
Чистый долг/EBITDA*	1.1	2.7	1.2	1.2	1.1
Долг/Собственный капитал	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

** значение EBITDA за последние 12 месяцев*
Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 14. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ СЕВЕРСТАЛИ



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

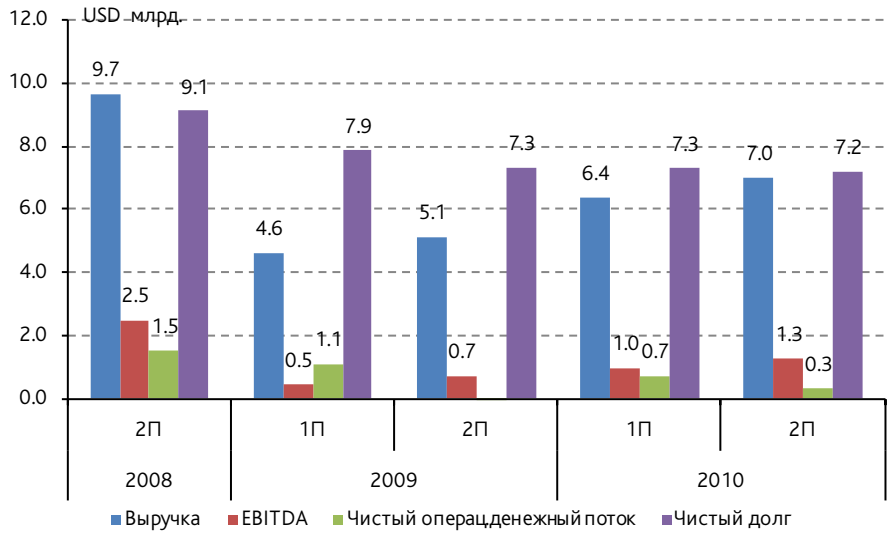
ЕВРАЗ

ТАБЛИЦА 3. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЕВРАЗА

МСФО, USD млрд.	2008	2009	2010	3М 2011*	1П 2011*
Выручка	20.4	9.8	13.4	3.9	–
EBITDA	6.2	1.2	2.3	0.7	1.6
Чистая прибыль	1.9	-0.3	0.5	–	–
Чистый операц. денежный поток	4.0	1.1	1.1	–	–
Капвложения и M&A	3.0	-0.1	0.8	–	–
Свободный денежный поток	2.9	0.7	0.2	–	–
Совокупный долг, *в т.ч.*	10.0	8.0	7.9	7.8	7.4
краткосрочный долг	3.9	2.0	0.7	0.7	–
Денежные средства и эквиваленты	0.9	0.7	0.7	0.6	1.1
Активы	19	17	18	–	–
Показатели					
EBITDA margin	30%	12%	17%	19%	–
EBITDA/проценты	9.4	1.8	3.1	3.9	–
Долг/EBITDA**	1.6	6.7	3.4	3.0	2.5
Чистый долг/EBITDA**	1.5	6.1	3.1	2.8	–
Долг/Собственный капитал	2.0	1.5	1.3	–	–

** оценка на основе предварительных заявлений менеджмента компании или опубликованных пресс-релизов*
*** значение EBITDA за последние 12 месяцев*
Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 15. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЕВРАЗА



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

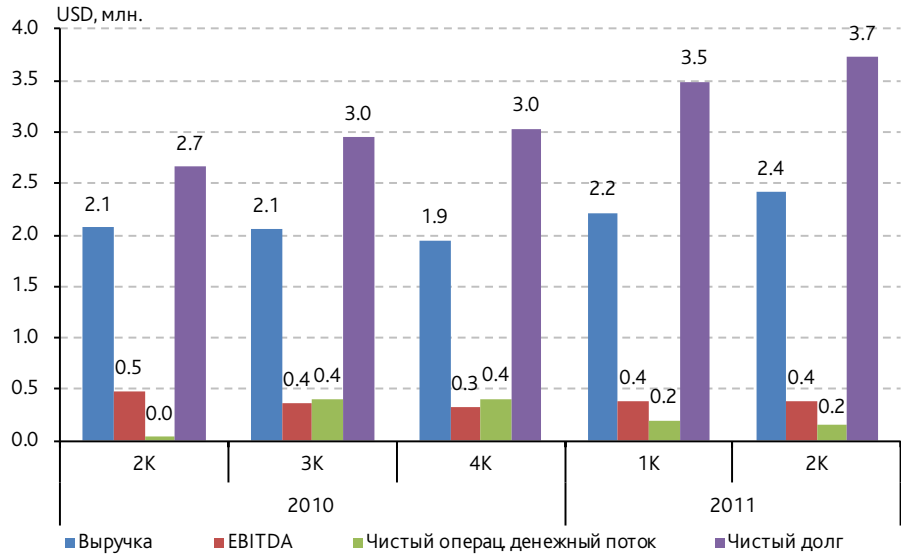
ММК

ТАБЛИЦА 3. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ММК

МСФО, USD млрд.	2008	2009	2010	3М 2011	1П 2011
Выручка	10.6	5.1	7.7	2.2	4.6
EBITDA	2.5	1.1	1.5	0.4	0.8
Чистая прибыль	1.1	0.2	0.2	0.1	0.1
Чистый операц. денежный поток	1.9	0.9	1.2	0.2	0.4
Капвложения и M&A	2.4	1.9	2.0	0.6	1.0
Свободный денежный поток	-0.2	-0.7	-1.0	-0.2	-0.4
Совокупный долг, *в т.ч.*	1.7	2.1	3.5	4.0	4.1
краткосрочный долг	*1.3*	*0.8*	*1.1*	*1.5*	*1.5*
Денежные средства и эквиваленты	1.1	0.2	0.5	0.5	0.4
Активы	14	15	17	18	19
Показатели					
EBITDA margin	24%	22%	20%	18%	17%
EBITDA/проценты	22.7	11.4	11.0	19.4	8.5
Долг/EBITDA*	0.7	1.9	2.3	2.5	2.8
Чистый долг/EBITDA*	0.2	1.8	2.0	2.2	2.5
Долг/Собственный капитал	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4

** значение EBITDA за последние 12 месяцев*
Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 16. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ММК



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

ТРАСТ | Банк

Инвестиционный блок

Руководитель инвестблока — **Игорь Потапов** — **+7 495 647-90-44**

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru
+7 495 789-36-09

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru
+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 495 647-25-98
dmitry.igumnov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин
+7 495 789-60-58
andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий
+7 495 647-28-39
aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова
+7 495 647-25-90
olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян
+7 495 647-25-67
petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер
+7 495 647-25-74
yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.