

### ВСЕ ЛУЧШЕЕ ПОЗНАЕТСЯ В СРАВНЕНИИ

#### Компания представила сильные результаты за 1 п/г 2011 г.

**Хорошая отчетность за полугодие.** Евраз представил сильные аудированные финансовые результаты по МСФО за 1 п/г 2011 г. Выручка компании в 1 п/г 2011 г. выросла на 31,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до 8,38 млрд долл. Показатель EBITDA увеличился на 41,2% до 1,63 млрд долл., в то время как рентабельность повысилась на 1,9 п.п. до 19,4%. Положительные итоги обеспечены благоприятной конъюнктурой мировых рынков стали. Высокая степень вертикальной интеграции (компания на 95% обеспечена собственной рудой и на 88% собственным коксующимся углем (с учетом Распадской)) предотвратила падение рентабельности компании, что было возможно ввиду опережающего роста цен на сырье по сравнению с ценами на конечную металлпродукцию. Львиную долю выручки обеспечил металлургический сегмент (90%), однако его рентабельность по EBITDA (10%) оказалась существенно ниже, чем у добывающего сегмента (47%), на долю которого пришлось 60% консолидированной EBITDA. Чистая прибыль компании по итогам полугодия составила 263 млн долл., что почти на 50% превышает уровень 1 п/г 2010 г. При этом негативное воздействие на чистый результат оказал существенный убыток по курсовым разницам (220 млн долл. против прибыли в размере 74 млн долл. годом ранее), а также разовый убыток в размере 231 млн долл., относящийся к конвертации и досрочному выкупу евробондов. Без учета последней статьи чистая прибыль Евраз за 1 п/г 2011 г. составила 494 млн долл.

**Снижение долга в абсолютном выражении...** Общий долг компании за 1 п/г 2011 г. сократился на 8% до 7,25 млрд долл., а чистый долг – на 15% до 6,09 млрд долл. Таким образом, Евраз перевыполнил представленный в начале августа план, предусматривавший снижение показателей общего долга и чистого долга на конец 1 п/г до 7,4 млрд долл. и 6,3 млрд долл. соответственно. Такой результат выглядит особенно убедительно на фоне опубликованной накануне отчетности Мечела, отразившей продолжение роста долга компании. Конвертация еврооблигаций Евраз с погашением в 2014 г. в ГДР внесла существенный вклад в снижение долга, уменьшив его на 551 млн долл. Доля краткосрочной задолженности на конец полугодия составила всего 8,3% (-0,8 п.п. к уровню конца 2010 г.). На наш взгляд, компания успешно использовала благоприятную конъюнктуру для оптимизации структуры своего долга. Так, в апреле Евраз выкупил часть выпуска евробондов с погашением в 2013 г. и купоном 8,875% (622 млн долл.), одновременно выпустив евробонды с погашением в 2018 г. и ставкой 6,75% (850 млн долл.) В итоге в 2011 и 2012 гг. к погашению запланировано около 700 млн долл. При этом на конец 1 п/г 2011 г. у компании имеется ресурс по привлечению ликвидности в размере 1,36 млрд долл. Пиковый объем выплат в ближайшие годы приходится на 2013 г., когда компании предстоит погасить порядка 1,5 млрд долл.

#### Ключевые показатели Евраз

МСФО, млн долл.	МСФО, млн долл.			
	1 п/г 2010	2010	1 п/г 11	2011П
Выручка	6 379	13 394	8 380	16 695
Валовая прибыль	1 460	3 075	2 197	
ЕБИТДА	1 154	2 350	1 629	3 131
Чистая прибыль	176	532	263	
Краткосрочный долг	1 756	733	623	
Долгосрочный долг	6 180	7 135	6 626	
Общий долг	7 936	7 868	7 249	
Чистый долг	7 282	7 185	6 094	6 127
Капитал		5 936	7 466	
Активы		17 539	19 202	
Валовая рентаб.	22,9	23,0	26,2	
Рентаб. EBITDA, %	18,1	17,5	19,4	18,8
Коэф. тек. ликвид.		1,8	1,8	
Долг / EBITDA		3,3	2,6	
Чистый долг / EBITDA		3,1	2,2	2,0
Капитал / Активы	0,5	0,3	0,4	
Капитал / Долг	1,3	0,8	1,0	
Доля краткосрочного долга, %	21,9	9,1	8,3	
Операц. денежный поток	744	1 662	1 594	2 277
Денежный поток от инв. деят.	(385)	(757)	(457)	
Денежный поток от фин. деят.	(304)	(886)	(702)	
Капзатраты	(397)	(832)	(462)	(1 200)

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**...и в относительном.** Уменьшение долга в абсолютном выражении способствовало снижению показателей сравнительной долговой нагрузки – отношение Долг/ЕБИТДА за последние шесть месяцев снизилось с 3,3 до 2,6, а падение коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА оказалось еще более внушительным – с 3,1 до 2,2 (2,7 на конец 1 кв. 2011 г.). Согласно заявлениям менеджмента, комфортная долговая нагрузка для компании предполагает значение коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА не выше 2,5, тогда как ранее в качестве такового указывался уровень 2,0. Повышение оптимального уровня долгового бремени менеджмент объяснил отказом от планов по продаже доли в Распадской и желанием выплатить дивиденды, что существенно сужает возможности для сокращения долга. С учетом изменяющейся конъюнктуры рынка, уместно вспомнить и про ковенанты: по выпуску евробондов с погашением в 2015 г., согласно достигнутым в кризис договоренностям с их держателями, предельное значение коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА установлено на уровне 3,5, тогда как в отношении банковских кредитов действует более строгое ограничение – 3,0. Наш прогноз показателя на конец 2011 г. равен 2,0.

#### **Операционного потока должно быть достаточно для покрытия инвестпрограммы и выплаты дивидендов.**

Операционный денежный поток компании за 1 п/г 2011 г. составил 1,59 млрд долл., что более чем в два раза превышает уровень 2010 г. Рост кредиторской задолженности привел к нехарактерному для других металлургических компаний в 1 п/г 2011 г. сокращению оборотного капитала (на 147 млн долл.). Капзатраты в 1 п/г 2011 г. составили 462 млн долл., что на 16,4% превосходит значение показателя за 1 п/г 2010 г. Общий объем запланированной инвестиционной программы Евраз на 2011 г. составляет 1,2 млрд долл. – меньше операционного денежного потока, сформированного уже в 1 п/г. В целом, учитывая объем бизнеса Евраз и его способность генерировать денежный поток, мы оцениваем объем инвестрасходов как достаточно умеренный – исторические данные подтверждают, что в посткризисный период денежный поток с лихвой покрывал инвестиционные аппетиты компании. По прогнозу Евраз, в течение ближайших нескольких лет объем капзатрат будет поддерживаться на уровне 2011 г. (в частности в 2012 г. он составит 1–1,2 млрд долл.). В пресс-релизе Евраз заявил, что впервые с 2008 г. выплатит дивиденды, общая сумма которых достигнет 491 млн долл. Наш консервативный прогноз предполагает, что операционный денежный поток по итогам 2011 г. составит 2,3 млрд долл., чего будет достаточно как для покрытия инвестпрограммы и выплаты дивидендов, так и для сокращения чистого долга. Однако последнее, по нашему мнению, уже нашло свое отражение в отчетности за полугодие и на конец года существенных изменений мы не ожидаем. Нашу точку зрения подтверждает и неравномерное расходование средств в рамках инвестпрограммы – на 2 п/г приходится более 60% запланированных расходов.

**Внушительный портфель инвестиционных проектов.** Приоритетом для компании является развитие наиболее рентабельного добывающего сегмента, в рамках которого Евраз приступил к разработке нового железорудного месторождения в Качканаре (запланированный объем инвестиций – 80 млн долл.). Реализация проекта, завершение которого намечено на 2012 г., позволит увеличить поставки на Нижнетагильский меткомбинат, при условии что производственная мощность его сталелитейных активов будет увеличена на 1–1,5 млн т в год. Ключевым проектом в добывающем сегменте станет строительство шахты «Ерунаковская-VIII» (запланированный объем инвестиций – 560 млн долл.), которая, как ожидается, с 2014 г. сможет ежегодно добывать около 2 млн т коксующегося угля. Среди наиболее затратных проектов металлургического сегмента Евраз, которые находятся в стадии завершения – строительство установок вдувания пылеугольного топлива (ПУТ) на Нижнетагильском (ввод в эксплуатацию намечен на 2012 г.) и Западно-Сибирском (ввод в эксплуатацию – в 2013 г.) меткомбинатах (в совокупности – 320 млн долл.) и рельсопрокатного стана на последнем (485 млн долл. до 2013 г.). Ввод в эксплуатацию установок ПУТ позволит компании сократить использование природного газа и снизить потребление коксующегося угля на 20%. Еще один значимый проект – строительство двух прокатных станов в России и Казахстане общей мощностью 900 тыс. т строительного проката, ввод в эксплуатацию которых намечен на середину 2013 г. (стоимость проекта – 260 млн долл.).

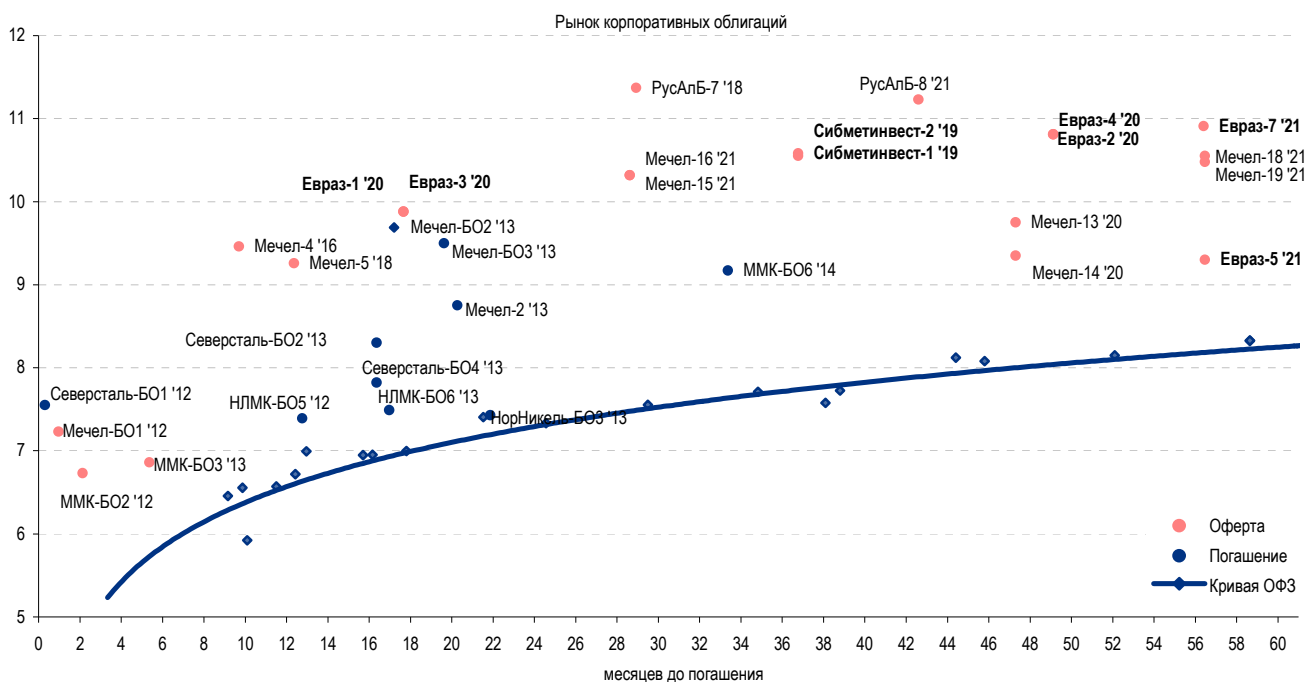
**Евраз намного лучше подготовлен к кризису, чем в середине 2008 г.** Кризис пока не отразился на показателях Евраз. Так, согласно представленным компанией данным, в отличие от конца 2008 г., когда загрузка мощностей компании резко упала, сейчас она близка к максимальной, особенно на предприятиях группы в России, Северной Америке и Южной Африке. Кроме того, книга заказов компании (по не связанным с группой потребителям) закрыта на 300 млн долл., что соответствует двум с половиной месяцам производства. Показатели долга также разительно отличаются – если в конце 1 п/г 2008 г. на долю краткосрочной задолженности приходилось 40% (или 3,85 млрд долл. в абсолютном выражении), то в настоящий момент она составляет всего 8,3% (623 млн долл.). Однако стоит обратить внимание, что сравнительная долговая нагрузка на конец 1 п/г 2008 г. (1,7 в терминах Чистый долг/ЕБИТДА) была ниже текущей, что, впрочем, не помешало ей существенно вырасти до к концу 2009 г. (до 5,9), когда результаты кризиса проявились в полной мере. Виной тому стала высокая доля ЕБИТДА в коэффициенте долговой нагрузки; это справедливо и сейчас, однако в меньшей степени ввиду снижения долга в абсолютном выражении.

Компания представила сильные результаты за 1 п/г 2011 г.

**Облигации компании привлекательны.** Евраз широко представлен на рынке публичного долга как рублевыми выпусками, так и еврооблигациями. На протяжении длительного времени мы неоднократно выделяли бонды Евраза, как наиболее привлекательную спекулятивную ставку в секторе металлургии и продолжаем придерживаться этой точки зрения. И хотя большая часть потенциала снижения долговой нагрузки исчерпана ввиду достижения комфортных показателей, на наш взгляд, дальнейшее ее сокращение еще возможно. В целом мы высоко оцениваем кредитные метрики Евраза, особенно на фоне отчитавшегося днем ранее Мечела. По коэффициенту Чистый долг/ЕБИТДА на конец 1 п/г 2011 г. компания и вовсе сравнялась с ММК, рейтинги которой на две ступени выше. Между тем на рынке рублевого долга сложилась странная ситуация, на которую мы уже обращали внимание в опубликованном накануне комментарии к отчетности Мечела – облигации Евраза предлагают премию к бумагам Мечела в размере около 50 б.п. (в зависимости от срочности), что, по нашему мнению, абсолютно необоснованно. Спред Евраза к ОФЗ также достаточно широк – около 300 б.п., что в два раза превышает его среднее значение до начала активной распродажи на рынках. Мы считаем, что рублевые выпуски Евраза обладают существенным потенциалом сужения спреда (100–120 б.п. к ОФЗ) и однозначно должны торговаться с дисконтом к бумагам Мечела. Неадекватным выглядит и спред к выпускам Северстали (около 200 б.п.), особенно с учетом того, что евробонды двух компаний вновь торгуются практически на одной кривой. В этом контексте евробонды компании выглядят менее привлекательно со спекулятивной точки зрения, тем не менее, мы считаем их хорошей ставкой в металлургическом секторе, а особенно интересны выпуски с погашением в 2015 и 2018 гг. Не исключаем мы и положительный рейтинговых действий со стороны S&P или Moody’s, однако в этом случае выставленный ими рейтинг лишь «догонит» рейтинг от Fitch.

**Бонды Евраза выглядят привлекательно**

Ликвидные рублевые выпуски облигаций компаний металлургического сектора, 12.10.2011 г.



Источники: ММВБ, расчеты УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

Апрель 1, 2011 Евраз – Значительное улучшение кредитных метрик. Результаты за 2010 г. по МСФО.

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/110401\\_2010%20Review.pdf?docid=10234&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/110401_2010%20Review.pdf?docid=10234&lang=ru)

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

### Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru  
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru  
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, halt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать offerты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011