

ГОРНО–МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

Сплав риска и доходности



Облигации сохраняют привлекательность

Анализ долговых инструментов

Март 2012

Андрей Кулаков, CFA, FRM, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Горно-металлургический сектор

СПЛАВ РИСКА И ДОХОДНОСТИ

Облигации сохраняют привлекательность

Инвестиционное резюме.....	3
Сталелитейная отрасль	4
Угольная отрасль	6
Трубная отрасль	7
Алюминиевая отрасль	8
Металлургам предлагается согласовывать инвестпрограммы с правительством.....	9
Основные факторы риска и устойчивости кредитного профиля компаний	10
Торговые идеи	12

Обзор компаний

Евраз	15
Северсталь	17
Металлоинвест	21
НЛМК	27
ММК.....	31
Мечел	37
ТМК	43
РУСАЛ	47
Алроса	53
Распадская	57
СУЭК	61
Кокс	65

СПЛАВ РИСКА И ДОХОДНОСТИ

Облигации сохраняют привлекательность

Металлургические компании – наши фавориты в корпоративном секторе. Мы подробно проанализировали финансовые результаты компаний – эмитентов горно-металлургического сектора, выявив основные сильные и слабые стороны их кредитного профиля исходя из текущих рыночных условий. В нынешнем году финансовые показатели компаний будут определяться темпами роста спроса на продукцию, мировыми ценами на железную руду, коксующийся и энергетический уголь. Учитывая наш умеренно позитивный взгляд на развитие отрасли в 2012 г., мы полагаем, что основная часть эмитентов сохранит финансовую устойчивость и не столкнется с трудностями при обслуживании долга. На наш взгляд, доходности корпоративных бумаг эмитентов металлургического сектора остаются на привлекательных уровнях. При этом текущая премия за корпоративный риск к суверенной кривой все еще существенна, хотя и снизилась по сравнению с историческими максимумами. Мы советуем инвесторам увеличивать дюрацию портфеля и рекомендуем к покупке облигации таких компаний, как Евраз, Металлоинвест, РУСАЛ и ТМК.

Тенденции рынка стали будут определяться спросом со стороны Китая. Хотя основное внимание участников рынка по-прежнему обращено на заявления и комментарии по поводу долговых проблем еврозоны и возможной второй волны кризиса в США, реальное влияние на мировые рынки стали и сырья для ее производства будет оказывать Китай, который, как мы полагаем, вновь поддержит мировой спрос на сталь и цены на сырье в текущем году.

В 1 п/г 2012 г. мы ожидаем снижения цен на коксующийся уголь и сохранения высоких цен на энергетический. По нашим расчетам, в 2012 г. цена коксующегося угля на российском рынке снизится на 10% год к году до 166 долл./т (FCA). С другой стороны, мы по-прежнему придерживаемся оптимистического прогноза по ценам на энергетический уголь ввиду динамичного роста экспорта в Китай и Индию.

Потребление труб в России будет оставаться значительным в свете высоких цен на нефть. Мы ожидаем, что в 2012 г. остающиеся высокими цены на нефть, а также объявленные нефтегазовыми компаниями планы по увеличению инвестпрограмм будут поддерживать высокий спрос на все трубы нефтегазового сегмента.

По итогам 2012 г. объем производства алюминия может снизиться. Существенное падение цен на алюминий к концу 2011 г. (ниже 2000 долл./т) привело к приостановке ряда наименее эффективных мощностей. По итогам 2012 г. мировой объем производства может снизиться в пределах 5% к 2011 г., что поддержит уровень цен.

Наши фавориты

Основные идеи в секторе

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходность, %
СибМетИнв-1	10 000 R	13,50	20 окт 14	9,00
СибМетИнв-2	10 000 R	13,50	20 окт 14	9,02
ЕвразХолдинг-4	5 000 R	9,95	28 окт 15	9,33
ЕвразХолдинг-2	10 000 R	9,95	28 окт 15	9,33
РУСАЛ Братск-7	15 000 R	8,30	3 мар 14	11,39
РУСАЛ Братск-8	15 000 R	8,50	15 апр 15	11,85
Металлоинвест-01*	5 000 R	9,00	19 мар 15	9,20
Металлоинвест-05*	10 000 R	9,00	19 мар 15	9,20
Металлоинвест-06*	10 000 R	9,00	24 мар 15	9,20
Evrz '18 9,5%	550 \$	9,50	24 апр 18	6,99
Evrz '18 6,75%	850 \$	6,75	27 апр 18	6,95
ТМК '15	413 \$	5,25	11 фев 13	5,09
ТМК '18	500 \$	7,75	27 янв 18	7,81
Metallolnv '16	750 \$	6,50	21 июл 16	6,47

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

* По итогам размещения

Основные финансовые показатели

МСФО, млн долл.

	Евраз (B+/Ba3/BB-)	РУСАЛ (NR)	ТМК (B+/B1-)	Металлоинвест (-/Ba3/BB-)
	9М 2011	2011	2011	1 п/г 2011
Выручка	12 537	12 291	6 754	5 132
Рент. по EBITDA, %	19,2	20,4	15,1	33,5
Чистый долг/EBITDA	2,2	4,4	3,5	1,8
Капитал/Активы	0,4*	0,4	0,3	0,3
Доля кратк. долга, %	8,6*	5,4	15,8	27,2

Источники: данные компании

* По данным на 1 п/г 2011 г.

Индикаторы долгового рынка

Прогноз УРАЛСИБа

	2010	2011	2012П
USD			
Доходность US10Y, %	2,9	1,9	3,5
Доходность России'30, %	4,7	4,6	4,8
Спред России'30, 6.п.	180	270	125
RUB			
Ставка рефинансирования	7,75	8,00	7,5
Овернайт, %	3,25	5,00	4,25-4,5
Доходн. 5-летних ОФЗ, %	7,20	8,08	7,25
Полный рыночный доход (RUB)			
Сегмент ОФЗ, %	10,4	5,6	10,0
Корпоративные облигации, %	14,9	7,3	12,0

Источники: оценки УРАЛСИБа, Bloomberg

СТАЛЕЛИТЕЙНАЯ ОТРАСЛЬ

В 2011 г. мировое производство стали достигло рекордных уровней за счет Китая. Согласно данным Росстата, по итогам 2011 г. производство стали в России выросло на 2% до 68,4 млн т, почти вернувшись к уровню 2008 г., когда оно достигло 69 млн т. (в декабре загрузка производственных мощностей составила приблизительно 85%). В то же время объем экспорта стали из России упал на 8% до 24,9 млн т проката (42% совокупного объема производства), что указывает на повышение внутреннего спроса в 2011 г. Согласно данным Мировой ассоциации стали (WSA), по итогам декабря общемировое производство сталелитейной продукции выросло на 1% месяц к месяцу до 117 млн т, а загрузка мощностей в этом месяце составила 72%. За 2011 г. в целом общемировое производство стали возросло на 7% до рекордного уровня – 1 527 млн т. Этот результат был достигнут главным образом за счет Китая, где производство увеличилось за год на 9% до 695 млн т, что составляет 45% совокупного мирового выпуска.

В декабре–январе цены на сталь достигли минимума. По нашему мнению, экспортные цены на российскую сталь достигли дна в декабре–январе, а с начала года поднялись на 50–60 долл./т. Насколько мы понимаем, повышение цен на сталь – следствие роста внешнего и внутреннего спроса, а также пополнения существенно уменьшившихся складских запасов в Европе и других регионах. Цены на металлолом также идут вверх, что служит опережающим индикатором роста цен на сталь. Возможности снижения цен на железную руду и коксующийся уголь после коррекции, наблюдавшейся в 4 кв. 2011 г., достаточно ограничены. Тем не менее мы ожидаем, что в 2012 г. среднегодовые экспортные цены на горячекатаную сталь снизятся на 5% год к году до 660 долл./т. При этом российские производители смогут сохранять в среднем 10-процентную премию внутренних цен к экспортным.

В январе мировое производство стали снизилось на 8% год к году в отсутствие роста в Китае. В январе 2012 г. производство стали в России выросло на 1% месяц к месяцу и на 2% год к году до 6,0 млн т, достигнув самого высокого уровня с сентября 2008 г. Загрузка мощностей на российских предприятиях составила 92%. Основной вклад в рост производства внесли НЛМК (за счет повышения мощности доменной печи №7) и ММК, увеличившие выпуск соответственно на 10% и 9% месяц к месяцу. Учитывая высокий уровень загрузки мощностей на российских предприятиях, мы не ожидаем заметного роста производства по итогам 2012 г. Исключением, по нашему мнению, могут стать как раз НЛМК и ММК – за счет введенных новых мощностей. Согласно данным Мировой ассоциации стали, в январе мировое производство сталелитейной продукции несколько увеличилось по сравнению с декабрем и достигло 117 млн т, но почти на 8% снизилось относительно уровня годичной давности. Загрузка мощностей в отрасли несколько возросла – до 71,3%. В Китае производство по итогам месяца сократилось на 13% год к году до 52 млн т, что было связано главным образом с празднованием Нового года по лунному календарю (в прошлом году новогодние праздники в Китае пришлись на февраль). Другие азиатские страны также показали снижение производства, в частности Япония – на 10%, а Южная Корея – на 9% год к году. В странах ЕС производство сократилось на 6% год к году, а в США, напротив, выросло на ту же величину.

В мире ситуация сложная... Мы полагаем, что динамика финансовых показателей российских сталелитейных компаний в 2012 г. будет во многом зависеть от темпов роста внутреннего спроса, а также от мировых цен на железную руду и коксующийся уголь, которые, в свою очередь, являются производной от спроса на сталь в Китае. Первые данные о спросе со стороны Азии после китайского Нового года вполне обнадеживают, однако, учитывая неопределенность мировой финансово-экономической ситуации, а также нестабильность на рынке недвижимости Китая, пока неясно, сохранится ли эта тенденция во 2 кв. 2011 г. В феврале снижение спотовых цен на коксующийся уголь и железную руду продолжалось,

С начала года ценовая динамика на внутреннем рынке положительна

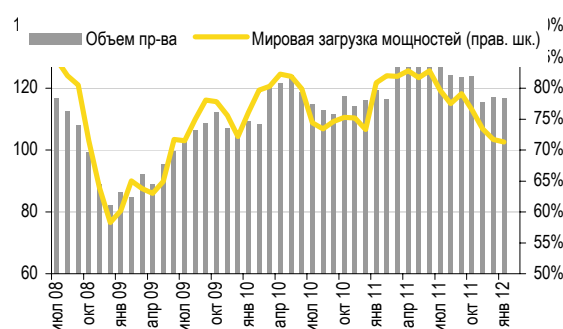
Цены на г/к сталь, долл./т



Источники: SBB, Метал-Курьер

Объем производства в январе 2012 г. сократился из-за праздников в КНР

Мировой объем производства стали, млн т, и загрузка мощностей, %



Источники: WSA

поскольку китайские покупатели возвращались на рынок еще очень неспешно. Отдельно следует отметить снижение официального прогноза по росту ВВП Китая на 2012 г. до 7,5% (о чем сообщалось в начале марта), при том что темпы роста китайской экономики не падали ниже 8% с 2004 г. Так, в 2011 г. экономический рост составил 9,2%, а в последние несколько лет правительство ежегодно прогнозировало рост на уровне 8%. В целом, по данным Мировой ассоциации стали, в 2012 г. ожидается рост мирового потребления сталелитейной продукции на 5,4%, во многом за счет Китая (+6%) и стран СНГ (+7,5%). Действительное снижение темпов роста экономики в Китае может отрицательно сказаться и на динамике спроса на сталь в регионе.

...но в России пока благополучная. В начале марта стало известно об очередном повышении цен российскими металлургами. ММК заявил о повышении цен на металлопрокат апрельского производства на фоне улучшения ситуации на мировых рынках, роста внутреннего спроса и себестоимости. По сообщению компании, цены на горячекатаную сталь вырастут на 2%, на холоднокатаную и оцинкованную – на 3%. Одновременно с этим была опубликована информация о том, что, по данным Steel Business Briefing, повысились цены на апрельские экспортные поставки НЛМК. Сообщается, в частности, что компания предлагает европейским потребителям горячекатаный рулон по цене 515 евро (681 долл.)/т, а турецким – по 690 долл./т. Холоднокатаный рулон стоит европейским потребителям 600 евро (794 долл.)/т, турецким – 810 долл./т. Это в среднем на 4–8% выше февральских цен. При этом отмечается ограниченное предложение со стороны НЛМК (по г/к стали – всего лишь половина объема экспорта ММК, несмотря на существенно большую ориентацию последнего на внутренний рынок), что может объясняться высоким уровнем продаж компании в марте. Повышение цен и ограниченный объем поставок, возможно, связаны с продолжающимся пополнением запасов и ростом цен на слябы. В целом, мы ожидаем, что в ближайшей перспективе восстановление цен, особенно на внутреннем рынке, продолжится за счет сезонного роста спроса.

УГОЛЬНАЯ ОТРАСЛЬ

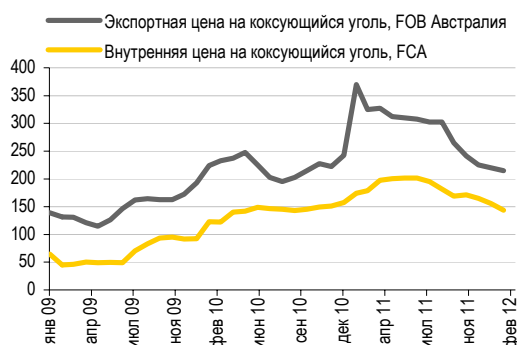
Добыча угля в России выросла на 5%, объем экспорта несколько сократился.

По итогам 2011 г. добыча угля в России составила 325 млн т (+5% к 2010 г.), включая 265 млн т энергетического угля (+7%) и 60 млн т коксующегося (-5%). Продажи энергетического угля на внутреннем рынке достигли 122 млн т (-2%), а объем экспорта остался практически прежним – 88 млн т. Существенная часть российской добычи энергетического угля приходится на долю двух крупнейших компаний – СУЭКа и Кузбассразрезугля (КРУ), которые значительно опережают основных конкурентов. По итогам прошлого года СУЭК добыл 89,9 млн т угля, или 34% совокупного российского показателя, а КРУ – 42 млн т, или 16%. На рынке коксующегося угля наблюдалась несколько иная динамика: по итогам 2011 г. объем экспорта сократился на 21 % с 18 млн т до 14 млн т (причем наибольший спад (-39%) пришелся на рынок Украины, что во многом объясняется прекращением экспортных поставок Распадской после аварии на шахте в 2010 г.), а продажи на внутреннем рынке остались на уровне прошлого года (41 млн т в 2011 г. против 42 млн т в 2010 г.). Лидирующие позиции в данном сегменте добычи по-прежнему занимает Мечел (12,5 млн т в 2011 г.), на долю которого приходится 21% производства коксующегося угля в РФ.

В 1 п/г 2012 г. мы ожидаем снижения цен на коксующийся уголь и сохранения высоких цен на энергетический. По итогам 2012 г. мы ожидаем падения мировых цен на коксующийся уголь на 10% до 260 долл./т (FOB, Австралия). Цены на российском рынке, по нашим расчетам, снизятся на 10% год к году до 166 долл./т (FCA). С другой стороны, мы по-прежнему придерживаемся оптимистического прогноза по ценам на энергетический уголь ввиду динамичного роста экспорта в Китай и Индию, а также ожидающегося восстановления спроса со стороны Японии после его снижения в связи с постигшими страну стихийными бедствиями. В отличие от коксующегося угля, цены на энергетические сорта, скорее всего, удержатся на достаточно высоком уровне ввиду дефицита на мировом рынке. За 2011 г. внутренние цены на энергетический уголь выросли на 25–30% и, по нашему прогнозу, поднимутся еще на 7% в 2012 г. В то же время экспортные цены на энергетический уголь в 2012 г. останутся на уровне 125–130 долл./т.

В 2012 г. коксующийся уголь, по нашим прогнозам, подешевеет на 10%...

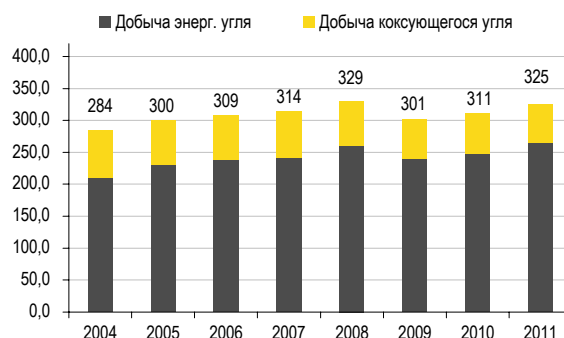
Экспортные и внутренние цены на коксующийся уголь, долл./т



Источники: SBB, Металл-Курьер

Добыча угля в России продолжит расти

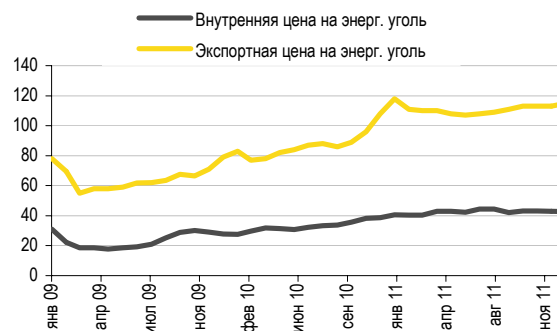
Структура добычи российского угля по видам, млн т



Источники: Металл Эксперт, Минэнерго, оценка УРАЛСИБа

...а цены на энергетический должны остаться высокими

Внутренние и экспортные цены на энергетический уголь, долл./т



Источники: Металл-Курьер

ТРУБНАЯ ОТРАСЛЬ

Производство труб в России выросло на 8% год к году. В 2011 г. производство труб в России выросло на 8% год к году до 9,9 млн т, главным образом в результате роста производства на заводах, входящих в Группу ТМК, и предприятиях Группы ЧТПЗ. Практически единственным сегментом трубной продукции, в котором по итогам 2011 г. было отмечено сокращение производства, стали трубы большого диаметра (ТБД). Спрос на эту продукцию определяется преимущественно планами Газпрома и Транснефти по строительству нефте- и газопроводов. Снижение спроса со стороны этих потребителей в связи с образовавшейся паузой между окончанием строительства одних проектов и запуском новых обусловило относительно низкий спрос на ТБД.

Потребление труб в России будет оставаться значительным в свете высоких цен на нефть. Основными потребителями труб в России являются компании нефтегазовой отрасли – на их долю приходится около 75% общего потребления трубной продукции в стране. Мы ожидаем, что в 2012 г. остающиеся высокими цены на нефть, а также объявленные планы по увеличению программ капитальных инвестиций будут поддерживать высокий спрос на все трубы нефтегазового сортамента. Данные по февральскому производству свидетельствуют о том, что заводы ТМК поддерживают загрузку мощностей по производству бесшовных труб на уровне 100%, предприятия Группы ЧТПЗ загружают мощности примерно на 80%, причем, согласно данным Метал-Курьера, у ряда заводов заказы расписаны практически до середины 2 кв., а крупнейшие производители, такие как ТМК и ОМК, объявили о повышении цен на мартовскую продукцию. Спрос на ТБД со стороны Газпрома и Транснефти, надо полагать, начнет восстанавливаться во 2–3 кв. 2012 г. после запуска новых проектов по строительству трубопроводов.

АЛЮМИНИЕВАЯ ОТРАСЛЬ

Мировое производство алюминия выросло в 2011 г. на 7%.

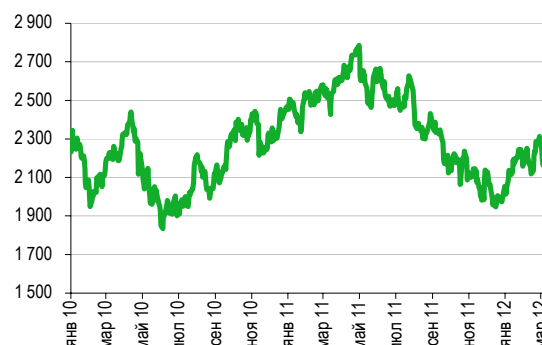
По итогам 2011 г. объем производства первичного алюминия в мире, согласно данным Международного института алюминия (IAI), составил 43,4 млн т., что на 7% выше показателя 2010 г. Наибольший прирост производства пришелся на 1 п/г 2011 г., до того как проблемы на рынках достигли максимальной остроты. До 41% производства алюминия в 2011 г. пришлось на долю Китая, где объем выпуска увеличился на 10% год к году. Росту производства в Китае не помешало и снижение загрузки мощностей в целях сокращения потребления электроэнергии. Ценовые премии, по данным РУСАЛа, превышали средний уровень на протяжении почти всего 2011 г. и несколько снизились лишь в 4 кв. В связи с падением деловой активности к концу года выросли запасы алюминия на бирже. Это стало одним из факторов снижения цен на металл – если еще во 2 кв. 2011 г. цены на алюминий на спотовом рынке превышали уровень 2700 долл./т, то к концу году они опустились ниже 2000 долл./т. В настоящий момент цена на первичный алюминий на спотовом рынке колеблется вблизи уровня 2200 долл./т, что мы оцениваем как вполне вероятное среднегодовое значение в 2012 г. – в отсутствие внешних шоков на рынке.

По итогам 2012 г. объем производства может снизиться.

В результате существенного снижения цен на алюминий к концу 2011 г. большинство мировых производителей остались за чертой окупаемости, что, в свою очередь, повлекло за собой приостановку ряда наименее эффективных мощностей. Эта тенденция, скорее всего, сохранится как минимум в 1 п/г 2012 г. В частности, о своем желании сократить производство уже заявили столь крупные компании, как Rio Tinto, Alcoa и Norsk Hydro. Таким образом, по итогам 2012 г. мировой объем производства, как нам представляется, может снизиться в пределах 5% по сравнению с 2011 г. Несмотря на частичное восстановление цен, пока рано говорить о переломе нисходящей тенденции. Между тем сокращение производства в условиях стабильного спроса должно поддержать цены на металл.

К концу года цена упала ниже 2 тыс. долл./т

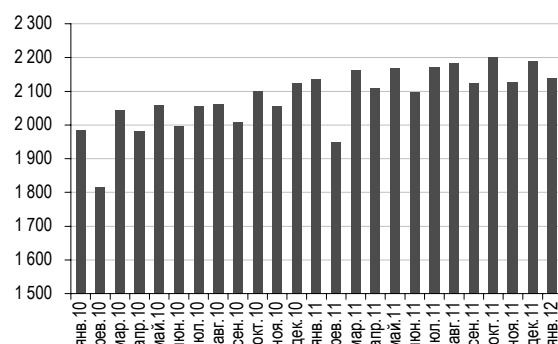
Спотовая цена на алюминий на LME, долл./т



Источники: Bloomberg, LME

Производство алюминия в 2012 г. может снизиться

Мировое производство алюминия, тыс. т



Источники: IAI

МЕТАЛЛУРГАМ ПРЕДЛАГАЕТСЯ СОГЛАСОВЫВАТЬ ИНВЕСТИПРОГРАММЫ С ПРАВИТЕЛЬСТВОМ

Ростехнадзор хочет обязать компании утверждать инвестпрограммы в правительстве и запретить их дальнейшую корректировку без согласования с государственными ведомствами. В конце января стало известно, что Ростехнадзор предложил российским металлургическим компаниям согласовывать планы капзатрат с правительством, по меньшей мере в части проектов модернизации и сроков их осуществления. Предполагается, что после утверждения инвестпрограммы ее параметры будет невозможно изменить без разрешения правительства. Эта мера имеет целью стимулировать модернизацию производственных мощностей. Как сообщали ранее «Ведомости», инициатива Ростехнадзора представляет собой реакцию на попытки металлургов ограничить контрольные полномочия ведомства, которое, по их мнению, слишком тщательно проверяет компании.

Учитывая высокие темпы модернизации производства, идея Ростехнадзора выглядит странной. Предложение Ростехнадзора представляется нам достаточно странным, учитывая, что компании сектора уже реализуют масштабные инвестпрограммы и в последние годы активно направляли средства на модернизацию производства. Пока более подробная информация об инициативе ведомства отсутствует, однако, насколько можно судить по опубликованным материалам, новых налоговых стимулов к ускорению модернизации не предполагается, равно как и возможности для компаний отказаться от выполнения инвестпрограмм в случае ухудшения рыночной конъюнктуры. Вместе с тем Ростехнадзор намерен запретить компаниям сектора отчуждать активы, находящихся в стадии модернизации, и даже исключить их из состава имущества, которое может служить обеспечением по кредитам.

Инициатива наказуема? По нашему мнению, если предложение Ростехнадзора будет принято, последствия для российских горнодобывающих и металлургических компаний будут однозначно негативными, поскольку те утратят гибкость при планировании и реализации инвестиционных стратегий и не смогут с легкостью корректировать инвестпрограммы либо откладывать их выполнение даже в случае обвала на рынках и падения прибылей. В связи с высокой цикличностью сектора российские металлурги регулярно меняют свои планы по капвложениям. Более того, сам факт дополнительного регулирования не повышает эффективности компании. Между тем делать однозначные выводы до появления конкретных предложений по конкретным эмитентам преждевременно. Однако можно предположить, что тяжелее других придется компаниям, сильно обремененным долгом и имеющим не самые высокие показатели денежного потока, таким например как Мечел и РУСАЛ. Учитывая в целом более высокий уровень долговой нагрузки у компаний металлургической отрасли и, как следствие, высокую долю активов, заложенную в качестве обеспечения по кредитам, отдельные вопросы вызывает предложение о невозможности закладывать активы, находящиеся в стадии модернизации.

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ РИСКА И УСТОЙЧИВОСТИ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ КОМПАНИЙ

Эмитент	Сильные стороны	Факторы риска
Евраз (B+/Ba3/BB-)	1. Положительная динамика сокращения долга и снижения долговой нагрузки. 2. Способность получать стабильно положительные и высокие показатели свободного денежного потока. 3. Достаточно комфортная временная структура погашения долга. 4. Рентабельность, остающаяся высокой по сравнению с конкурентами. 5. Высокая степень географической диверсификации производственных мощностей и структуры продаж. 6. Достаточно высокий уровень самообеспеченности сырьем.	1. Величина долга в абсолютном выражении по-прежнему значительна. 2. Обеспеченность активов капиталом ниже среднего. 3. Высокая роль показателя EBITDA в коэффициенте Чистый долг/EBITDA.
Северсталь (BB/Ba2/BB-)	1. Консервативный кредитный профиль. 2. Высокая степень вертикальной интеграции, географической диверсификации производственных мощностей и структуры продаж. 3. Значительная ликвидная позиция на балансе и низкая долговая нагрузка. 3. Стабильно положительное значение свободного денежного потока в течение продолжительного времени.	1. Неоптимальный график погашения долга.
Металлоинвест (-/Ba3/BB-)	1. Высокий уровень рентабельности. 2. Низкая долговая нагрузка и положительная динамика ее снижения. 3. Стабильно положительное значение свободного денежного потока в течение продолжительного времени. 4. Комфортный график погашения долга.	1. Низкий уровень географической диверсификации производственных мощностей. 2. Обеспеченность активов капиталом ниже среднего. 3. Риск расширения/ускорения инвестиционных расходов.
НЛМК (BBB-/Ba3/BBB-)	1. Консервативный кредитный профиль. 2. Кредитные рейтинги инвестиционного уровня. 3. Ввод в строй новой ДП "Россиянка", что позволит увеличить объем производства. 4. Высокая для отрасли доля капитала в активах.	1. Рост долговой нагрузки и снижение рентабельности за счет консолидации активов SiF. 2. Доля краткосрочной задолженности выше среднего.
ММК (-/Ba3/BB+)	1. Высокая доля продаж на внутреннем рынке, обеспечивающем ценовую премию. 2. Ввод новых перспективных мощностей позволит увеличить объем производства и долю продукции с высокой добавленной стоимостью. 3. Пройденный пик капзатрат – в дальнейшем объем инвестиционной программы будет сокращаться. 4. Высокая для отрасли доля капитала в активах.	1. Негативная динамика кредитных показателей, повышение коэффициента Чистый долг/EBITDA. 2. Не самый оптимальный график погашения долга. 3. Отрицательное значение свободного денежного потока в течение продолжительного времени. 4. Низкий уровень самообеспеченности сырьем.
Мечел (-/B1/-)	1. Рентабельность, остающаяся высокой по сравнению с конкурентами. 2. Высокая степень географической диверсификации производственных мощностей и структуры продаж. 3. Начало добычи на перспективном Эльгинском месторождении. 4. Значительная внебалансовая ликвидная позиция (по данным компании). 5. Сокращающийся объем инвестпрограммы.	1. Высокая и продолжающая расти величина долга в абсолютном выражении. 2. Весьма значительная сумма долга к погашению в ближайший год. В целом неоптимальный график погашения. 3. Нарушение ковенант. Низкая финансовая дисциплина. 4. Отрицательное значение свободного денежного потока в течение продолжительного времени. 5. Возможное понижение рейтинга.

Сплав риска и доходности

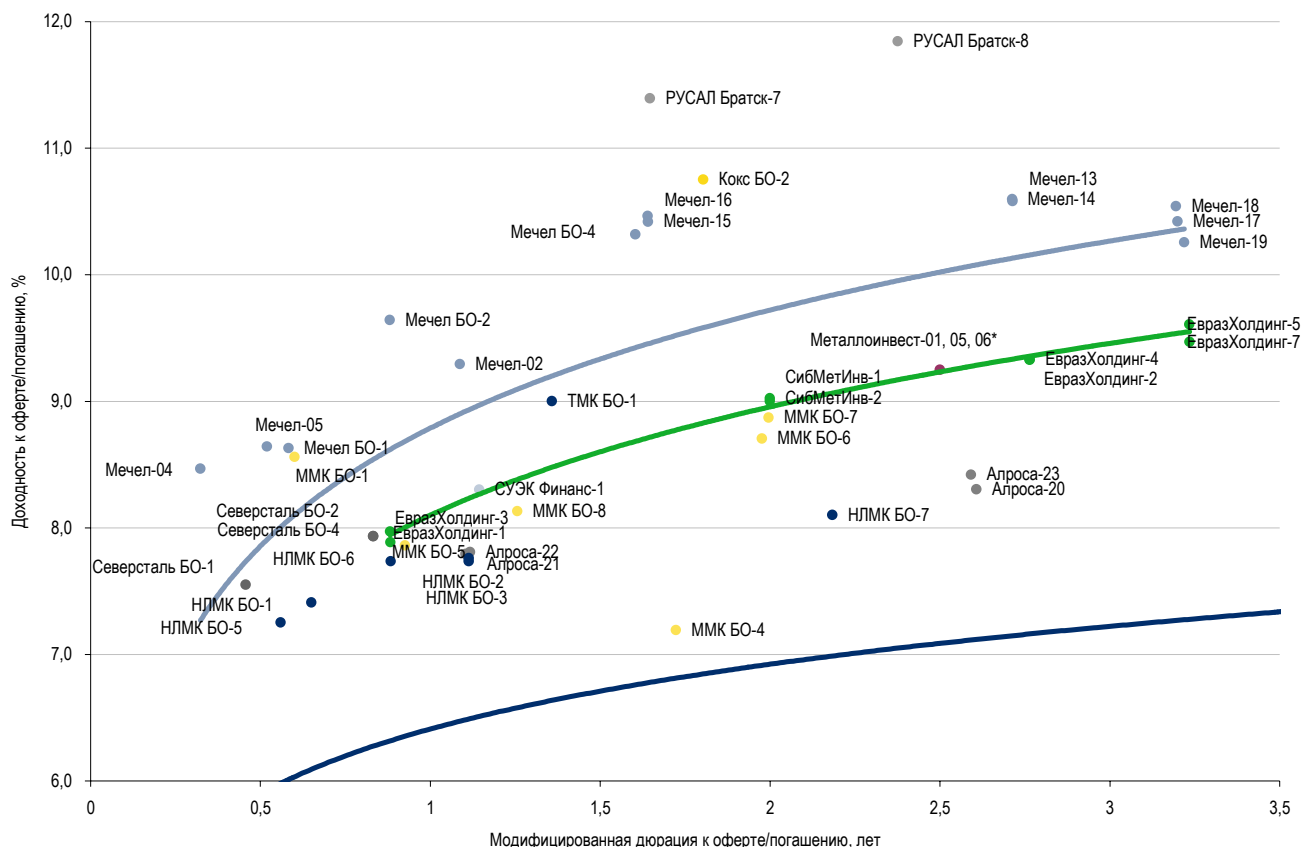
ТМК (B+/B1/-)	1. Лидирующие позиции на рынке труб нефтегазового сортамента и бесшовных труб промышленного назначения. 2. Тенденция к сокращению долговой нагрузки. 3. Стабильно положительное значение свободного денежного потока в течение продолжительного времени. 4. Низкая доля краткосрочной задолженности.	1. Значительная величина долга в абсолютном выражении, долговая нагрузка превышает средний уровень.
РУСАЛ (NR)	1. Лидирующие позиции в отрасли, высокий уровень вертикальной интеграции и географической диверсификации. 2. Доступ к дешевой электроэнергии, низкая относительно аналогов точка безубыточности. 3. Тенденция к сокращению долговой нагрузки. 4. Умеренный объем инвестпрограммы. 5. Чрезвычайно комфортный график погашения долга.	1. Высокая величина долга и долговой нагрузки. 2. Негативные тенденции на рынке алюминия, возможное сокращение объемов производства. 3. Возможное снижение финансовой дисциплины после снятия жестких ковенантов. 4. Отсутствие рейтингов и возможности включения облигаций в ломбардный список ЦБ.
Алроса (BB-/Ba3/BB-)	1. Лидирующие позиции в отрасли. 2. Улучшение финансовых показателей при восстановлении конъюнктуры рынка и снижение долговой нагрузки. 3. Разнообразная помощь государства, которое и после приватизации части акций сохранит контрольную долю в капитале компании.	1. Сильная зависимость от колебаний конъюнктуры на мировом алмазном рынке. 2. Необходимость осуществления значительных инвестиций при постепенном переходе на подземную добычу.
Распадская (-/B1/B+)	1. Лидирующие позиции в отрасли. Компания входит в пятерку крупнейших производителей коксующегося угля в России по итогам 2011 г. 2. Благоприятная рыночная конъюнктура на внешних рынках и восстановление экспортных поставок. 3. Способность генерировать стабильно значительные денежные потоки, достаточные для финансирования капвложений. 4. Консервативная долговая политика и низкий уровень долговой нагрузки.	1. Риск продажи 80% акций Распадской ее основными акционерами и смена собственника. 2. Риск увеличения капиталовложений и сроков восстановления шахты "Распадская". 3. Высокие операционные издержки из-за недостаточной загрузки мощностей. 4. Риски, связанные с цикличностью отрасли.
СУЭК (-/Ba3/-)	1. Прочные рыночные позиции. 2. Наличие собственной транспортной инфраструктуры. 3. В долговом портфеле преобладает долгосрочная задолженность.	1. Цикличность угольной отрасли, для которой характерны сильные колебания спроса и цен. 2. Неясность перспектив развития непрофильных активов, которое может потребовать значительных инвестиций.
Кокс (B/B2/-)	1. Прочные позиции в отрасли – крупнейший в мире экспортер товарного чугуна и крупнейший в России производитель кокса. 2. Вертикальная интеграция.	1. Высокая долговая нагрузка и значительная доля краткосрочного долга. 2. Существенные капитальные вложения: пик инвестиционной нагрузки – в 2012–2013 гг.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Внутренний рынок

Рублевые выпуски РУСАЛа, Евраза и Металлоинвеста выглядят привлекательно

Рублевые выпуски облигаций компаний горнометаллургического сектора, 16.03.2012



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

* По итогам размещения

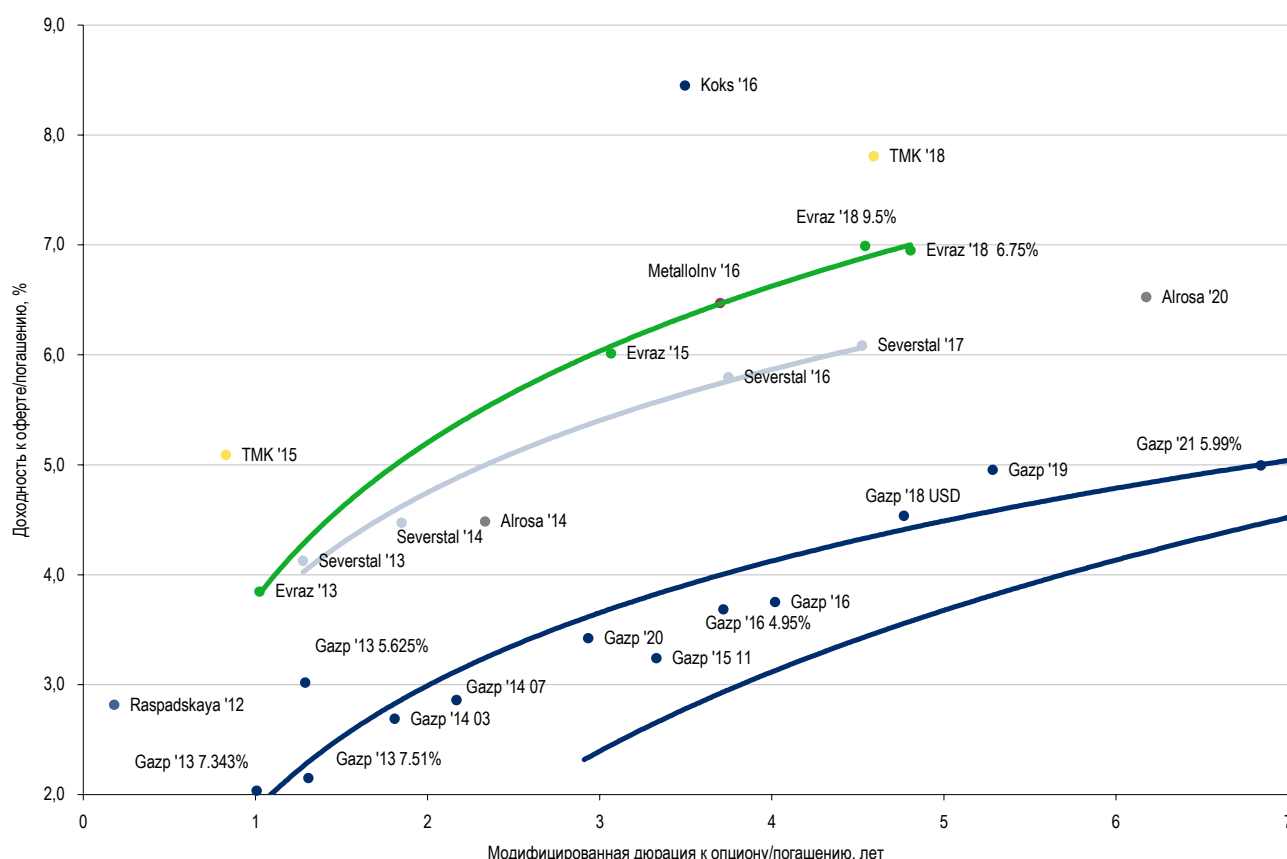
- **Евраз (В+ /Ba3/BB-)** – наш фаворит среди облигаций российских металлургов. На наш взгляд, облигации компании отличает наилучшее соотношение риска и доходности на рынке рублевых бумаг. Спред бумаг Евраза к ОФЗ в настоящий момент сильно варьируется в зависимости от срочности выпусков – на коротком конце кривой он составляет около 170 б.п., на длинном – 240 б.п. Несмотря на то что в дальнейшем едва ли стоит ожидать столь же быстрого снижения долговой нагрузки компании, как за последнее время, мы не видим существенных угроз ее кредитным показателям и считаем ее недооцененной. На наш взгляд, при стабильной конъюнктуре на рынке облигации Евраза обладают потенциалом сужения спреда в среднем до 140–150 б.п. Учитывая наклон кривой, в настоящий момент имеет смысл воспользоваться возможностью приобретения более длинных бумаг, таких как выпуски серий 02 и 04 (Мод. дюрация 2,8 года; YтР 9,33%), позволяющие достигнуть компромисса между срочностью и величиной спреда. На более короткой длине могут быть привлекательны выпуски Сибметинвест-1 и Сибметинвест-2 (Мод. дюрация 2,0 года; YтР 9,00%).
- **Металлоинвест (- /Ba3/BB-)**. С точки зрения привлекательности Евразу могут составить компанию размещаемые в настоящий момент бумаги Металлоинвеста. Книга заявок по всем трем выпускам закрылась со ставкой купона 9,0%, что примерно соответствует доходности к оферте на уровне 9,2%. При такой доходности выпуски в настоящий момент ложатся на кривую Евраза. Кредитные рейтинги компании совпадают с рейтингами Евраза, при том что бизнес Металлоинвеста, хотя и меньше, но существенно рентабельнее, а основные кредитные показатели выглядят более привлекательно. К тому же после размещения объем долга Металлоинвеста, обращающегося на рублевом рынке, составит 25 млрд руб. против 70 млрд руб. у Евраза, что может положительно сказаться на стоимости бумаг Металлоинвеста. Резюмируя сказанное, мы считаем размещаемые выпуски привлекательными и полагаем, что в среднесрочной перспективе они должны торговаться с дисконтом к кривой Евраза.

- **РУСАЛ (NR)**. Привлекательно выглядят и выпуски облигаций РУСАЛа. При максимальном уровне доходности среди облигаций российских металлургов РУСАЛ выглядит как минимум не хуже Мечела по уровню кредитного риска. При этом облигации РУСАЛа торгуются с премией в размере около 130 б.п. к бумагам Мечела. Премия отчасти объясняется отсутствием облигаций РУСАЛа в ломбардном списке ЦБ, однако данный фактор критичен не для всех категорий инвесторов. Мы уже рекомендовали играть на сужение этого спреда ранее, когда он составлял 200 б.п. и более, однако рекомендация и сейчас остается в силе – в перспективе мы ожидаем ухудшения показателей Мечела и улучшения метрик РУСАЛа, что будет способствовать дальнейшему сужению спреда между бумагами компаний.

Внешний рынок

Нам нравятся еврооблигации ТМК, Евраза и Металлоинвеста

Еврооблигации российских горнометаллургических компаний, 16.03.2012



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

- **Евраз (B+/Ba3/BB-)**. Еврооблигации Евраза заслуживают внимания по всей длине кривой как хороший способ размещения ликвидности. Более привлекательно выглядят два длинных выпуска EVRAZ'18, торгующиеся с премией в размере около 90 б.п. к бумагам Северстали. Учитывая разницу в кредитных метриках, нельзя сказать, что спред необоснован, однако выпуски Евраза предлагают инвесторам, более склонным к риску, возможность дополнительного дохода.
- **Металлоинвест (-/Ba3/BB-)**. В настоящий момент единственный выпуск METINR'16 лежит точно на кривой Евраза. Однако, как и в отношении рублевых выпусков (см. выше), мы считаем, что евробонды Металлоинвеста в среднесрочной перспективе должны торговаться с дисконтом к кривой Евраза, что повышает их привлекательность в настоящий момент.
- **ТМК (B+/B1/-)**. Выпуск евробондов TRUBRU'18 предлагает одну из наиболее высоких доходностей среди бумаг российских металлургов. Несмотря на более высокие, чем у Евраза, риски кредитного профиля, ТМК лишь на одну ступень отстает от последнего по рейтингам. Мы считаем кредитный риск ТМК умеренным. Отдельно отметим конвертируемый в акции выпуск TRUBRU'15. Хотя доходность выпуска снизилась до минимальных уровней с момента начала распродаж в августе, мы считаем, что потенциал ценового роста облигаций не исчерпан, исходя из ожидающегося дальнейшего восстановления рынка акций и повышенной взаимной корреляции цен акций и конвертируемых облигаций.

Основные финансовые показатели металлургических и горнодобывающих компаний

Сравнение эмитентов

		Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	EBITDA, млн долл.	Рентаб. EBITDA, %	Капзатр., млн долл.	ОДП / Капзатр.	Долг, млн долл.	Долг / EBITDA	Чистый Долг / EBITDA	Коефф. тек. ликв.	Капитал, Активы	
2009	Евраз		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3	
	Северсталь		9 594	1 587	16,5	754	2,1	7 227	4,6	2,6	2,1	0,4	
	ММК		5 081	1 165	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7	
	НЛМК		6 140	1 418	23,1	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7	
	РУСАЛ		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3	
	Мечел		5 754	588	10,2	610	0,9	6 092	10,4	9,7	0,8	0,3	
	ТМК		3 461	325	9,4	395	2,2	3 752	11,5	10,8	0,8	0,2	
	Распадская		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7	
	Металлоинвест		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2	
	Кокс		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4	
	СУЭК		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3	
	АЛРОСА		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3	
	Развитые страны												
	Arcelor Mittal		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5	
Nippon Steel		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4		
Alcoa		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4		
Развивающиеся страны													
Tata Steel		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2		
China Steel		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7		
2010	Евраз		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3	
	Северсталь		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4	
	ММК		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6	
	НЛМК		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7	
	РУСАЛ		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4	
	Мечел		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3	
	ТМК		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2	
	Распадская		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7	
	Металлоинвест		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3	
	Кокс		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4	
	СУЭК		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3	
	АЛРОСА		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4	
	Развитые страны												
	Arcelor Mittal	BBB-/Baa3/BBB	78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5	
Nippon Steel	BBB+/A2/NR	38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5		
Alcoa	BBB-/Baa3/BBB-	21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4		
Развивающиеся страны													
Tata Steel	BB/Ba3/BB+	21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2		
China Steel	NR	7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7		
2011П	Евраз	B+/Ba3/BB-	16 695	3 131	18,8	1 200	1,9	7 575	2,4	2,1	1,9	0,4	
	Северсталь	BB/Ba2/BB-	16 800	4 200	25,0	1 750	1,1	6 231	1,5	1,0	1,6	0,4	
	ММК	WR/Ba3/BB+	10 000	1 550	15,5	1 100	0,4	3 964	2,6	2,5	1,3	0,5	
	НЛМК	BBB-/Baa3/BBB-	11 900	2 500	21,0	2 000	0,9	4 180	1,7	1,5	2,0	0,7	
	РУСАЛ*	NR	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4	
	Мечел	-/B1/-	12 900	2 243	17,4	1 800	0,4	8 786	3,9	3,8	1,3	0,3	
	ТМК*	B+/B1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3	
	Распадская	-/B1/B+	854	427	50,0	176	2,0	303	0,7	(0,4)	8,4	0,8	
	Металлоинвест	-/Ba3/BB-	10 984	3 936	35,8	476	4,9	5 117	1,4	1,2	1,6	0,4	
	Кокс	B/B2/-	1 814	289	15,9	212	1,5	743	2,6	2,5	0,8	0,4	
	СУЭК*	-/Ba3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1	
	АЛРОСА	BB-/Ba3/BB-	4 800	2 000	41,7	543	2,5	2 795	1,4	1,3	1,1	0,3	
	2012П	Евраз		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
		Северсталь		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
ММК			10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5	
НЛМК			12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7	
РУСАЛ			11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5	
Мечел			12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3	
ТМК			7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3	
Распадская			1 031	559	54,2	253	1,7	500	0,9	0,5	4,0	0,9	
Металлоинвест			10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5	
Кокс			1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4	
СУЭК			7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3	
АЛРОСА			4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4	

* Фактические данные.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

НАИБОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНАЯ СТАВКА В СЕКТОРЕ

Кредитное заключение. Мы считаем кредитное качество Евраз достаточно высоким, отмечая финансовую дисциплину компании, которая позволила ей начать сокращение значительного долга в абсолютном выражении и, как следствие, снизить относительную величину долговой нагрузки. На наш взгляд, Евраз – одна из наиболее привлекательных ставок в металлургическом секторе. Мы отмечаем способность компании генерировать устойчиво высокий операционный денежный поток и финансировать инвестпрограмму за счет собственных средств, а также значительную диверсификацию производственных мощностей, широкую географию ее продаж и видов продукции. К факторам риска можно отнести остающуюся все же высокой абсолютную величину долга. Средняя величина кредитного спреда Евраз к ОФЗ составляет примерно 200–210 б.п., при том что справедливым значением спреда в условиях низкой волатильности на рынках мы считаем 140–150 б.п. Евробонды компании также выглядят привлекательно, отражая, на наш взгляд, лучшее в своем секторе сочетание риска и доходности.

Крупнейший производитель стали в России. Евраз – крупнейшая по объему выпуска вертикально-интегрированная металлургическая компания в РФ с активами по производству стали в России, Северной Америке, Европе и Южной Африке. Помимо этого, компании принадлежит ряд горнорудных и коксохимических предприятий на Украине и в России, а также 40% в акционерном капитале крупного производителя угля Распадской. Основными акционерами компании являются Роман Абрамович (36,4%), Александр Абрамов (24,3%), Александр Фролов (12,1%). Рыночная капитализация Евраз на 16.03.2012 составила 8,7 млрд долл. Евраз широко представлен на рынке публичного долга – в обращении находятся восемь рублевых выпусков (70 млрд руб.) и четыре выпуска еврооблигаций (2,5 млрд долл. в обращении). Группе присвоены рейтинги всех трех рейтинговых агентств («Ва3» по версии Moody's, «ВВ-» по версии Fitch, рейтинг по версии S&P отстает – «В+») со стабильным прогнозом. Последний раз рейтинг был повышен в конце января 2012 г. агентством Moody's, отметившим успехи компании в сокращении долга. Дальнейшее повышение возможно, если долговая нагрузка закрепится ниже значения 2,0 и не возникнет проблем с краткосрочной ликвидностью.

На долю сталелитейного сегмента приходится 89% выручки. По данным на 2010 г., компания была на 100% обеспечена собственным ЖРС и на 58% коксующимся углем, что подтверждает достаточно высокую степень ее вертикальной интеграции. Бизнес Евраз включает сталелитейный (89% выручки по итогам 1 п/г 2011 г.) и добывающий сегменты, а также производство ванадия. Основная часть продаж сталелитейного сегмента приходится на долю строительного проката (29% выручки за 1 п/г 2011 г.), плоского проката (20%), полуфабрикатов (16%) и ж/д продукции

Обращающиеся выпуски

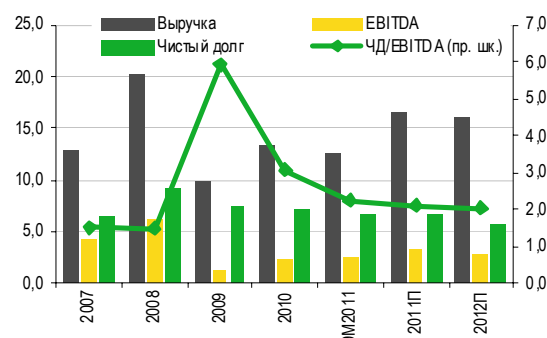
EVRAZ (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц/Пог.	Доходн., %
Evraz '13	1 300 \$	8,88	24 апр 13	3,85
Evraz '15	750 \$	8,25	10 ноя 15	6,01
Evraz '18 9.5%	550 \$	9,50	24 апр 18	6,99
Evraz '18 6.75%	850 \$	6,75	27 апр 18	6,95
ЕвразХолдинг-1	10 000 R	9,25	26 мар 13	7,89
ЕвразХолдинг-3	5 000 R	9,25	26 мар 13	7,97
СиБМетИнв-1	10 000 R	13,50	20 окт 14	9,00
СиБМетИнв-2	10 000 R	13,50	20 окт 14	9,02
ЕвразХолдинг-4	5 000 R	9,95	28 окт 15	9,33
ЕвразХолдинг-2	10 000 R	9,95	28 окт 15	9,33
ЕвразХолдинг-7	15 000 R	8,40	1 июн 16	9,47
ЕвразХолдинг-5	5 000 R	8,40	3 июн 16	9,61

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка существенно снизилась, в дальнейшем ее снижение замедлится

Динамика основных финансовых показателей Евраз, млрд долл.



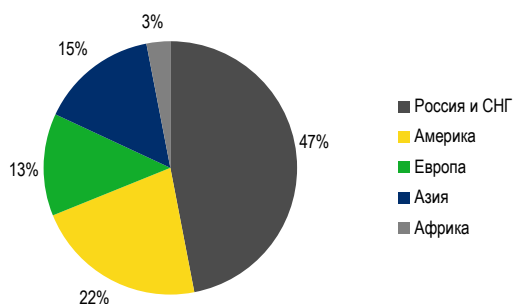
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Наиболее привлекательная ставка в секторе

(14%). С точки зрения географической структуры на рынки России и СНГ приходится максимальная доля выручки – 47%, Америки – 22%, на рынки Азии – 15% (по данным на 1 п/г 2011 г.).

Широкая географическая диверсификация продаж

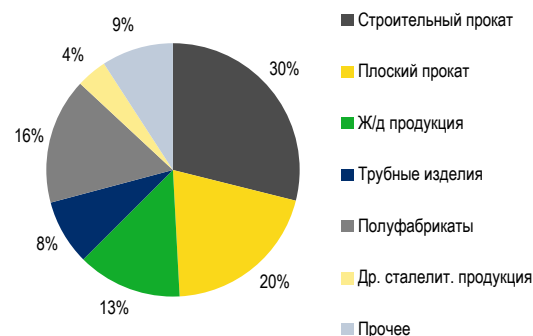
Структура консолидированной выручки, 1 п/г 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Строительный и плоский прокат – 50% выручки

Структура выручки сталелитейного сегмента, 1 п/г 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Объем производства стали в 2011 г. вырос на 3% до 16,8 млн т. – первое место среди российских металлургов.

По итогам 2011 г. объем производства стали составил 16,8 млн т. – на 3% выше показателя 2010 г. Росту производства способствовало увеличение выпуска стали на комбинате в Чехии. В 4 кв. 2011 г. производство стали по сравнению с предыдущим кварталом выросло также на 3% до 4,1 млн т, в основном за счет завершения плановых ремонтных работ, проводившихся в 3 кв. Рост производства стали указывает на то, что крупные сталелитейные активы СНГ, ЕС и США в 4 кв. 2011 г. работали на полную мощность, вопреки неблагоприятной рыночной конъюнктуре. В качестве негативного фактора отметим ухудшение ассортимента продаваемой продукции в результате снижения спроса в России в 4 кв. 2011 г. производство полуфабрикатов (слябов и окатышей выросло на 13%, тогда как выпуск сталелитейной продукции для ж/д отрасли и плоского проката снизился соответственно на 9% и 5%). В добывающем сегменте производство коксующегося угля по итогам 4 кв. 2011 г. увеличилось на 19% благодаря разрешению некоторых операционных проблем. Однако ремонт лав и временные остановки ряда шахт привели к 16-процентному снижению объема добычи коксующегося угля по итогам 2011 г. до 6,3 млн т. Средняя цена реализации продукции в ключевых регионах возросла по итогам года на 15–25%, а в 4 кв. снизилась на 5–10% относительно 3 кв. вследствие падения спроса и проблем в мировой экономике. Отметим, тем не менее, что цены Евраз остаются довольно высокими в сравнении с общемировыми, снизившимися за последний квартал года на 10–15%.

Евраз станет партнером Алроса по Тимирю. Осенью 2011 г. ряд СМИ сообщили, что Алроса привлечет Евраз к реализации проекта «Тимир» в Южной Якутии в качестве стратегического инвестора. ГК «Тимир» владеет лицензиями на разработку четырех железорудных месторождений – Таежное, Десовское, Тарыннахское и Горкитское, общие балансовые запасы которых оцениваются в 4,3 млрд т. В рамках проекта предполагается строительство Таежного горно-обогатительного комбината проектной мощностью 20 млн т руды и 7,2 млн т концентрата в год на базе Таежного и Десовского месторождений, а также Тарыннахского ГОКа проектной мощностью около 23 млн т руды и 7,3 млн т концентрата в год на базе Тарыннахского и Горкитского месторождений. В соответствии с лицензионным соглашением пуск первой очереди Таежного ГОКа мощностью 8 млн т руды в год предполагается не позднее 2015 г., а Тарыннахского, мощностью 6 млн т руды в год, – не позднее 2016 г. Работы могут начаться в 2013–2014 гг., а выход на проектную мощность запланирован не позднее 2020 г. По предварительной оценке Алроса, затраты на Тимир составят 10 млрд долл. Доля Евраз в проекте будет равна 51%, Алроса – 49%. Сумма, которую Евраз заплатит за свою долю, будет определяться исходя из исторических затрат, понесенных Алроса (оцениваются в 9,7 млрд руб.), и может составить около 5 млрд руб. После сделки Евраз возьмет на себя обязательство выкупать не менее 3 млн т руды в год по рыночным ценам. Сделка прошла согласование в антимонопольных органах Европейской комиссии и в ФАС, ожидается, что она будет закрыта в 1 кв. 2012 г. Как заявляли ранее официальные представители Евраз, руда с Тимира может быть использована на Новокузнецком меткомбинате, а также будет экспортироваться в Азию. Участие в проекте, безусловно, увеличит инвестиционные затраты компании, которые и без того достаточно велики. Между тем Евраз генерирует стабильный операционный денежный поток, которого достаточно для удовлетворения финансовых потребностей компании.

Евраз может стать бенефициаром активных инвестиций на развитие ж/д инфраструктуры. В середине 2011 г. РЖД представила Концепцию развития железнодорожной инфраструктуры к Чемпионату мира по футболу 2018 г., согласно которой объем инвестиций в этой сфере может составить 2,1–3,4 трлн руб. Точная стоимость проекта будет зависеть от географии прокладки высокоскоростных магистралей (ВСМ). Предполагается, что финансирование будет осуще-

ствляться государством и бизнесом на паритетных началах. Важнее отметить, что до 86% будет направлено на строительство непосредственно магистралей. В связи с этим подчеркнем, что Евраз – крупнейший в России производитель рельсов с 90-процентной долей рынка, а по объему производства ж/д колес занимает второе место. На ж/д продукцию, как уже отмечено выше, приходится существенная доля выручки – 14% продаж ключевого сталелитейного сегмента, или 12% совокупной выручки. В конце июня 2011 г. проект Концепции был отправлен на согласование в Минтранс. Если он будет одобрен, хотя, едва ли в максимальной конфигурации, то его реализация благотворно скажется на результатах Евраза как крупнейшего поставщика рельсов для РЖД – особенно в преддверии начала производства необходимых для строительства ВСМ стометровых рельсов. Отметим, что в 2012 г. к производству стометровых рельсов планирует приступить и Мечел.

С 2013 г. Евраз начнет производство рельсов для высокоскоростных магистралей. Среди наиболее капиталоемких проектов, осуществляемых Евразом в сталелитейном сегменте, – реконструкция рельсопрокатного стана на Новокузнецком металлургическом комбинате в рамках второго этапа модернизации рельсобалочного цеха. Общая стоимость проекта оценивается в 485 млн долл., его завершение намечено на 2013 г., после чего компания сможет выпускать 950 тыс. т рельсов для высокоскоростных магистралей, включая 450 тыс. т стометровых рельсов, которые в настоящий момент не производятся на территории России, несмотря на значительную потребность в них. Второй по затратности проект – внедрение технологии пылеугольного вдувания на Нижнетагильском и Западно-Сибирском металлургических комбинатах (общая стоимость – 320 млн долл.), что позволит отказаться от использования природного газа в доменных печах и снизить потребности в коксе более чем на 20% (с 420 кг/т до 320 кг/т).

Строительство шахты «Ерунаковская-VII» и разработка Качканарского месторождения позволят компании увеличить обеспеченность сырьем. В горнодобывающем сегменте Евраз разрабатывает два основных проекта. Первый – строительство шахты «Ерунаковская-VIII» в Кемеровской области стоимостью около 570 млн долл. со сроком завершения в 2013 г. Объем запасов коксующегося угля на осваиваемом участке оценивается в 85 млн т. Ожидается, что шахта выйдет на проектную мощность, равную 2 млн т в год, к концу 2014 г. Отметим, что это позволит компании повысить обеспеченность сырьем и покрывать свои потребности примерно на три четверти (по итогам 2010 г. Евраз обеспечил 58% своих потребностей). Второй проект, разработка Качканарского месторождения, позволит довести объем добычи железной руды до 55 млн т в год. Стоимость реализации проекта оценивается в 80 млн долл., его завершение намечено на 2012 г.

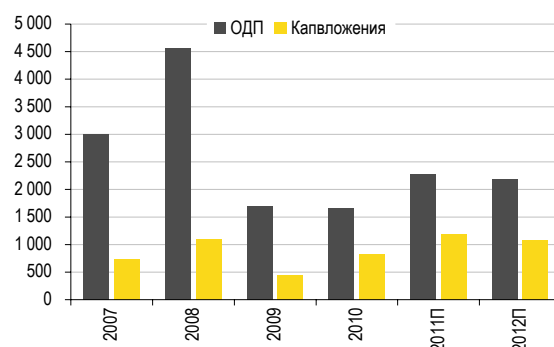
ФИНАНСЫ

В 3 кв. Евраз сохранил прежний показатель рентабельности. Евраз не представляет полной отчетности за 9 мес., а раскрывает лишь отдельные статьи управленческой отчетности. Так, выручка компании по итогам 9 мес. 2011 г. составила 12,5 млрд долл., на 29% превысив уровень годичной давности. Показатель EBITDA за тот же период вырос на 36%, до 2,4 млрд долл., что привело к росту рентабельности на 1 п.п. до 19,2%. Между тем EBITDA за 3 кв. 2011 г. снизилась на 13% по отношению ко 2 кв. 2011 г. на фоне ухудшения рыночной конъюнктуры, рентабельность составила 18,6%. Компания не приводит данных о чистой прибыли за 9 мес. Согласно нашей оценке, по итогам 2011 г. выручка Евраза составила около 16,7 млрд долл., EBITDA – 3,1 млрд долл. Мы понизили свой прогноз выручки на 2012 г. до 16,1 млрд долл., что предполагает ее снижение на 4%. Ожидаемый нами показатель EBITDA на конец 2012 г. – 2,8 млрд долл. при рентабельности на уровне 17,5%.

Компания самостоятельно финансирует капзатраты. За 9 мес. 2011 г. объем капитальных затрат Евраза составил 945 млн долл. При этом другие данные отчета о движении денежных средств компания не раскрывает. По итогам 1 п/г 2011 г. чистый операционный денежный поток достиг 1,6 млрд долл., и мы не видим причин для уменьшения показателя по итогам 9 мес. 2011 г. Все это вместе взятое подтверждает репутацию Евраза как компании, которая в состоянии обеспечивать свои инвестиционные потребности за счет собственных средств и при этом сокращать объем долга. В 2011 г. капитальные затраты Евраза планировались в размере 1,2 млрд долл., и есть все основания полагать, что фактический показатель совпадет с прогнозным. Прогнозируемый компанией объем инвестпрограммы на следующий год составляет 1–1,2 млрд долл., однако с учетом ухудшения конъюнктуры нельзя исключать его пересмотра, скорее всего в сторону понижения, что уже сделали некоторые металлургические компании в России. С другой стороны, способность генери-

Компания финансирует инвестпрограмму за счет денежного потока

Динамика ОДП и капзатрат Евраза, млн долл.



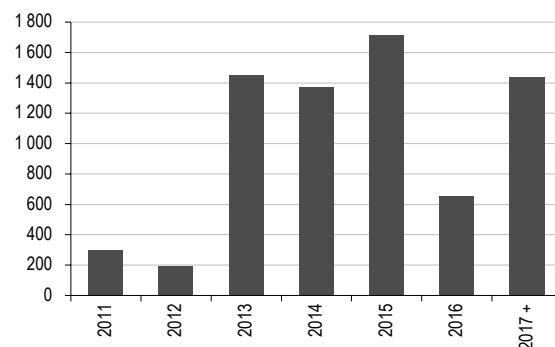
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ровать операционный денежный поток вкупе с комфортным показателем долговой нагрузки позволяют Евразу с большей гибкостью осуществлять инвестиции, и вероятность сокращения в будущем инвестиционных затрат невелика.

Долговая нагрузка снижается. Показатели общего и чистого долга компании к концу 3 кв. 2011 г. снизились на 8% по сравнению с концом 2010 г. – до 7,2 млрд долл. и 6,6 млрд долл. соответственно. При этом нельзя не отметить успехи Евраз в снижении своей долговой нагрузки, достигавшей максимальных значений после кризиса 2008 г. Этому способствовал уже отмеченный выше значительный операционный денежный поток, равно как и умеренный объем инвестиционной программы. Коэффициент Чистый долг/EBITDA снизился с 3,1 на конец 2010 г. до 2,2 к концу 3 кв. 2011 г. В настоящий момент у компании достаточно комфортные кредитные показатели: коэффициент текущей ликвидности находится на уровне 1,8, отношение капитала к активам составляет 0,4, а доля краткосрочного долга – лишь 8,6% (данные на конец 1 п/г 2011 г.). Долг компании лишь на 32% состоит из банковских кредитов, остальная его часть сформирована рыночными инструментами – рублевыми облигациями и евробондами. В 2012 г. компании предстоит погасить обязательства на сумму лишь 200 млн долл. Пик выплат падает на период с 2013 по 2015 гг., в который компании предстоит погасить/рефинансировать в общей сложности около 4,5 млрд долл. (из них – 1,5 млрд долл. в 2013 г.). Учитывая незначительные потребности в рефинансировании в ближайшей перспективе, мы не думаем, что в 2012 г. Евраз станет активным участником первичного долгового рынка. Между тем абсолютная величина долга компании, несмотря на тенденцию к ее снижению, остается высокой. Она могла бы быть частично снижена за счет продажи 40-процентной доли в Распадской, однако при нынешней конъюнктуре подобный сценарий выглядит маловероятным (см. подробнее в описании Распадской). К тому же есть основания полагать, что из вырученных от продажи 2–2,5 млрд долл. большая часть была бы выведена акционерами в качестве дивидендов.

В ближайший год объем погашения минимален

График погашения долга, 30.09.2011 г., млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Евраз

МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	9М11	2011П	2012П
Выручка	12 859	20 380	9 772	13 394	12 537	16 695	16 111
Валовая прибыль	4 883	6 917	1 648	3 075			
EBITDA	4 305	6 215	1 237	2 350	2 401	3 131	2 818
Чистая прибыль	2 179	1 859	(292)	532		1 215	782
Долг	6 825	10 041	7 998	7 868	7 214		
Чистый долг	6 498	9 111	7 327	7 185	6 636	6 599	5 719
Капитал	6 356	4 917	5 442	5 998			
Активы	18 637	19 451	16 952	17 539			
Операц. рентаб., %	38,0	33,9	16,9	23,0			
Рентаб. по EBITDA, %	33,5	30,5	12,7	17,5	19,2	18,8	17,5
Долг/EBITDA	1,6	1,6	6,5	3,3	2,4		
Чистый долг / EBITDA	1,5	1,5	5,9	3,1	2,2	2,1	2,0
Акц. капитал/Активы	0,3	0,3	0,3	0,3			
Акц. капитал/Долг	0,9	0,5	0,7	0,8			
Козф. тек. ликвидности	0,9	1,0	1,1	1,8			
Доля краткоср. долга, %	31,0	39,2	25,1	9,3			
ОДП	2 994	4 563	1 698	1 662		2 277	2 194
Ден. поток от инв. деятельности	(5 650)	(3 736)	179	(757)			
Ден. поток от фин. деятельности	2 112	(127)	(2 149)	(886)			
Капзатраты	(744)	(1 103)	(441)	(832)	(945)	(1 200)	(1 079)
СДП	2 250	3 460	1 257	830		1 077	1 115
ОДП/Капзатраты	4,0	4,1	3,9	2,0		1,9	2,0

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

СТАБИЛЬНЫЙ КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Кредитное заключение. Кредитное качество Северстали представляется нам высоким, а кредитный профиль компании – одним из самых устойчивых среди аналогов. К положительным факторам операционного профиля можно отнести широкую географическую диверсификацию активов, высокую степень вертикальной интеграции, широкую диверсификацию продаж со значительной долей внутреннего рынка, на котором продукция реализуется с существенной ценовой премией. Кроме того, за последнее время Северсталь избавилась от убыточных активов. Компания характеризуется умеренным уровнем долга, низкой долговой нагрузкой и традиционно высоким уровнем балансовой ликвидной позиции. Рублевые выпуски облигаций компании торгуются со спредом к ОФЗ в размере 160 б.п., который представляется нам завышенным. Еврооблигации компании выглядят привлекательно на всей длине кривой, однако со спекулятивной точки зрения мы отдаем предпочтение евробондам Евраза, предлагающим большую доходность при чуть более высоком уровне кредитного риска.

Второй по объему производитель стали в РФ. Северсталь – вторая по объему производства сталелитейная компания в РФ с активами в России и США, а также на Украине, в Латвии, Польше, Италии, Либерии и Бразилии. Основным акционером Северстали является ее генеральный директор – Алексей Мордашов (82%). Капитализация компании на 16.03.2012 составила 14,3 млрд долл. Северсталь достаточно широко представлена на рынке публичного долга – в обращении находятся три рублевых выпуска облигаций (номиналом 30 млрд руб.), а также четыре выпуска еврооблигаций (2,4 млрд долл. в обращении). Компания имеет кредитные рейтинги по версии всех трех агентств – наивысшие BB/Ba2, с прогнозом «Стабильный». Последний раз рейтинги были подтверждены в декабре 2011 г. после сообщения о выделении Nord Gold.

Компания более чем на 100% обеспечена собственным сырьем. Компания включает в себя три бизнес-сегмента – Северсталь ресурс (сырьевой; 20% выручки и 40% EBITDA за 9 мес. 2011 г.), Северсталь Российская сталь (металлургические активы на внутреннем рынке; 57% выручки и 43% EBITDA) и Северсталь Интернэшнл (металлургические предприятия за рубежом). В состав Северстали входят предприятия по добыче ЖРС и концентрата коксующегося угля, сталеплавильные, прокатные и трубопрокатные мощности. Продукция Северстали наиболее востребована в строительстве (более 50% выручки), машиностроении, автомобильной и нефтегазовой отраслях. Компания отличается высокой степенью вертикальной интеграции и обеспечивает свои потребности в ЖРС на 110%, в коксующемся угле – на 101%. Ключевым предприятием является Череповецкий металлургический завод, включающий в себя коксохимическое, агломерационное, доменное, сталеплавильное и прокатное производства и обеспечивающий более 70% производства стали в целом по группе (11,4 млн т

Обращающиеся выпуски

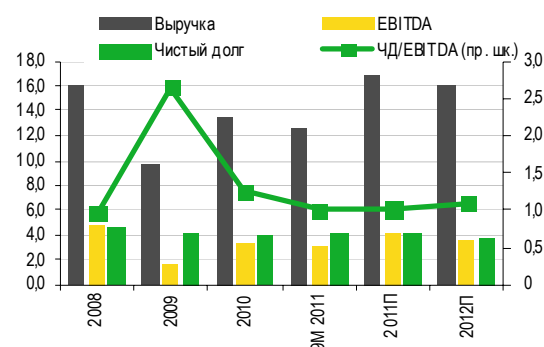
CHMFRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Severstal '13	1 250 \$	9,75	29 июл 13	4,13
Severstal '14	375 \$	9,25	19 апр 14	4,47
Severstal '16	500 \$	6,25	26 июл 16	5,79
Severstal '17	1 000 \$	6,70	25 окт 17	6,08
Северсталь БО-1	15 000 R	7,50	18 сен 12	7,55
Северсталь БО-2	10 000 R	9,75	15 фев 13	7,93
Северсталь БО-4	5 000 R	9,75	15 фев 13	7,93

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Консервативный кредитный профиль

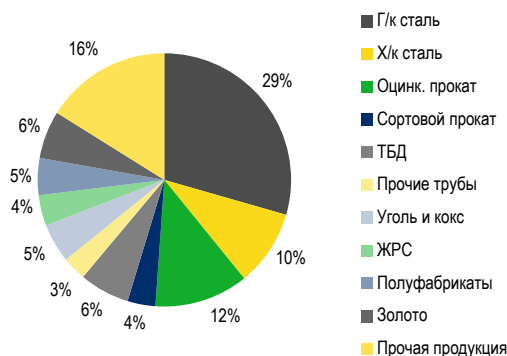
Динамика основных финансовых показателей Северстали, млрд долл.



в 2011 г.). Доля Северстали на российском рынке – 16,6% (по итогам 2010 г.). Самая большая доля выручки поступает с российского рынка – 48%, примерно равные доли приходятся на рынки Северной Америки (22%) и Европы (19%), что обусловлено географическим расположением активов компании.

Прокат обеспечивает более половины выручки

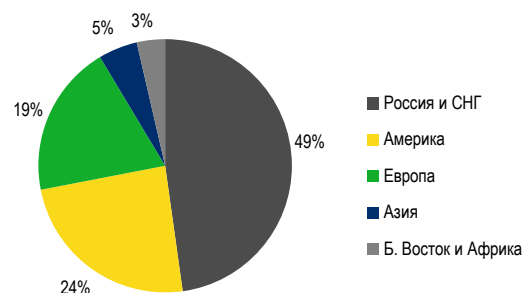
Структура выручки по типу продукции, 9М 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

География продаж объясняется расположением производственных мощностей

Географическая структура выручки, 9М 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Производство стали за год выросло на 4%. В 2011 г. Северсталь произвела 15,3 млн т стали, что выше показателя предыдущего года на 4%. Объем продаж сталелитейной продукции в 2011 г. вырос на 3% и составил 14,8 млн т. Средние цены реализации тонны проката выросли на 22% до 732 долл. в российском дивизионе и на 14% – до 862 долл. на североамериканских активах. При этом на общем результате отрицательно сказались достаточно низкие, но ожидаемые результаты 4 кв. 2011 г. – в частности, совокупный объем производства стали сократился на 6% до 3,8 млн т. Падение объясняется проведением работ по ремонту и обслуживанию оборудования на российских мощностях и сезонным снижением спроса на американском рынке. Объем продаж в 4 кв. 2011 г. упал еще больше, чем производство (на 12% до 3,6 млн т). Так, в России продажи горячекатаной стали сократились на 17% в условиях понижения спроса в 4 кв. 2011 г., возможно, в связи с тем, что часть продукции компания направила на склады с целью продать ее в 1 кв. 2012 г. по более выгодной цене.

Выделение Nord Gold не окажет существенного влияния на кредитные метрики Северстали. В 4 кв. 2011 г. Северсталь заявила о планируемом выделении из своего состава дочерней золотодобывающей компании Nord Gold. Акционерам Северстали предлагалось обменять свои акции и ГДР на акции дочерней компании. По итогам первого этапа сделки миноритариям Северстали досталось 10,6%, остальной пакет отойдет структурам Мордашова. Полностью закрыть сделку планировалось до конца февраля. Уже с 4 кв. 2011 г. результаты золотодобывающего сегмента будут учитываться как прекращенные операции. По данным на конец 3 кв. 2011 г., общий долг Северстали составил 6,2 млрд долл., а чистый долг – 4,2 млрд долл. В проспекте Nord Gold сообщается, что общий долг «дочки» на конец 1 п/г 2011 г. составил 487 млн долл., а чистый долг – 189 млн долл. По информации, которую Северсталь представила во время телефонной конференции, посвященной выделению из состава материнской компании Nord Gold, золотодобывающая «дочка» имела примерно такие же показатели и к концу ноября 2011 г. Таким образом, насколько мы понимаем, выделение Nord Gold позволит сократить чистый долг Северстали примерно на 200 млн долл. Доля EBITDA, приходящаяся на золотодобывающую «дочку», варьируется, однако можно усреднить ее на уровне 15%. Принимая во внимание наш прогноз по чистому долгу Северстали на конец года, равный 4,3 млрд долл., а по EBITDA – около 4,2 млрд долл., и скорректировав его на выбытие Nord Gold, можно предположить, что коэффициент Чистый долг/EBITDA вырос бы до 1,2, что несколько выше нашего прогноза на конец года, однако почти не отличается от показателя на конец 1 п/г 2011 г. После объявления о планах по выделению золотодобывающей компании рейтинговые агентства (S&P, Fitch) подтвердили, что это событие будет нейтральным с точки зрения рейтингов Северстали.

ФИНАНСЫ

Рентабельность снизится после выбытия Nord Gold. Выручка компании по итогам 9 месяцев 2011 г. составила 12,7 млрд долл., что на 30% выше показателя за тот же период 2010 г. Показатель EBITDA вырос за период на 34% до 3,2 млрд долл., а рентабельность повысилась на 1 п.п. до 25%. При этом высокий показатель EBITDA отчасти объясняется учетом результатов золотодобывающей «дочки», которые впоследствии не будут учитываться в консолидированном результате Северстали. Так, по итогам 9 месяцев 2011 г. на ее долю пришлось 797 млн долл. выручки и 379 млн долл. EBITDA (с рентабельностью на уровне 47,6%). Чистая прибыль от продолжающихся операций увеличилась за год на 48% до 1,7 млрд долл. Совокупная чистая прибыль по итогам 9 мес. 2011 г. составила 1,65 млрд долл. против убытка в размере 179 млн долл. годом ранее, что связано с эффектом от выбытия Lucchini и ряда убыточных американских производств. Наш прогноз по выручке на конец 2011 г. составляет 16,8 млрд долл., по показателю EBITDA – 4,2 млрд долл. При этом на фоне ухудшения ценовой конъюнктуры мы понизили прогноз по выручке на 2012 г. до 16 млрд долл., а по EBITDA – до 3,5 млрд долл., в том числе за счет выбытия результатов Nord Gold.

Операционного потока достаточно для финансирования капзатрат.

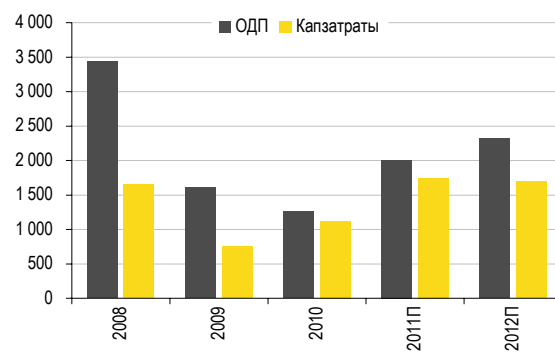
На протяжении последних лет Северсталь устойчиво показывает положительное значение свободного денежного потока, что позволило компании плавно снижать абсолютную величину долга на посткризисном отрезке. Инвестиционная программа Северстали вполне умеренна по объему, и компания в состоянии финансировать ее за счет собственных средств. Так, по итогам 9 мес. 2011 г. чистый операционный денежный поток составил 1,6 млрд долл., а объем капзатрат – 1,3 млрд долл. Всего в 2011 г. компания планирует направить на инвестиции около 2 млрд долл. Принимая это во внимание, а также исходя из данных меморандума к размещению евробондов, опубликованного летом, общий объем инвестиций компании в 2012–2015 гг. может составить 6,7 млрд долл. (из которых, насколько мы понимаем, более 80% примерно в равных долях приходится на Северсталь Ресурс и Северсталь Российская Сталь), или 1,7 млрд долл. в среднем за год. В конце февраля Северсталь подтвердила наши предположения как минимум на 2012 г., сообщив, что объем капзатрат составит 1,7 млрд долл.

У Северстали один из наиболее консервативных показателей долговой нагрузки.

Показатели общего и чистого долга компании за 9 мес. 2011 г. не претерпели существенных изменений и на отчетную дату составили 6,2 и 4,1 млрд долл. соответственно. Отношение Чистый долг/EBITDA снизилось за период с 1,3 до 1,0. В целом же, кредитный профиль компании можно охарактеризовать как консервативный – максимальный уровень долговой нагрузки (в срезе по годам) на конец 2009 г. составил 2,6 по показателю Чистый долг/EBITDA, что было вызвано серьезным проседанием EBITDA (снижение на 67% год к году). При этом нельзя не отметить поддерживаемый компанией на балансе солидный запас ликвидности – не менее 2 млрд долл. в виде денежных средств. Доля, приходящаяся на краткосрочную задолженность, за 9 мес. 2011 г. также не претерпела серьезных изменений и на конец 3 кв. 2011 г. составила 24,7%. Пока пик выплат приходится на 2012 г. (1,34 млрд долл.) и 2013 г. (1,5 млрд долл.). Однако, по нашему мнению, Северсталь едва ли испытает трудности с погашением/рефинансированием долга. При этом вдобавок к уже отмеченному большому объему ликвидных средств на балансе (2 млрд долл. на конец 3 кв. 2011 г.) у компании есть в запасе 393 млн долл. невыбранных кредитных линий.

Компания полностью финансирует капзатраты

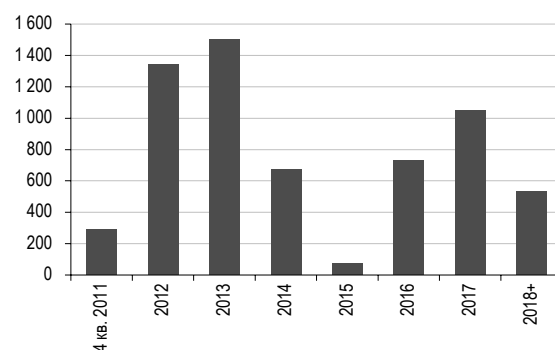
Динамика ОДП и капзатрат Северстали, млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Пик погашения предстоит в 2013 г.

График погашения долга Северстали, 30.09.2011 г., млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Северстали

МСФО, млн долл.

	2008	2009	2010	9М11	2011П	2012П
Выручка	16 066	9 594	13 573	12 696	16 800	16 000
Валовая прибыль	5 523	2 384	4 463	4 110		
EBITDA	4 864	1 587	3 264	3 174	4 200	3 490
Чистая прибыль	2 062	(1 119)	(515)	1 652		
Долг	8 266	7 227	6 142	6 207		
Чистый долг	4 682	4 205	4 089	4 123	4 268	3 847
Капитал	9 553	8 376	7 320	8 225		
Активы	22 514	19 644	19 329	17 485		
Валовая рентаб., %	34,4	24,9	32,9	32,4		
Рентаб. по EBITDA, %	30,3	16,5	24,0	25,0	25,0	21,8
Долг/EBITDA	1,7	4,6	1,9	1,5		
Чистый долг/EBITDA	1,0	2,6	1,3	1,0	1,0	1,1
Акц. капитал/Активы	0,4	0,4	0,4	0,5		
Акц. капитал/Долг	1,2	1,2	1,2	1,3		
Кэф. тек. ликвидности	2,2	2,1	1,5	2,0		
Доля краткоср. долга, %	24,7	20,5	23,2	24,7		
ОДП	3 434	1 611	1 259	1 634	2 003	2 318
Ден. поток от инв. деятельности	(4 633)	(231)	(1 499)	(1 359)		
Ден. поток от фин. деятельности	2 246	(1 182)	(288)	(242)		
Капзатраты	(1 650)	(754)	(1 119)	(1 289)	(1 750)	(1 700)
ОДП	1 784	857	140	345	253	618
ОДП/Капзатраты	2,1	2,1	1,1	1,3	1,1	1,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫЙ ДЕБЮТАНТ ДОЛГОВОГО РЫНКА

Кредитное заключение. Мы оцениваем кредитное качество эмитента как достаточно высокое. Значительная роль добывающего сегмента в бизнесе компании обеспечивает высокий уровень рентабельности. Долговая нагрузкаMetalloinvesta, по предварительным данным, снизилась до минимальных значений в отрасли. К тому же у компании комфортный график погашения задолженности и умеренный объем инвестиционной программы, она способна генерировать значительный денежный поток от операционной деятельности. Кроме того, мы положительно оцениваем расширение компанией географии продаж. К факторам негативного влияния на кредитный профиль можно отнести низкий уровень географической диверсификации производственных мощностей, риск увеличения инвестиционной программы или возможность выплаты существенных дивидендов. Отметим также, что акцииMetalloinvesta не обращаются на открытом рынке, что снижает формальные требования к уровню прозрачности компании. Единственный выпуск евробондовMetalloinvesta с погашением в 2016 г. лежит на одной кривой с евробондами Евраза. На наш взгляд, в среднесрочной перспективе облигацииMetalloinvesta ввиду более высокого кредитного качества компании должны торговаться с дисконтом к бумагам Евраза.

Крупнейший производитель железной руды в РФ. Metalloinvest – крупнейший производитель железной руды на территории РФ с производственными мощностями, расположенными по большей части в Центральной России и ОАЭ. Основными акционерами компании являются Алишер Усманов (50%), Владимир Скоч (30%) и Банк ВТБ (20% – пакет, тендер на покупку которого последний выиграл в декабре 2011 г.). Сделку между ВТБ и бывшим владельцем пакета, Василием Анисимовым, на сумму 2,5 млрд долл. предполагалось закрыть в 1 кв. 2012 г., однако не исключено, что это не случится в срок ввиду судебного иска Бориса Березовского, рассматриваемого в Высоком суде Лондона. Акции компании не обращаются на бирже, однако исходя из вышеупомянутой сделкиMetalloinvest может быть оценен в 12,5–15 млрд долл. На рынке облигаций компания представлена единственным выпуском евробондов объемом 750 млн долл. с погашением в 2016 г. Девятнадцатого мартаMetalloinvest разместил два дебютных выпуска рублевых облигаций серий 01 и 05 общим объемом 15 млрд руб., еще один выпуск – серии 06 и объемом 10 млрд руб. будет размещен 22 марта. Компании присвоены кредитные рейтинги Fitch на уровне «BB-» с прогнозом «Стабильный» (присвоен в июле 2011 г.) и Moody's – «Ba3» с прогнозом «Позитивный» (прогноз повышен в конце июня 2011 г.). Мы не исключаем позитивных решений по рейтингу компании после публикации ее годовых результатов (судя по данным управленческой отчетности).

Обращающиеся выпуски

METINR (Bloomberg)

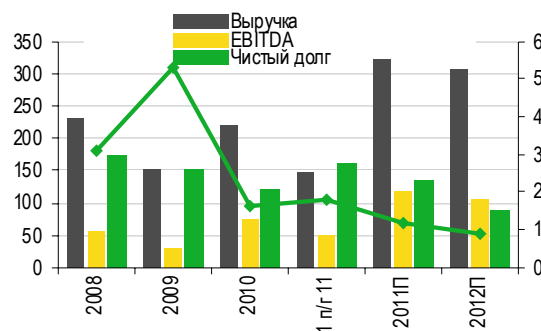
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
MetalloInv '16	750 \$	6,50	21 июл 16	6,47
Металлоинвест-01*	5000 R	9,00	19 мар 15	9,20
Металлоинвест-05*	10000 R	9,00	19 мар 15	9,20
Металлоинвест-06*	10000 R	9,00	24 мар 15	9,20

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

* По итогам размещения

В 2011 г. Metalloinvest серьезно снизил долговую нагрузку

Динамика основных финансовых показателейMetalloinvesta, млрд руб.



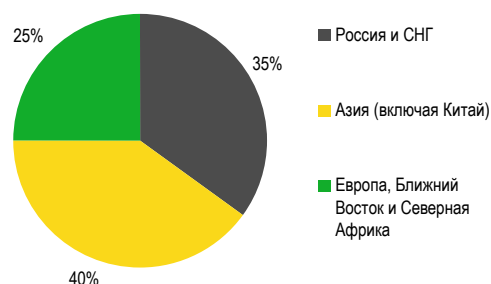
Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

Металлоинвест – один из мировых лидеров на рынке ЖРС.

Доказанные и вероятные запасы компании оцениваются приблизительно в 14,9 млрд т (2P JORC), по этому показателю Металлоинвест занимает второе место в мире после бразильской Vale, а по объему производства товарной железной руды – пятое. Компания контролирует 11% мирового рынка окатышей и 36% рынка горячебрикетированного железа (ГБЖ, высококачественный заменитель металлолома с содержанием железа свыше 90%). Бизнес Металлоинвеста представлен двумя основными направлениями – горнорудным и металлургическим с примерно равными долями выручки, однако в общем показателе EBITDA до 79% (по данным за 1 п/г 2011 г.) приходится на добывающий сегмент. Металлоинвест – крупный экспортер: компания поставляет на внешние рынки около 65% производимой продукции, в том числе 25% в европейские и 40% – в азиатские страны, по большей части в Китай. При этом за последнее время компания снизила долю отгрузок в Европу (с 59% в 2008 г.) в пользу азиатского рынка для диверсификации структуры поставок.

География продаж расширяется

Структура поставок в 2011 г.



Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

В горнорудном сегменте компания увеличила добычу железорудного концентрата на 9% за 2011 г. Добывающий бизнес компании включает два основных актива: Лебединский ГОК (ЛГОК) и Михайловский ГОК (МГОК). Основная продукция добывающего сегмента – железная руда, окатыши, ГБЖ/железо прямого восстановления (ПВЖ). Лебединский ГОК добывает руду в открытом карьере: в 2011 г. комбинат произвел 21,8 млн т железорудного концентрата и 8,8 млн т железорудных окатышей. ЛГОК является единственным в России производителем горячебрикетированного железа. Михайловский ГОК добывает руду в трех открытых карьерах: в 2011 г. объем производства железорудного концентрата составил 16,4 млн т, окатышей – 9,9 млн т. По итогам 2011 г. группа в целом увеличила мощности по добыче железорудного концентрата на 9% до 40,1 млн т. Производство окатышей возросло на 2% по сравнению с 2010 г. – до 22,4 млн т, а ГБЖ/ПВЖ – на 9,5% до 5,2 млн т. Росту производства окатышей и ГБЖ/ПВЖ во многом способствовала проведенная ранее работа по модернизации основного оборудования, а также оптимизация графика работы производственных мощностей. Рост производства положительно сказался и на объеме отгрузки продукции – по итогам 2011 г. Металлоинвест отгрузил внешним потребителям 12,8 млн т железной руды (30% к показателю 2010 г.), 13,6 млн т окатышей – (+3,1%), ГБЖ/ПВЖ – 2,3 млн т (+10,7%). В планах компании увеличение доли продаж продукции с высокой добавленной стоимостью, в частности окатышей (+5 млн т в год после ввода в строй в конце 2013 – начале 2014 г. обжиговой машины №3 на МГОКе) и ГБЖ/ПВЖ (+1,8 млн т в год после ввода ЦГБЖ-3 на ЛГОКе). Компания сообщила также, что к 2016 г. планирует увеличить объем производства железной руды на 7% до 42,9 млн т, окатышей – на 22% до 27,4 млн т, ГБЖ/ПВЖ – на 39% до 7,2 млн т.

Объем производства стали в 2011 г. снизился на 4,4%. Сталелитейный бизнес Металлоинвеста включает Оскольский электрометаллургический комбинат (ОЭМК), ТК «Уралсталь» и Уральскую металлоломную компанию (УралМетКом), а также сталепрокатный завод Hamriyah Steel в ОАЭ. ОЭМК является единственным в России предприятием, владеющим технологией прямого восстановления железа. Комбинат расположен всего в 26 км от своего основного поставщика – ЛГОКа, что позволяет оптимизировать затраты на логистику. Сталелитейный дивизион закупает приблизительно 20–25% железной руды, произведенной добывающим дивизионом. По итогам 2011 г. объем выплавки чугуна и стали составил 2,5 млн т (-6,1%) и 5,8 млн т (-4,4%) соответственно. Объем отгрузки чугуна в 2011 г. достиг 1,1 млн т, стали – 5,2 млн т. Основная продукция – агломерат, непрерывно литая заготовка, сортовой и листовой прокат. Инвестиционная программа в металлургическом сегменте имеет целью расширить продуктовую линейку и сосредоточиться на ключевых рынках, а также заменить оборудование на более эффективное.

Банковское ТЭО Удокана займет еще два года, позже проект может быть обособлен. В сентябре 2008 г. Металлоинвест выиграл тендер на разработку Удоканского месторождения, в котором принимал участие через свою «дочку» – Байкальскую горную компанию (БГК), заплатив за лицензию 15 млрд руб. Согласно последнему аудиту по классификации JORC, на июль 2011 г. минеральные ресурсы месторождения оцениваются в 2,7 млрд т руды с содержанием меди 0,95% (что соответствует примерно 60% всех медных запасов России). Месторождение содержит также серебро (балансовые запасы – 11,9 тыс. т). Согласно последней имеющейся информации, проект находится в стадии банковского ТЭО, которое предполагается завершить к 2014 г. и расходы на которое составят 150 млн долл. ежегодно. Партнером компании по разработке месторождения может выступить госкорпорация «Ростехнологии», которая вправе получить 25-процентную долю в проекте по цене, эквивалентной затратам, понесенным на момент сделки. В сентябре стало известно, что БГК и ВЭБ подписали меморандум о намерениях, предполагающий привлечение компанией до 3 млрд долл. на первый этап освоения Удоканского месторождения. В ноябре «Коммерсант» сообщил, что Металлоинвест и Ростехнологии

подготовили письмо Владимиру Путину, который является председателем наблюдательного совета ВЭБа, с просьбой выделить уже 6 млрд долл. кредитных ресурсов на разработку месторождения. Общая объявленная на этапе предварительной оценки стоимость разработки месторождения составляла 6–8 млрд долл. Пока не будет завершен этап ТЭО и появится новая информация об экономике проекта, делать какие-либо выводы преждевременно, однако очевидно, что разработка Удокана станет самым затратным проектом компании и может существенно ухудшить ее кредитные показатели. При этом следует иметь в виду, что, по предварительной оценке менеджмента, велика вероятность выделения Удоканского месторождения в отдельный проект.

Приобретение акций Норильского никеля – стратегическая инвестиция. В мае–июне 2011 г. компания выкупила 75,24 млн АДР Норильского никеля (что соответствует примерно 4% акционерного капитала компании) у своего главного акционера – Алишера Усманова, потратив на выкуп 60,4 млрд руб. Цена приобретения оказалось выше среднерыночной примерно на 15%, что, к слову, привело к убытку в ОПУ за 1 п/г 2011 г. в размере 7,2 млрд руб. Пакет является умеренно ликвидной инвестицией, и если у компании возникнут потребности в дополнительных средствах, его реализация представляется возможной даже на открытом рынке, хотя это может занять некоторое время. Между тем мы рассматриваем данную инвестицию как «стратегическую» – не секрет, что в конфликте акционеров Норникеля Усманов принял сторону Олега Дерипаски. В отдаленной перспективе Усманов не исключает объединения двух предприятий, однако в краткосрочной не планирует существенно наращивать свою долю – речь шла об увеличении пакета не более чем до 5%. Также нельзя исключать, что по прошествии времени пакет может быть продан одной из противоборствующих сторон (скорее РУСАЛУ), однако в обозримой перспективе у акционеров едва ли возникнет желание предпринять активные действия с пакетом акций Норникеля или появится необходимость в этом. Продажа пакета с целью использования средств на разработку Удокана в настоящий момент также представляется маловероятной.

ФИНАНСЫ

Металлоинвест – лидер отрасли по рентабельности. Последняя имеющаяся в публичном доступе отчетность – финансовые результаты за 1 п/г 2011 г. По итогам 1 п/г 2011 г. выручка компании увеличилась на 47% по сравнению с тем же периодом прошлого года и составила 146,9 млрд руб. Показатель EBITDA за этот же период вырос до 55,1 млрд руб., увеличившись за года на 60%, за счет чего повысилась и рентабельность – с 34,6% до 37,5%. Повышению показателей способствовали увеличение производства и отгрузки железной руды, а также опережающий рост цен на отгружаемую продукцию по сравнению с ценами на сырье. Чистая прибыль по итогам 1 п/г 2011 г. достигла 28,2 млрд руб., увеличившись на 80%. Мы несколько скорректировали наши прогнозы статей ОПУ, ряда балансовых показателей и показателей отчета о движении денежных средств, после раскрытия менеджментом отдельных статей управленческой отчетности на конец 2011 г. (см. ниже). Наш прогноз по выручке на 2011 г. повышен до 322,9 млрд руб., а по EBITDA – до 115,7 млрд руб. В 2012 г. мы ожидаем 5-процентного снижения выручки до 306,7 млрд руб. при рентабельности 34%.

К концу 2011 г. долговая нагрузка существенно снизилась. Общий долг Металлоинвеста существенно увеличился в 1 п/г 2011 г. – на 37% к показателю 2010 г. и достиг 173,1 млрд руб., что стало результатом приобретения во 2 кв. 2011 г. вышеупомянутого пакета акций Норникеля. При этом показатель долга достиг среднего уровня 2008–2009 гг. Чистый долг за 1 п/г 2011 г. вырос на сопоставимую величину – 33%, достигнув 161,7 млрд руб. Показатель Чистый долг/EBITDA за 1 п/г 2011 г. не претерпел серьезных изменений, составив 1,7 на конец 2011 г. против 1,6 на конец 2010 г. Согласно управленческой отчетности, представленной при размещении рублевых выпусков облигаций, к концу 2011 г. чистый долг сократился примерно до 130 млрд руб., в основном за счет значительного объема накопленных денежных средств (около 35 млрд руб.), а долговая нагрузка опустилась до одного из самых низких показателей в отрасли – 1,1 (EBITDA составила около 116 млрд руб.).

Более половины долга приходится на двухтраншевый предэкспортный кредит, привлеченный в апреле 2011 г.

В отчетности за полугодие компания не раскрывает детальной структуры долга, однако из меморандума к размещению еврооблигаций следует, что наибольшая часть задолженности, а именно около 100 млрд руб. (3,1 млрд долл.), приходится на двухтраншевый предэкспортный кредит, привлеченный в начале апреля 2011 г. для целей рефинансирования аналогичного кредита, полученного в июле 2008 г. (1,07 млрд долл.), а также финансирования сделки по покупке бумаг Норильского никеля. Насколько мы понимаем, условиями первого транша (3 млрд долл.) предусмотрен двухлетний льготный период и дальнейшее погашение равными частями до апреля 2016 г. Ставка по данному траншу составляет LIBOR + 1,75–3 п.п. (в зависимости от отношения Долг/EBITDA; которое на отчетную дату равнялось 2,25%, а по оценке менеджмента на конец 2011 г., – 1,9%). Второй транш (100 млн долл.) гасится в апреле 2018 г., ставка – LIBOR + 4,65 п.п. Менеджмент не исключил, что по истечению льготного периода компания может досрочно погасить часть первого транша. Условиями кредита предусмотрен ряд ковенант, в частности отношение EBITDA/Процентные расходы до конца 2012 г. не должно превышать 4,0, коэффициент Общий долг/EBITDA – 3,5, Долг/капитал – 3,0, а в дальнейшем – 1,75.

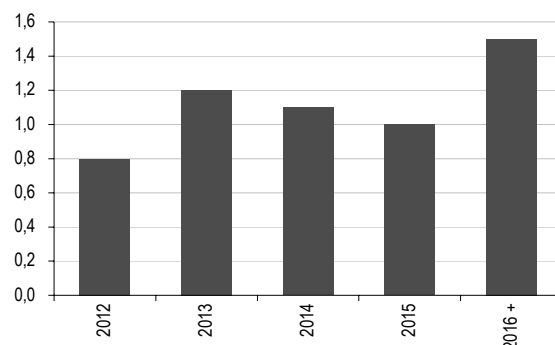
Таким образом, на последнюю отчетную дату компания выполняет все ковенанты, и мы не видим риска их нарушения в обозримой перспективе.

У Металлоинвеста комфортный график погашения долга.

Привлечение этого кредита позволило компании оптимизировать временную структуру долга, однако на конец июня доля краткосрочной задолженности по-прежнему была выше среднего уровня – 27%. Следует иметь в виду, что уже после отчетной даты компания разместила евробонды на 750 млн долл.с погашением в 2016 г. (что на тот момент соответствовало примерно половине объема краткосрочной задолженности) и планировала направить привлеченные средства исключительно на рефинансирование. По данным все той же управленческой отчетности на конец 2011 г., в 2012 г. компании предстоит погасить/рефинансировать около 25 млрд руб., что, принимая во внимание размещаемые рублевые займы, а также сумму денежных средств на балансе на конец 2011 г., не вызывает ни малейших опасений. Кстати, цель размещения рублевых займов неясна – компания и так обеспечена средствами для выполнения обязательств. Ввиду этого не исключено, что Металлоинвест может выплатить щедрые дивиденды, еще более вероятным кажется возможность повышения инвестиционной активности. В целом же, график погашения долга компании выглядит более чем комфортно – в 2012–2015 гг. среднегодовая величина погашения колеблется около отметки 1 млрд долл. (30 млрд руб.). В 2016 г. и позже Металлоинвесту предстоит погасить еще 1,5 млрд долл.

Денежных средств на балансе более чем достаточно для обслуживания долга

График погашения долга, млрд долл., 31.12.2011 г.



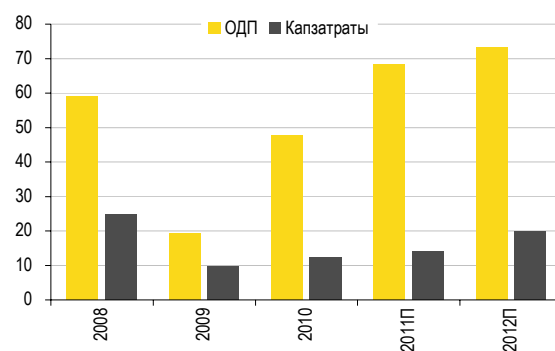
Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

Высокий показатель операционного денежного потока при умеренной инвестпрограмме.

Чистый операционный денежный поток компании за 1 п/г 2011 г. составил 35,4 млрд руб., что на 78% превышает показатель того же периода 2010 г. Инвестиционные расходы компании за 1 п/г 2011 г. достигли 8,7 млрд руб., и, таким образом, свободный денежный поток оказался положительным, что в последние годы стало для Металлоинвеста нормой. При этом 7,5 млрд руб. компания выплатила в качестве дивидендов, еще около 60 млрд руб. направила на приобретение акций Норникеля, что и стало причиной роста долга. Совокупный объем инвестиционной программы в период 2012–2015 гг. оценивается в 77–80 млрд руб. (2,3–2,4 млрд долл.), которые будут расходоваться равными долями каждый год. Ключевыми проектами компании станут ввод в строй на МГОК обжиговой машины №3 мощностью 5 млн т в год и стоимостью 450 млн долл., а также строительство цеха №3 по производству горячебрикетированного железа на ЛГОК мощностью 1,8 млн т в год и стоимостью около 800 млн долл. Металлоинвест планирует также провести общую модернизацию обогатительных фабрик ЛГОК и МГОК с целью увеличить производство концентрата соответственно на 1,0 и 0,4 млн т в год и повысить производительность ЦГБЖ №2 на 0,24 млн т в год. В целом, можно охарактеризовать инвестиционную политику компании как комфортную с точки зрения ее абсолютной величины долга и способности финансировать расходы из собственных средств.

Низкий уровень капзатрат

Динамика ОДП и кап. затрат Металлоинвеста, млрд руб.



Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

МСФО, млрд руб.	2008	2009	2010	1 п/г 11	2011П	2012П
Выручка	230	150	220	147	323	307
Валовая прибыль	106	57	109	80		
EBITDA	56	29	75	49	116	104
Чистая прибыль	8	14	36	28	68	55
Долг	178	164	126	173		
Чистый долг	173	152	122	162	136	89
Капитал	33	48	77	100		
Активы	271	258	250	319		
Операц. рентаб., %	46,2	37,7	49,7	54,6		
Рентаб. по EBITDA, %	24,3	19,0	33,9	33,5	35,8	34,0
Долг / EBITDA	3,2	5,7	1,7	1,9		
Чистый долг / EBITDA	3,1	5,3	1,6	1,8	1,2	0,9
Акц. капитал / Активы	0,1	0,2	0,3	0,3		
Акц. капитал / Долг	0,2	0,3	0,6	0,6		
Коеф. тек. ликвидности	0,4	0,7	1,0	1,1		
Доля краткоср. долга, %	82,6	38,5	32,2	27,2		
ОДП	59	19	48	35	68	73
Ден. поток от инв. деятельности	(69)	7	(10)	(72)		
Ден. поток от фин. деятельности	6	(19)	(48)	44		
Капзатраты	(25)	(10)	(12)	(9)	(14)	(20)
СДП	34	10	35	27	54	53
ОДП/Капзатраты	2,4	2,0	3,8	4,1	4,9	3,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ДОЛГ ИНВЕСТИЦИОННОГО КАЧЕСТВА

Кредитное заключение. Мы оцениваем кредитное качество эмитента как высокое, что подтверждается рейтингами инвестиционного уровня. Компания отличается консервативным долговым профилем, доля капитала в активах – 60%. Однако в 3 кв. 2011 г. картину испортила консолидация активов SiF, увеличившая долг и снизившая EBITDA, особенно в условиях нестабильности на рынках сбыта. Мы ожидаем, что в долгосрочной перспективе этот негативный эффект сойдет на нет. К негативным факторам можно также отнести высокую долю продаж на европейском рынке в ситуации, когда еврозона, по всем признакам, движется к рецессии. Несмотря на негативную динамику показателей в указанном отчетном периоде, способность НЛМК обслуживать долг не вызывает у нас сомнений даже в случае ухудшения конъюнктуры, залогом чего служит накопленный запас прочности. Кредитный спред бумаг НЛМК на фоне увеличения рыночного предложения и ухудшения кредитных показателей расширился до 130 б.п., – на наш взгляд, премия слишком велика для эмитента с инвестиционными рейтингами. С другой стороны, наш прогноз на 2011 и 2012 гг. не предполагает существенного улучшения показателей, и, таким образом, факторов сужения спреда мы также не видим.

Единственный российский производитель стали с инвестиционными рейтингами по версии трех агентств. НЛМК – один из крупнейших вертикально-интегрированных российских производителей стали с производственными мощностями в России, Европе и США. Основным акционером компании является Владимир Лисин (85,54%). Рыночная капитализация компании на 16.03.2012 составила 13,7 млрд долл. На рынке публичного долга НЛМК представлен шестью выпусками рублевых облигаций общим объемом 45 млрд руб, три из которых были размещены совсем недавно – в ноябре–декабре 2011 г. НЛМК – единственный эмитент среди российских производителей стали, имеющий кредитные рейтинги инвестиционного уровня по версии всех трех агентств – BBB-/Baa3, с прогнозом «стабильный». Последний раз рейтинги были повышены во 2 кв. 2011 г., до того как на балансе отразились негативные последствия консолидации SiF.

Общий объем производства стали составляет 12,5 млн т/год, до 80% приходится на липецкую площадку. Бизнес компании включает четыре сегмента, ключевой из которых – сталелитейный, обеспечивший 71% продаж на рынке по итогам 9 мес. 2011 г. Три остальных сегмента – производство сортового проката, зарубежного проката и горнодобывающий. До 80% производства стали приходится на липецкую площадку, выплавляющую сталь конвертерным способом. Совокупные мощности по производству стали в настоящий момент составляют 12,5 млн т/год. До 90% выплавляемой стали направляется на производство конечной продукции на собственных мощностях компании. НЛМК на 100% самостоятельно

Обращающиеся выпуски

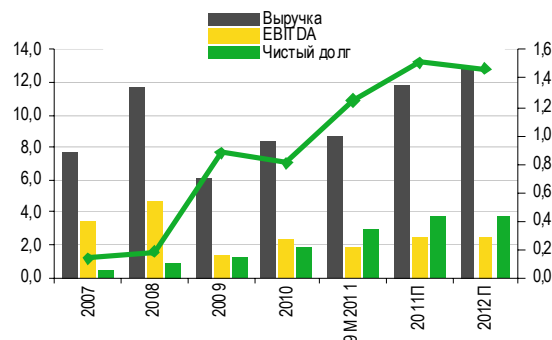
NLMKRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
НЛМК БО-5	10 000 R	10,75	30 окт 12	7,25
НЛМК БО-1	5 000 R	9,75	4 дек 12	7,41
НЛМК БО-6	10 000 R	7,75	5 мар 13	7,74
НЛМК БО-2	5 000 R	8,75	21 июн 13	7,76
НЛМК БО-3	5 000 R	8,75	21 июн 13	7,74
НЛМК БО-7	10 000 R	8,95	11 ноя 14	8,10

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Консолидация прокатных активов SiF способствовала росту долговой нагрузки

Динамика основных финансовых показателей НЛМК, млрд долл.

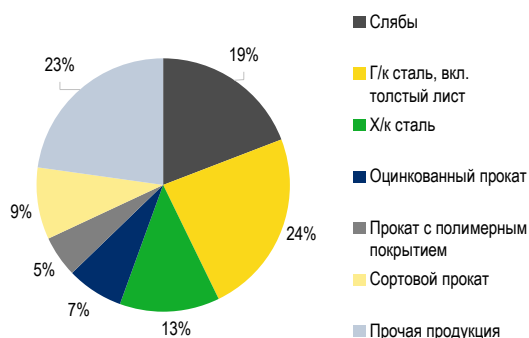


Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

обеспечивает собственные потребности в железорудном концентрате, в частности за счет Стойленского месторождения, расположенного достаточно близко (около 300 км) от основной производственной площадки в Липецке. Также НЛМК на 120% обеспечен собственным коксом, который производит дочерний Алтай-Кокс (Кузбасс). Однако компания не добывает собственное сырье для производства, закупая его на стороне, и, таким образом, остается зависимой от колебаний цен и испытывает давление на рентабельность. Между тем НЛМК владеет лицензией на разработку удобно расположенного (около 500 км от Алтай-Кокса) месторождения Жерновское-1, запасы коксующегося угля которого оцениваются в 200 млн т. Не так давно НЛМК завершил ТЭО проекта, начать добычу планируется в 2014–2015 гг. При этом производственная мощность составит 3,6 млн т концентрата в год, а потребность в инвестициях оценивается в 900 млн долл. Начало добычи на месторождении позволит компании частично захеджировать ценовые риски, связанные с сырьем. Кроме того, НЛМК на 70% обеспечен собственным ломом и на 45% – собственной электроэнергией.

Доля слябов высока, но снижается

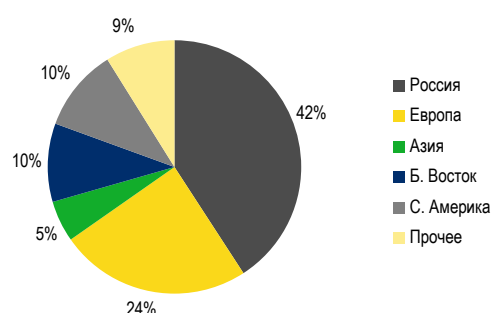
Структура выручки по виду продукции, 9М 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Широкая диверсификация продаж с высокой долей внутреннего рынка

Географическая структура выручки, 9М 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Объем выплавки стали вырос на 4% за счет пуска «Россиянки». Объем выплавки стали по итогам 2011 г. составил у НЛМК 12 млн т, увеличившись за год на 3,6%. Росту во многом способствовал запуск нового комплекса доменной печи «Россиянка» (№7) – за счет этого в 4 кв. 2011 г. производство стали выросло на 12% по отношению к 3 кв. 2011 г. Производство готовой металлопродукции увеличилось за 2011 г. на 12,4% до 13,1 млн т. Объем продаж плоского проката за год вырос на 25% до 7,1 млн т, сортового проката – на 12% до 1,3 млн т, а продажи слябов сократились на 17% до 3,2 млн т. Загрузка мощностей основной производственной площадки в последнем квартале 2011 г. составила 97%, мощностей зарубежных дивизионов – 74%. По данным за 9 мес. 2011 г. основная доля выручки компании приходится на продажу горячекатаной стали, включая толстый лист (24%) и холоднокатаной продукции (13%), а также сортового проката (9%). По-прежнему высока доля слябов (19%), однако в последнее время наблюдается тенденция к ее сокращению и росту продаж продукции более высокого передела. В географическом срезе до 41% выручки за 9 мес. 2011 г. приходится на российский, 24% – на европейский и 10% – на североамериканский рынки. Консолидация активов SiF в 3 кв. 2011 г. позволила компании повысить долю продукции с высокой добавленной стоимостью до 40% (по итогам 3 кв. 2011 г.) со среднего уровня 30% в предыдущих кварталах, а также увеличить долю западных рынков, в частности европейского, в структуре сбыта. К слову, в краткосрочной перспективе последнее можно считать негативным фактором в связи с опасениями по поводу рецессии в еврозоне. Сам менеджмент заявлял, что в 4 кв. 2011 г. ряд европейских активов компании работали с загрузкой мощностей на уровне 40%.

Консолидация активов SiF подпортила балансовые показатели. Начиная с 3 кв. 2011 г. НЛМК консолидировал на своем балансе пять прокатных предприятий мощностью 5,5 млн т в год, а также ряд сервисных и сбытовых компаний, ранее входивших в состав Steel Invest & Finance (SiF) – СП с Duferco. Сумма сделки составила 600 млн долл. (из которых 150 млн долл. было потрачено во 2 кв. 2011 г.) и будет оплачена в течение четырех лет четырьмя равными частями. SiF была создана в 2006 г. на паритетных началах: Duferco внесла собственные активы, а НЛМК – 805 млн долл. В апреле 2011 г. НЛМК согласился выкупить у Duferco 50%, отказавшись от приобретения сталеплавильных мощностей, что выглядит более чем разумно, учитывая более низкую себестоимость производства стали в РФ, где НЛМК и так наращивает мощности. При этом, поскольку НЛМК является одним из крупнейших в России экспортеров слябов, заинтересованность в приобретении прокатных мощностей на ключевых экспортных рынках вполне обоснованна – в среднесрочной перспективе это позволит компании увеличить долю продаж продукции с высокой добавленной стоимостью. Движение в эту сторону уже нашло отражение в данных за 3 кв. 2011 г. Пока же НЛМК пришлось консолидировать 1,2 млрд долл. долга

SiF и полатиться за это рентабельностью – вновь консолидированные активы принесли 99 млн долл. убытка на уровне EBITDA за 3 кв. 2011 г. Можно ожидать что по итогам 4 кв. 2011 г. их рентабельность будет в лучшем случае нулевой.

ФИНАНСЫ

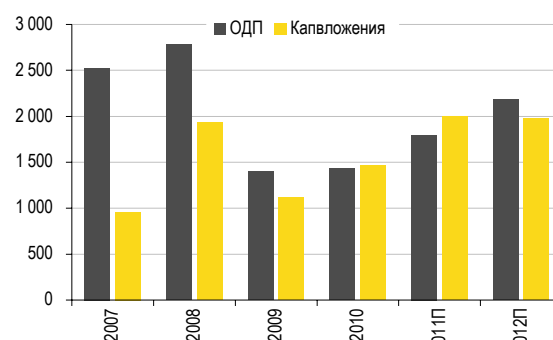
В 3 кв. 2011 г. рентабельность снизилась до минимального уровня. Выручка компании по итогам 9 мес. 2011 г. составила 8,7 млрд долл., превысив показатель за 9 мес. 2010 г. на 43%. EBITDA за этот же период выросла лишь на 4% до 1,9 млрд долл., что привело к существенному снижению рентабельности – более чем на 8 п.п. до 22%. При этом худшие результаты были отмечены в 3 кв. 2011 г., что стало следствием как рыночной конъюнктуры, так и вышеупомянутого убытка от консолидированных активов SiF. Чистая прибыль компании по итогам 9 мес. 2011 г. составила 1,2 млрд долл., увеличившись за год на 10%. Наш прогноз по итогам 2011 г. предполагает, что выручка компании достигнет 11,9 млрд долл., а показатель EBITDA – 2,5 млрд долл. Мы понизили свой прогноз по выручке на следующий год до 12,9 млрд долл., но пока оставили в силе прогноз по рентабельности, предполагающий EBITDA в размере 2,6 млрд долл.

Свободный денежный поток НЛМК колеблется вблизи нуля.

Чистый операционный денежный поток за 9 мес. 2011 г. составил 1,49 млрд долл. – на 48% превысив показатель соответствующего периода 2010 г. Объем капитальных затрат за тот же период составил 1,53 млрд долл., результатом чего стал отрицательный показатель свободного денежного потока на уровне -44 млн долл. В последнее время инвестпрограмма компании оставалась масштабной, но осуществлялась осторожно, за счет чего свободный денежный поток компании балансирует около нуля. Ранее были объявлены планы по капзатратам на нынешний год объемом 2 млрд долл. Также в 3 кв. 2011 г. компания выплатила дивиденды в размере 244 млн долл. за 2010 г. и приняла решение выплатить промежуточные дивиденды за 1 п/г в размере 263 млн долл., что должно найти отражение в отчетности за 4 кв. 2011 г.

СДП балансирует около нуля

Динамика ОДП и капзатрат НЛМК, млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долг компании вырос за счет консолидации активов SiF.

Общий долг компании по итогам 9 мес. 2011 г. увеличился на 46% до 3,8 млрд долл., а чистый долг – на 59% до 3 млрд долл. Почти весь прирост долга связан с консолидацией внешнего долга в размере 1,2 млрд долл. после приобретения прокатных активов SiF, причем около 780 млн долл. из этих средств используется для финансирования оборотного капитала сегмента зарубежного проката. Увеличение долга привело и к повышению долговой нагрузки – коэффициент Чистый долг/EBITDA вырос до 1,2 на конец 3 кв. 2011 г. с 0,8 на конец 2010 г. Между тем это по-прежнему одно из наиболее комфортных значений по отрасли. Однако к концу 2011 г. вероятен дальнейший рост долговой нагрузки, вплоть до 1,5 по показателю Чистый долг/EBITDA, что может отрицательно сказаться на рейтингах компании. Долг НЛМК на отчетную дату на 80% представлен кредитами и на 20% – облигационными займами. Валютная структура долга претерпела изменения: после консолидации долга SiF существенно увеличилась доля займов в евро (49%), остальная часть равномерно распределена между обязательствами в рублях и долларах (приблизительно по 25%). На долю краткосрочного долга в 3 кв. 2011 г. пришлось 27% совокупной задолженности. До конца 2011 года компании предстояло погасить около 400 млн долл., в 2012 г. – более 1,2 млрд долл. Следует отметить, что в 4 кв. 2011 г. НЛМК разместил три выпуска облигаций на общую сумму 20 млрд руб., тем самым полностью обеспечив свои потребности в рефинансировании на 2011 г. и часть 2012 г.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

US GAAP, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	9М11	2011П	2012П
Выручка	7 719	11 699	6 140	8 351	8 675	11 900	12 915
Валовая прибыль	3 742	5 391	1 990	2 948	2 597		
EBITDA	3 433	4 698	1 418	2 332	1 907	2 500	2 561
Чистая прибыль	2 270	2 277	98	1 224	1 192	1 603	1 740
Долг	1 610	3 010	2 495	2 624	3 822		
Чистый долг	455	850	1 248	1 876	2 992	3 787	3 757
Капитал	9 098	8 723	8 610	9 554	10 072		
Активы	13 076	14 065	12 502	13 899	17 084		
Валовая рентаб., %	48,5	46,1	32,4	35,3	29,9		
Рентаб. по EBITDA, %	44,5	40,2	23,1	27,9	22,0	21,0	19,8
Долг/EBITDA	0,5	0,6	1,8	1,1	1,6		
Чистый долг / EBITDA	0,1	0,2	0,9	0,8	1,2	1,5	1,5
Акц. капитал/Активы	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6		
Акц. капитал/Долг	5,7	2,9	3,5	3,6	2,6		
Козэфф. текущей ликвидности	1,5	1,8	2,7	2,5	1,8		
Доля краткоср. долга, %	95,5	35,9	22,3	20,0	27,0		
ОДП	2 524	2 781	1 394	1 431	1 485	1 797	2 179
Ден. поток от инв. деятельности	(1 268)	(2 399)	(1 771)	(1 847)	(1 134)		
Ден. поток от фин. деятельности	(830)	799	(535)	(79)	(305)		
Капзатраты	(958)	(1 934)	(1 121)	(1 463)	(1 529)	(2 000)	(1 975)
СДП	1 566	846	273	(32)	(44)	(203)	204
ОДП/Капзатраты	2,6	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ УСТОЙЧИВ, НЕСМОТРЯ НА РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Кредитное заключение. Мы достаточно высоко оцениваем кредитное качество ММК и не видим существенных угроз для обслуживания компанией долга. К сильным сторонам профиля ММК можно отнести прочные позиции компании на внутреннем рынке горячекатаной и холоднокатаной стали, широкий сортамент продукции и значительную долю продаж на внутреннем рынке, на котором предлагается высокая ценовая премия. Помимо этого, недавний ввод новых мощностей позволит ММК увеличить объем бизнеса в целом и долю продукции с высокой добавленной стоимостью. К рискам операционного профиля мы относим низкую обеспеченность компании сырьем, что уже привело к существенному снижению рентабельности. Говоря о финансовых показателях – в целом вполне достойных, нельзя не отметить их негативную динамику. Речь идет прежде всего об увеличении долга и долговой нагрузки. Следует также обратить внимание на высокую долю краткосрочной задолженности и неоптимальный по срокам график погашения долга в целом, а также стабильно отрицательное значение свободного денежного потока, ставшее следствием осуществления масштабной инвестпрограммы (пик которой, отметим справедливости ради, остался позади – в 2010 г.). В настоящий момент облигации компании торгуются со средним спредом к ОФЗ в размере 170 б.п., что выше среднего значения до начала активных распродаж во второй половине 2011 г. По нашему мнению, этот уровень выглядит вполне обоснованным, принимая во внимание ухудшение кредитных метрик ММК.

Одна из крупнейших компаний черной металлургии в РФ.

ММК – одна из крупнейших компаний российской черной металлургии с производственными мощностями, расположенными на территории России и Турции. Контролирующий акционер компании – председатель совета директоров ММК Виктор Рашников (87%). Рыночная капитализация ММК, по данным на 16.03.2012, составила 5,3 млрд долл. На рынке публичного долга эмитент представлен семью выпусками рублевых облигаций общим объемом 38 млрд руб., один из которых гасится 22 марта. Компании присвоен кредитный рейтинг «Ba3» по версии Moody's с позитивным прогнозом и «BB+» по версии Fitch с прогнозом «Стабильный». Последний раз рейтинг менялся в мае 2011 г., когда Fitch повысил его на одну ступень. В настоящий момент разница между рейтингами от Fitch и Moody's составляет две ступени, и есть основания считать рейтинг по версии Fitch завышенным. Учитывая ухудшение кредитных метрик со времени последнего повышения рейтинга, мы не исключаем, что в перспективе года, рейтинги от двух агентств могут сойтись на среднем уровне BB/Ba2.

Обращающиеся выпуски

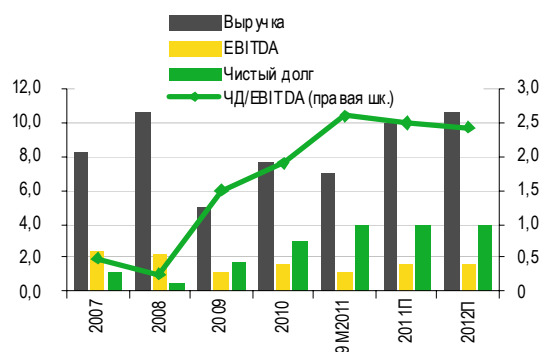
MAGNRM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
ММК БО-3	5 000 R	6,47	22 мар 12	8,38
ММК БО-1	5 000 R	6,90	15 ноя 12	8,56
ММК БО-5	8 000 R	7,65	4 апр 13	7,86
ММК БО-8	5 000 R	8,19	21 авг 13	8,13
ММК БО-4	5 000 R	7,65	27 фев 14	7,19
ММК БО-6	5 000 R	7,20	10 июл 14	8,71
ММК БО-7	5 000 R	7,25	22 июл 14	8,87

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Компания существенно увеличила долговую нагрузку

Динамика основных финансовых показателей ММК, млрд долл.

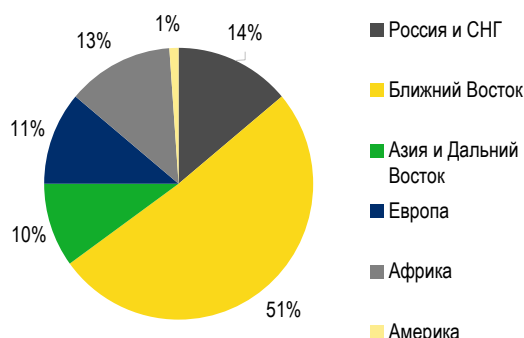


Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

В структуре производимой продукции 51% приходится на долю горячекатаной стали. Мощность ММК по производству стали составляет 14 млн т в год на ключевой площадке в Магнитогорске и 2,3 млн т в Турции. Компания занимает первое место на российском рынке проката с долей 17,7%. Основные потребители – компании трубной, строительной и автомобилестроительной отраслей, а также предприятия машиностроения, на долю которых в 2011 г. в пришлось в общей сложности около 61,8% внутренних продаж. По географическому срезу максимальная доля продаж приходится на внутренний рынок (67%), который в 2011 г. характеризовался средней ценовой премией в размере 243 долл./т (+28% к показателю 2010 г.). Структура производимой продукции за последний год не претерпела серьезных изменений: максимальная доля пришлась на горячекатаную сталь (51% против 50% в 2010 г.). Между тем несколько увеличилась доля сортового проката – с 10% до 14%, что связано с общим восстановлением строительной отрасли в 2011 г., хотя рост показателя отчасти объясняется эффектом низкой базы.

Внутренний рынок – ключевой

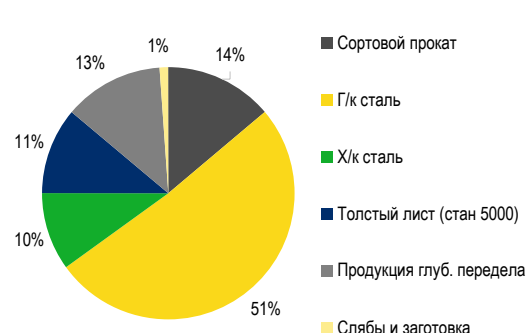
Структура продаж по регионам, 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

В 2011 г. возросла доля сортового проката

Структура товарной продукции, 2011 г.

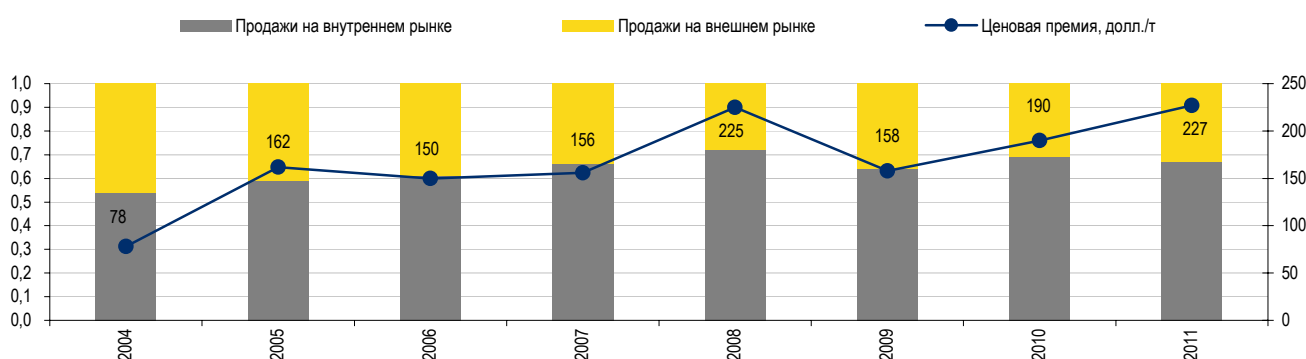


Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

По итогам 2011 г. производство стали выросло на 7%. В 2011 г. компания произвела 12,2 млн т стали, что на 7% выше показателя 2010 г. Производство товарной продукции в 2011 г. увеличилось на те же 7% до 11,2 млн т. Повышению показателей во многом способствовали рост производства на российской площадке и начало выпуска продукции на мощностях в Турции. В добывающем сегменте ММК сохранил объем добычи коксующегося угля в 2011 г. на уровне 4,2 млн т, в то время как производство концентрата железной руды выросло на 3% до 4,8 млн т – отчасти за счет увеличения выпуска концентрата на дробильно-обогатительной фабрике №5 в Магнитогорске. В 2012 г. ММК планирует поднять объем производства стали на 15% год к году благодаря выводу на полную производственную мощность проекта «ММК Metalurji» и увеличению загрузки имеющихся мощностей, а к 2013 г. – на 35% (относительно уровня 2011 г.) до 16,4 млн т. Приоритетные задачи компании – увеличение доли продаж на внутреннем рынке, в том числе за счет стратегии импортозамещения. Новые проекты ММК позволяют производить не выпускавшиеся ранее в стране виды продукции с высокой добавленной стоимостью (НВА), что должно положительно сказаться на рентабельности. В планах компании довести долю продукции НВА к 2013 г. до 45% в общем объеме производства с текущего уровня 36%.

Один из приоритетов компании – рост доли продаж на внутреннем рынке

Изменение структуры продаж и ценовой премии



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Низкая обеспеченность сырьем остается основным негативным аспектом операционного профиля ММК. Компания характеризуется низким уровнем вертикальной интеграции по сравнению с остальными производителями стали

в РФ. Так, по данным на 2011 г., ММК лишь на 30% обеспечен собственным ЖРС и на 40% – коксующимся углем. На 100% компания обеспечена лишь собственным ломом. Между тем именно фактор низкой самообеспеченности в условиях опережающего снижения цен на конечную продукцию по сравнению с ценами на сырье негативно сказался на рентабельности компании, которая в 3 кв. 2011 г. опустилась до одного из самых низких значений среди аналогов – 14,3% (по EBITDA). ММК получает основную часть руды по десятилетнему контракту с ССГПО («дочка» ENRC), согласно которому в течение 2011 г. ММК должен был ежемесячно закупать по 1 млн т этого сырья. Насколько известно из открытых источников, пересмотр цены по данному контракту производится раз в квартал, что во второй половине 2011 г. на фоне существенного падения цен на сырьевых рынках стало крайне невыгодным для ММК. Кроме того, поставки оплачивались в валюте, в то время как более 70% выручки ММК номинировано в рублях, что в совокупности создавало для ММК существенные риски. После заключения обеспечивающего большую гибкость трехгодичного контракта с Металлоинвестом (закупка 200–250 тыс. т руды ежемесячно) в 4 кв. 2011 г. компания сократила объем закупок у ENRC до 700 тыс. т, вследствие чего последняя обратилась в суд, который наложил арест на австралийские активы ММК (5% акций Fortesque). К концу года стороны достигли мирового соглашения, подробности которого не раскрывались, однако ММК, вероятно, выплатил поставщику компенсацию, объем которой, скорее всего, не превысил 100 млн долл. Все эти события лишний раз подчеркивают такой существенный недостаток профиля ММК, как существенная зависимость от конъюнктуры на сырьевых рынках. Новых данных об итогах ТЭО на Приоскольском месторождении (запасы богатых руд – 45,2 млн т, запасы неокисленных железистых кварцитов – 2 млрд т), ввод в строй первой очереди которого мог бы, по предварительным оценкам, увеличить добычу компанией собственной руды на 25 млн т, пока не поступало.

ММК может продать контрольную долю в Бакальском рудоуправлении. В начале февраля «Коммерсант» сообщил, что ММК рассматривает возможность продажи контрольной доли (51%) в Бакальском рудоуправлении (БРУ). Причина – длящийся почти год конфликт акционеров. Стороны, однако, официально не подтвердили эту информацию. БРУ владеет лицензиями на разработку шести месторождений в Челябинской области. В состав рудоуправления входят семь карьеров и шахта «Сидеритовая». Объем запасов оценивается примерно в 1 млрд т. ММК приобрел 51% БРУ в 2007 г. за 15 млн долл. Согласно операционным показателям по итогам 2011 г., суммарный объем добычи ММК составил 4,8 млн т руды, при этом 832 тыс. т, или 17%, обеспечило БРУ. Для сравнения: в 2010 г. БРУ произвело 1,42 млн т руды. Разница объясняется тем, что в мае 2011 г. ввиду конфликта акционеров ММК перевел с БРУ на себя лицензию на Теченское месторождение, где ранее был введен в действие Сосновский рудник. С конца 2 кв. 2011 г. результаты Сосновского рудника учитываются в объеме отгрузки с базы в Магнитогорске. Между тем, по данным «Коммерсанта», в настоящий момент правомочность перевода лицензий оспаривается в суде (предъявлены несколько исков). Мы считаем, что возможная продажа доли в БРУ окажет лишь умеренно негативное влияние на ММК. С одной стороны, снижение степени самообеспеченности железной рудой повысит чувствительность компании к рыночным колебаниям цен на сырье и отрицательно скажется на рентабельности. С другой стороны, драматизировать ситуацию не стоит, особенно если состоится сделка ММК с Flinders Mines (см. ниже), – вклад БРУ не так велик.

Покупка австралийской Flinders Mines приведет к дальнейшему росту долга. В конце ноября стало известно о желании ММК приобрести 100% акций австралийской Flinders Mines примерно за 550 млн австралийских долл. Сделку планируется закрыть до конца апреля 2012 г. Flinders Mines – железорудная компания, общие запасы которой составляют 917 млн т при содержании железа в руде на уровне 55,2%. Flinders Mines готовит к вводу в эксплуатацию проект PIOP (два месторождения в Западной Австралии): в настоящий момент идет последний этап разработки ТЭО, а добычу, объем которой составит 15 млн т в год, компания планирует начать к концу 2014 г. Покупка Flinders Mines должна позитивно сказаться на операционном профиле ММК в долгосрочной перспективе, так как позволит российской компании отчасти решить проблему низкой обеспеченности железной рудой и захеджировать ценовые риски, что должно поддержать рентабельность. Следует понимать, что использовать руду, добытую Flinders Mines, в собственном сталелитейном производстве ММК не станет – это логистически неоправданно, однако продажа такой продукции позволит компании застраховать как риски колебания цен на сырье, так и валютные риски. В краткосрочной же перспективе приобретение Flinders Mines за 550 млн австралийских долл. (ММК намерен использовать собственные средства и долговое финансирование, возможность продажи доли в Fortesque пока не рассматривается) приведет к росту чистого долга. Кроме того, по данным ММК, капиталовложения в проект могут составить до 1,3 млрд долл. до конца 2014 г., что с учетом довольно высокой волатильности операционного денежного потока ограничит возможность компании снижать долговую нагрузку.

В 2011 г. завершены два масштабных инвестиционных проекта: ввод в строй первой очереди стана 2000...

В июле прошлого года ММК ввел в эксплуатацию первую очередь комплекса холодной прокатки стана 2000, а именно непрерывную линию турбулентного травления в соляной кислоте, совмещенную с пятиклетевым станом холодной прокатки. Комплекс находится в стадии выхода на полную проектную мощность, предусматривающую производство до 2 млн т готовой продукции в год, в том числе 700 тыс. т оцинкованного проката и 1 300 тыс. т холоднокатаной стали. В 2011 г. на стане было произведено более 370 тыс. т холодного проката, что превышает первоначальный прогноз, составлявший 300 тыс. т. Ввод в строй второй очереди намечен на июль 2012 г. Запуск стана 2000 позволит ММК выпускать высокока-

чественный прокат, в том числе из высокопрочных марок стали, наиболее востребованный в автомобилестроении, производстве бытовой техники и строительстве, что должно положительно сказаться на рентабельности. Строительство стана 2000 было одобрено премьер-министром России Владимиром Путиным в числе приоритетных инвестиционных проектов Уральского федерального округа. Первая продукция, произведенная на стане, в настоящее время проходит акцептацию у ведущих автопроизводителей, работающих на территории РФ, и у производителей бытовой техники.

...а также завершение строительства и полная консолидация на балансе комплекса в Турции. В июле 2011 г. ММК ввел в строй агрегат непрерывного горячего цинкования (АНГЦ) на производственной площадке в Стамбуле и, таким образом, завершил строительство металлургического комплекса ММК-Atakas, который был позднее переименован в ММК-Metalurji. Общая производственная мощность ММК-Metalurji составляет до 2,3 млн т товарной металлопродукции, включающей горячекатаный прокат, оцинкованный прокат и прокат с полимерным покрытием. Ранее сообщалось, что в 2011 г. предприятие произведет до 800 тыс. т продукции, а в 2012 г. выйдет на проектную мощность. Общие инвестиции в проект превысили 2 млрд долл. Новый комплекс ориентирован на покрытие дефицита (около 2,4 млн т в 2011 г.) плоского проката в Турции, а кроме того, – ввиду своего географического расположения – открывает ММК доступ на экспортные рынки Ближнего Востока и стран Средиземноморья. В сентябре 2011 г. компания завершила выкуп пакета акций ММК-Metalurji у семьи Атакаш (50% минус одна акция) и стала единоличным владельцем предприятия. Общая сумма сделки составила 475 млн долл.

ФИНАНСЫ

Снижение рентабельности на фоне опережающего падения цен на сталь. ММК намерен опубликовать консолидированные результаты по МСФО за 4 кв. 2011 г. в начале апреля, а в настоящий момент мы располагаем отчетностью компании за 9 месяцев 2011 г. Выручка ММК за этот период увеличилась на 22% по сравнению с результатом 9 мес. 2010 г. и составила 7,06 млрд долл. При этом показатель EBITDA снизился на 5,5% год к году до 1,12 млрд долл., а рентабельность по EBITDA упала с 20,6% до 15,9%. При поквартальном сравнении ситуация выглядит не лучше: в 3 кв. 2011 г. снижение EBITDA относительно 2 кв. составило 8%, а рентабельность опустилась до 14,3%. Отметим, что причиной падения рентабельности стало опережающее снижение цен на сталь (-6% квартал к кварталу) по сравнению с ценами на сырье (-2% для ЖРС и -3% для угля) – с этой проблемой столкнулись большинство компаний отрасли в 3 кв. 2011 г. Чистый убыток ММК по итогам 9 мес. 2011 г. составил 58 млн долл. против прибыли в размере 190 млн долл. годом ранее: в данном случае сказался разовый убыток от курсовых разниц (минус 252 млн долл. в 3 кв. 2011 г.). Наш прогноз выручки компании по итогам 2011 г. равен 10 млрд долл., прогноз EBITDA понижен до 1,55 млрд долл. Кроме того, мы снизили прогноз выручки на 2012 г. до 10,6 млрд долл., а прогноз EBITDA – до 1,65 млрд долл. с учетом ухудшения ценовой конъюнктуры.

Свободный денежный поток остается отрицательным. Чистый операционный поток ММК по итогам 9 мес. 2011 г. сократился на 44% по сравнению с тем же периодом предыдущего года и составил 425 млн долл., что во многом связано с пополнением оборотного капитала, и в частности запасов. Капитальные затраты за тот же период составили 973 млн долл. – это ниже уровня годичной давности на сходную величину – 42%. Напомним, что компания прогнозировала инвестиционные расходы на 2011 г. в размере 1,1–1,2 млрд долл. Уже сейчас понятно, что у ММК не удастся переломить тенденцию последних лет и по итогам 2011 г. вывести показатель свободного денежного потока в положительную зону (-548 млн долл. по итогам 9 мес. 2011 г.). При этом в течение 9 мес. 2011 г. компания выплатила в качестве дивидендов 96 млн долл. В качестве положительного фактора отметим сокращающийся объем инвестиций: в следующем году капвложения ММК, по предварительной оценке, не превысят 800 млн долл., что обнадеживает, учитывая пик позапрошлого года, когда инвестпрограмма компании составила 2,2 млрд долл.

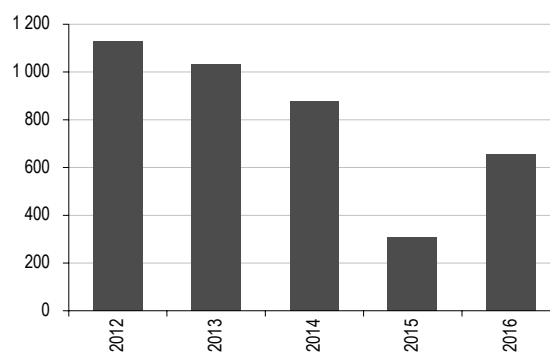
ММК продолжает наращивать долг. ММК вышел из кризиса 2008–2009 гг. с одними из лучших показателей кредитоспособности в секторе (лучше был только НЛМК). При этом, если большинство сильно обремененных долгом компаний сосредоточило усилия на снижении долговой нагрузки, то ММК – единственный сталепроизводитель, который столь существенно повысил ее уровень. Только за 9 месяцев 2011 г. показатели общего и чистого долга компании выросли на 24% до 4,39 млрд долл. и 31% до 3,97 млрд долл. соответственно по отношению к концу 2010 г. Это не могло ни привести к повышению коэффициента Чистый долг/EBITDA до 2,6 с 1,9 на конец 2010 г. и с 0,3 на конец 2008 г. Инвестиционная активность компании, в частности вышеупомянутая сделка по покупке доли в Flinders Mines (вкупе с необходимостью новых капзатрат), будет и дальше способствовать повышению ее долговой нагрузки. Между тем следует помнить, что на балансе ММК находится вполне ликвидный пятипроцентный пакет акций австралийской Fortesque (около 700 млн долл.), который при необходимости может быть достаточно быстро реализован. При учете данного пакета в качестве аналога денежной составляющей отношение Чистый долг/EBITDA на конец 3 кв. 2011 г. получается равным 2,1.

В ближайшие три года ММК предстоит погасить около

3 млрд долл. По данным на конец 3 кв. 2011 г., краткосрочная задолженность ММК составляла 34,4% долга, при том что на ближайшие три года (за год в данном случае принимается период с конца 3 кв. по конец 3 кв.) у компании намечен максимальный объем погашений, – около 1 млрд долл. в среднем за год. В то же время из суммы 1,1 млрд долл., запланированной к погашению в 2012 г., около 300 млн долл., по сообщению компании, приходится на револьверные линии, которые будут пролонгированы, а еще около 160 млн долл. представлены выпуском облигаций серии БО-3 на 5 млрд руб. с погашением в марте. При этом объем неиспользованных кредитных линий на конец 3 кв. 2011 г. составлял 560 млн долл. Еще около 450 млн долл. ММК постарается выделить из собственных средств. Если все так и произойдет, это во многом нивелирует увеличение долга в связи с покупкой Flinders Mines. Важно отметить, что, несмотря на наблюдаемую тенденцию к ухудшению ряда кредитных показателей, устойчивость кредитного профиля ММК не вызывает серьезных сомнений, к тому же это ухудшение должно замедлиться, а возможен и разворот тренда. Согласно нашей модели, в которую, помимо вышеупомянутых корректировок по выручке и рентабельности, мы внесли изменения, связанные с объемом капзатрат, и отразили эффект от приобретения Flinders Mines, коэффициент Чистый долг/EBITDA у ММК к концу 2012 г. может составить около 2,4.

Структура погашения долга неоптимальна

График ежегодного погашения долга, с конца 3 кв. по конец 3 кв., млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели ММК

МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	9М11	2011П	2012П
Выручка	8 197	10 550	5 081	7 719	7 063	10 000	10 600
Валовая прибыль	2 487	2 715	1 141	1 767	1 294		
EBITDA	2 414	2 228	1 165	1 595	1 123	1 550	1 645
Чистая прибыль	1 306	1 081	219	232	(58)		
Долг	1 456	1 681	2 074	3 548	4 391		
Чистый долг	1 200	581	1 706	3 033	3 973	3 866	3 986
Капитал	11 786	9 852	10 325	10 686	9 287		
Активы	15 887	14 197	14 833	16 738	16 327		
Валовая рентаб., %	30,3	25,7	22,5	22,9	18,3		
Рентаб. по EBITDA, %	29,4	20,9	22,4	20,7	15,9	15,5	15,5
Долг/EBITDA	0,6	0,8	1,8	2,2	2,9		
Чистый долг/EBITDA	0,5	0,3	1,5	1,9	2,6	2,5	2,4
Акц. капитал/Активы	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6		
Акц. капитал/Долг	8,1	5,7	4,9	3,0	2,1		
Коеф. тек. ликвидности	2,2	1,4	1,4	1,4	1,2		
Доля краткоср. долга, %	84,1	75,9	39,0	30,6	34,4		
ОДП	1 046	1 925	865	1 173	425	421	1 328
Ден. поток от инв. деятельности	(2 121)	(979)	(1 689)	(2 005)	(1 009)		
Ден. поток от фин. деятельности	812	62	(40)	1 163	380		
Капзатраты	(1 216)	(2 370)	(1 613)	(2 209)	(973)	(1 100)	(800)
СДП	(170)	(187)	(748)	(1 036)	(548)	(679)	(22)
ОДП/Капзатраты	0,9	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	1,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

НЕСПОСОБНОСТЬ К СОКРАЩЕНИЮ ДОЛГА

Кредитное заключение. Кредитный профиль Мечела подвержен существенным рискам. Долговое бремя компании – одно из самых тяжелых в российской металлургии, причем долг продолжает расти. Еще в 2010 г. Мечел был близок к Евразу по ряду кредитных метрик (по объему чистого долга в том числе), однако за последний год существенно отстал. В ближайший год Мечелу предстоит погасить огромный объем обязательств, и у нас нет уверенности, что компании не столкнется с существенными трудностями при обслуживании долга. Так, в течение 2011 г. эмитент уже нарушал ковенанты по кредитам, и вероятность повторения этого события сохраняется. Активы Мечела в недостаточной степени профинансированы акционерным капиталом, а значит, и без того высокий коэффициент Чистый долг/EBITDA может взлететь за счет умеренного снижения EBITDA. В 2011 г. компания не успела до обвала на рынках провести IPO добывающего сегмента, которое позволило бы ощутимо снизить уровень долга. В обозримом будущем шансы на это невелики. Помимо этого, Мечел осуществляет масштабную инвестиционную программу при отрицательном операционном денежном потоке. В настоящий момент средняя величина спреда бумаг компании к ОФЗ составляет около 270-300 б.п., что представляется нам минимально комфортной компенсацией за кредитное качество эмитента – и то с поправкой на присутствие бумаг в ломбардном списке ЦБ РФ. Однако в перспективе мы ожидаем дальнейшего расширения спреда.

Наиболее рискованная ставка в секторе металлургов. Мечел – вертикально интегрированная горнодобывающая и металлургическая компания с производственными мощностями, расположенными на территории России, Казахстана, Европы и США. Бизнес Мечела включает четыре сегмента – горнодобывающий (58% выручки и 75% EBITDA по данным за 9 мес. 2011 г.), металлургический (32% выручки и 20% EBITDA), ферросплавный и энергетический. Контролирующим акционером (66,8%) Мечела является Игорь Зюзин, около 30% акций находится в свободном обращении. Капитализация компании на 16.03.2012 составила 4,5 млрд долл. На долговом рынке Мечел представлен 14 выпусками рублевых облигаций общим объемом 70 млрд руб. Компании присвоен кредитный рейтинг Moody's на уровне «B1» с негативным прогнозом. Прогноз был изменен в конце декабря 2011 г. с учетом риска нарушения финансовых ковенант. Мы считаем достаточно вероятным понижение рейтинга на одну ступень после публикации годовой отчетности.

Обращающиеся выпуски

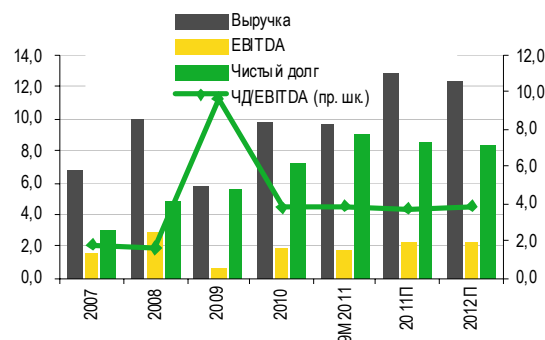
SGMLRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Мечел-04	5 000 R	19,00	30 июл 12	8,47
Мечел-05	5 000 R	12,50	19 окт 12	8,64
Мечел БО-1	5 000 R	8,10	9 ноя 12	8,63
Мечел БО-2	5 000 R	9,75	12 мар 13	9,64
Мечел БО-3	5 000 R	9,75	24 апр 13	0,97
Мечел-02	5 000 R	7,40	12 июн 13	9,29
Мечел БО-4	5 000 R	10,25	11 фев 14	10,32
Мечел-15	5 000 R	8,25	20 фев 14	10,42
Мечел-16	5 000 R	8,25	20 фев 14	10,46
Мечел-13	5 000 R	10,00	3 сен 15	10,58
Мечел-14	5 000 R	10,00	3 сен 15	10,60
Мечел-17	5 000 R	8,40	6 июн 16	10,42
Мечел-18	5 000 R	8,40	6 июн 16	10,54
Мечел-19	5 000 R	8,40	9 июн 16	10,26

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Компании не удается сократить долговую нагрузку, велика вероятность нарушения ковенант

Динамика основных финансовых показателей Мечела, млрд долл.

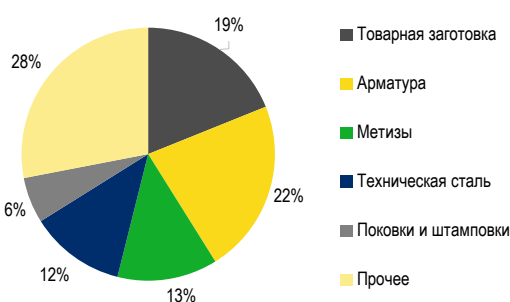


Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Объем добычи угля за 2011 г. почти не изменился. Основная продукция, которую добывающий сегмент поставляет на рынок, – коксующийся уголь (57% в объеме внешних продаж). Ключевые рынки сбыта – Россия (26%) и СНГ (13%), а также Китай (17%) и Азиатский регион (17%). При этом в 3 кв. 2011 г. существенно выросла доля Китая – до 28%, так же как и удельный вес азиатского региона – до 41%. По итогам 2011 г. объем добычи угля составил 27,6 млн т, что на 1% ниже показателя предыдущего года и отчасти связано с остановкой в начале 2011 г. обогатительной фабрики «Нерюнгринская» из-за обрушения трех сгустителей. Несмотря на это, объем реализации концентрата коксующегося угля вырос на 9% до 12,5 млн т, углей PCI – на 332% до 2 млн т. Существенный рост последнего показателя связан, кроме прочего, со снижением продаж энергетических углей (-22% до 6,4 млн т). Ввод в эксплуатацию первоочередного участка Эльгинского месторождения вкупе с завершением строительства железнодорожного подъездного пути позволит увеличить объем добычи угля в 2012 г. К 2013 г. компания планирует довести производство угля до 39,8 млн т и производить ежегодно не менее 5 млн т концентрата железной руды.

Существенная доля выручки приходится на заготовки

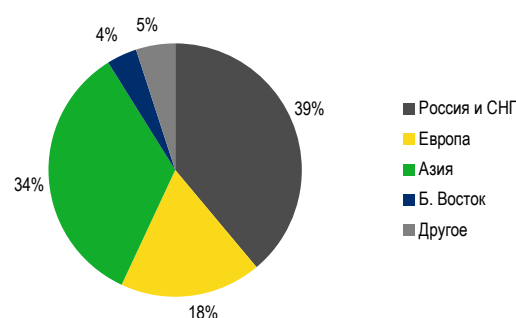
Структура выручки метсегмента, 9М 2011 г.



Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

Продажи широко диверсифицированы

Географическая структура выручки добывающего сегмента, 9М 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

В 2011 г. вырос объем продаж высокорентабельной продукции, на фоне стагнации в производстве стали. Металлургический сегмент производит широкий ассортимент продукции, из которой в наиболее значительном объеме поставляется на рынок товарная заготовка (19% выручки), арматурная сталь (22%) и метизы (13%). Основная выручка металлургического сегмента приходится на Россию (52%) и Европу (24%), тогда как из азиатского региона поступает лишь менее 1% выручки. Географическая структура продаж во многом обусловлена высоким внутренним спросом и географическим расположением производственных мощностей компании. Подчеркнем, что достаточно высокая и продолжающая расти (+7 п.п. за год) доля продаж приходится на Европу, что представляет собой потенциальный фактор риска с учетом сохраняющихся финансовых проблем и экономического спада в еврозоне. По итогам 2011 г. Мечел произвел около 6,1 млн т стали (+1%), 3,7 млн т чугуна (-10%). Сокращение производства чугуна объясняется плановым ремонтом доменных печей на Челябинском металлургическом комбинате (ЧМК). Объем реализации листового проката составил 683 тыс. т (+44%), сортового проката – 3,8 млн т (+12%), товарной заготовки – 2,1 млн т (-10%). Рост продаж проката объясняется как расширением клиентской базы, так и увеличением поставок имеющимся клиентам. Компания заинтересована в дальнейшем увеличении доли сталелитейной продукции с высокой добавленной стоимостью и с этой целью осуществляет масштабную инвестиционную программу.

Добыча угля на Эльгинском месторождении в 2012 г. составит 2 млн т. В 3 кв. 2011 г. Мечел ввел в эксплуатацию первую очередь Эльгинского месторождения и к концу года добыл на месторождении порядка 200 тыс. т угля. В декабре 2011 г., в соответствии с ранее заявленными сроками, компания завершила прокладку железнодорожного пути к Эльгинскому комплексу – в процессе строительства был уложен 321 км железнодорожного пути. Согласно плану компании в 2012 г. добыча на Эльге составит 2 млн т угля, а к 2015 г. достигнет 9 млн т – примерно 17% совокупной добычи к этому периоду. Несмотря на сокращение инвестиционных расходов (см. ниже) разработка Эльгинского месторождения остается главным проектом компании, темпы реализации которого не будут снижаться. Объем инвестиций на разработку месторождения в 2011–2015 г. оценивается в 3,3 млрд долл., из которых в 1,1–1,2 млрд долл. уже было направлено на сооружение подъездного участка железной дороги. Начало добычи на месторождении позволит Мечелу расширить продуктовую линейку коксующихся углей и укрепить свои рыночные позиции – в частности увеличить экспорт продукции, особенно на рынки стран Азиатско-Тихоокеанского региона, что обусловлено географическими факторами. Однако на начальном этапе добычи не стоит ждать, что ввод в эксплуатацию месторождения мгновенно повлияет на финансовые показатели компании.

Возможно, Мечел вновь готовится к IPO добывающего сегмента, однако стоимость компании существенно изменилась. В конце января 2012 г. стало известно, что акционеры ОАО «Мечел-Майнинг» на своем внеочередном соб-

рании утвердили устав АО, положение о совете директоров в новой редакции, договор об андеррайтинге и ряд документов, предусмотренных данным договором. Ранее, осенью, сообщалось, что акционеры Мечел-Майнинг одобрили договор с Morgan Stanley в рамках подготовки к IPO горнодобывающего сегмента Мечела. Последние новости, по-видимому, указывают на то, что компания вернулась к рассмотрению возможности проведения IPO после некоторой стабилизации на финансовых рынках. Летом предполагалось, что Мечел продаст 25% акций, а сумма привлеченных средств составит 1,5–2 млрд долл. Однако во второй половине года, после того как АДР Мечела упали примерно на 64%, для вышеуказанной оценки добывающей дочки уже не было оснований, равно как для продажи ее акций на таком рынке. С другой стороны, потребности Мечела в привлечении финансирования путем размещения акций весьма велики, учитывая значительный долг в абсолютном выражении и достаточно высокое значение долговой нагрузки в условиях слабого денежного потока и проведения масштабной инвестиционной программы.

ФИНАНСЫ

Рентабельность компании в 3 кв. 2011 г. нехарактерно увеличилась. Выручка компании по итогам 9 месяцев 2011 г. составила 9,62 млрд долл., увеличившись на 38% относительно того же периода 2010 г. EBITDA за тот же период выросла на 34% до 1,74 млрд долл., а рентабельность снизилась на 0,5 п.п. до 18,1%. Отметим, что непосредственно в 3 кв. 2011 г. рентабельность превысила показатель 2 кв. 2011 г. на 3,3 п.п. и составила 19,6%. Повышение рентабельности во многом объясняется хорошими результатами металлургического сегмента (увеличение EBITDA по итогам 3 кв. 2011 г. на 135% квартал к кварталу до 154 млн долл. и соответствующий рост рентабельности – до 8,6% с 3,2% во 2 кв. 2011 г.) за счет ввода в эксплуатацию доменной печи №5 после ремонта и замены конвертера №2 на ЧМК. Прибыль компании за 9 месяцев 2011 г. составила 580 млн долл., увеличившись на 22% относительно показателя за 9 мес. 2010 г. При этом в 3 кв. 2011 г. чистая прибыль Мечела составила 32 млн долл. против 209 млн долл. во 2 кв. 2011 г. Резкое снижение прибыли в связано прежде всего с эффектом курсовых разниц (296 млн долл.). Мы понизили свой не в меру оптимистический прогноз по выручке на 2011 и 2012 гг. до 12,9 млрд долл. и 12,3 млрд долл. соответственно, оставив в силе прогноз рентабельности, предполагающий EBITDA в размере 2,2 млрд долл. в 2011 г. и 2,1 млрд долл. в 2012 г.

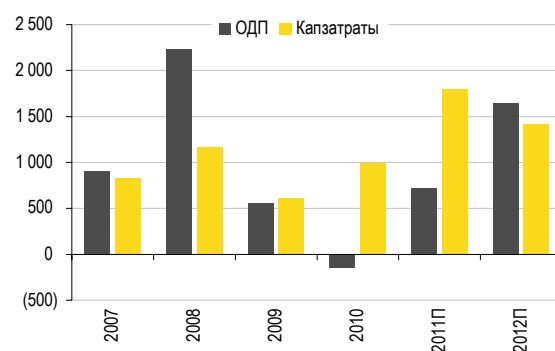
Масштабная инвестпрограмма в условиях отрицательного операционного денежного потока.

По итогам 9 месяцев 2011 г. Мечел вновь показал отрицательную величину чистого операционного денежного потока (-48 млн долл.) на фоне масштабной инвестпрограммы (1,37 млрд долл.). В итоге значение свободного денежного потока составило -1,42 млрд долл. против -873 млн долл. годом ранее. При этом компания выплатила дивиденды в размере 210 млн долл., профинансировав их, по сути, за счет долга. Учитывая неоднозначную рыночную конъюнктуру, а также низкие финансовые показатели по итогам 3 кв. 2011 г., менеджмент заявил о намерении почти вдвое урезать объем инвестиционных расходов как минимум на 2012 г. – с 2,3 млрд долл. до 1–1,2 млрд долл. Приоритетными останутся лишь два проекта – разработка Эльгинского месторождения и завершение строительства универсального рельсобалочного стана на ЧМК (завершение строительства ожидается в 2012 г., а сумма инвестиций прогнозируется на уровне 300 млн долл.).

По итогам года вновь велик шанс пробития ковенант. Показатели общего и чистого долга компании существенно увеличились за 9 мес. 2011 г. – на 27% до 9,5 млрд долл. и на 25% до 9 млрд долл. соответственно. В результате увеличения объема долга коэффициент Чистый долг/EBITDA вырос с 3,8 на конец 2010 г. до 3,9 на конец 3 кв. 2011 г. (при расчете показателя EBITDA по правилам, принятым в компании, значение коэффициента увеличилось с 3,4 до 3,5). Отдельно отметим, что, потерпев неудачу в снижении долговой нагрузки, Мечел в конце 1 п/г 2011 г. нарушил ковенанту по кредиту, согласно которой максимально допустимое значение коэффициента Чистый долг/EBITDA на конец 1 п/г составляло 3,0. По заверению менеджмента, компании удалось заручиться согласием кредиторов на повышение этого значения до 3,5 до конца 2011 г. Однако, даже несмотря на увеличение порогового значения, Мечел по-прежнему находится на грани его превышения – по нашему прогнозу, показатель, рассчитываемый по правилам учета компании, окажется равным 3,6. Более того, на конец 1 п/г 2012 г. пороговое значение вновь установлено на уровне 3,0, и вероятность его превышения также весьма велика. Между тем излишне драматизировать ситуацию не стоит – ковенанта уста-

Инвестпрограмма не по карману компании

Динамика ОДП и капзатрат Мечела, млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

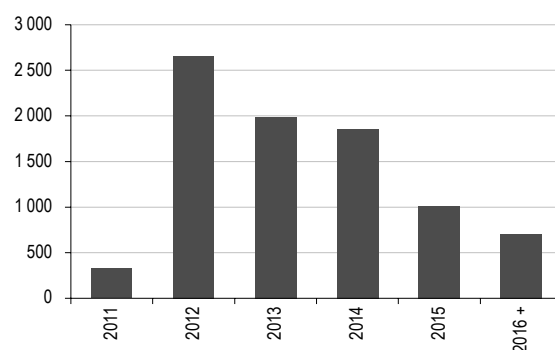
новлена по непубличным банковским кредитам, что облегчает менеджменту обсуждение ее изменения при необходимости. Как заявляли ранее представители компании, сам факт нарушения ковенанты не приведет к дефолту или иным катастрофическим последствиям, а скорее может повлечь за собой увеличение стоимости долга и наложение ограничений на объем инвестпрограммы. Кроме того, это может побудить рейтинговые агентства к негативным решениям в отношении рейтингов эмитента (по сути, ожидания нарушения ковенанты уже привели к снижению прогноза по рейтингу). Мы хотели бы еще раз указать на значительный объем долга Мечела. Вкупе с низкой долей капитала в активах (0,28 на конец 3 кв. 2011 г.) это означает, что при дальнейшем развитии негативных тенденций на рынках сбыта и проседании EBITDA показатель относительной долговой нагрузки Чистый долг/EBITDA может резко возрасти с текущего, и без того высокого значения, равного 3,9.

В 2012 г. компании предстоит погасить внушительную сумму долга.

Доля краткосрочного долга на конец сентября 2011 г. составила 25%, существенно не изменившись с начала года. Все же в 2012 г. компании предстоит погасить внушительную сумму – 2,7 млрд долл. Однако, согласно комментариям менеджмента, 1,1 млрд долл. представлены револьверными линиями финансирования оборотного капитала, которые будут пролонгированы. Еще 368 млн долл. приходится на oferty по облигациям. Мечел постарается минимизировать объем предъявления бумаг к offerтам путем повышения ставки купонов. В целом же, согласно представленным компанией данным, помимо 520 млн долл. наличных средств, она располагает невыбранными кредитными линиями объемом около 1,6 млрд долл., что в настоящий момент снижает беспокойство относительно способности Мечела обслуживать свой долг. Однако важно понимать, что в случае ухудшения конъюнктуры финансовых рынков Мечел одним из первых среди крупных российских металлургических компаний столкнется с трудностями при обслуживании долга.

Пик погашений приходится на 2012 г.

График погашения долга Мечела,
30.09.2011 г., млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Мечела

US GAAP, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	9М11	2011П	2012П
Выручка	6 684	9 951	5 754	9 746	9 617	12 900	12 320
Валовая прибыль	2 517	4 691	1 793	3 597	3 391		
EBITDA	1 648	2 921	588	1 873	1 742	2 243	2 142
Чистая прибыль	1 029	1 229	76	692	580	873	800
Долг	3 542	5 438	6 092	7 498	9 494		
Чистый долг	2 959	4 755	5 677	7 158	8 976	8 445	8 301
Капитал	3 505	4 031	4 331	4 951	5 136		
Активы	9 228	12 010	13 183	15 776	18 056		
Валовая рентаб., %	37,7	47,1	31,2	36,9	35,3		
Рентаб. по EBITDA, %	24,7	29,4	10,2	19,2	18,1	17,4	17,4
Долг/EBITDA	2,1	1,9	10,4	4,0	4,1		
Чистый долг/EBITDA	1,8	1,6	9,7	3,8	3,9	3,8	3,9
Акц. капитал/Активы	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Акц. капитал/Долг	1,0	0,7	0,7	0,7	0,5		
Козэфф. текущей ликвидности	1,1	0,4	0,8	1,1	1,4		
Доля краткоср. долга, %	32,0	94,7	31,6	27,7	24,9		
ОДП	905	2 230	562	(147)	(48)	722	1 646
Ден. поток от инв. деятельности	(3 410)	(3 250)	(710)	(1 119)	(1 420)		
Ден. поток от фин. деятельности	2 550	1 248	375	1 210	1 716		
Капзатраты	(830)	(1 167)	(610)	(990)	(1 370)	(1 800)	(1 423)
СДП	75	1 063	(49)	(1 137)	(1 418)	(1 078)	223
ОДП/Капзатраты	1,1	1,9	0,9	0,1	0,0	0,4	1,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ЖЕЛАНИЕ СОКРАЩАТЬ ДОЛГ ПОКА НЕ ПОДКРЕПЛЕНО ВОЗМОЖНОСТЬЮ

Кредитное заключение. Кредитный профиль ТМК подвержен умеренным рискам. К положительным сторонам компании можно отнести операционные факторы – лидирующее положение на российском рынке трубной продукции, в частности на рынках труб нефтегазового сортамента (ТНС) и бесшовных труб промышленного назначения, а также географическую диверсификацию активов, позволяющую расширить регионы продаж продукции. Негативным фактором выступают финансовые показатели – высокий уровень долговой нагрузки, низкая доля акционерного капитала в активах. Вместе с тем следует отметить ответственный подход компании к реализации инвестпрограммы, осуществляемой исключительно счет собственных средств, а также комфортный график погашения долга. Обращает на себя внимание и высокая доля незаложенных активов, что благоприятно для держателей облигаций. Спред облигаций рублевых облигаций ТМК к ОФЗ составляет около 230 б.п., что выглядит вполне справедливо. Еврооблигации компании являются одной из наиболее доходных ставок в российском металлургическом секторе.

Крупнейший в России производитель трубной продукции. ТМК – крупнейший в России производитель трубной продукции с производственными мощностями, на территории России, США, Румынии и Казахстана. Основным акционером компании является Дмитрий Пумпянский (69,7% акций), 7,6% заложено в виде обеспечения по конвертируемым облигациям, доля акций в свободном обращении составляет 22,7%. Рыночная капитализация ТМК на 16.03.2012 равнялась 3,2 млрд долл. На рынке публичного долга компания представлена единственным низколиквидным выпуском рублевых облигаций на сумму 5 млрд руб., а также двумя выпусками еврооблигаций – TRUBRU'18 и конвертируемыми TRUBRU'15 общим объемом 913 млн долл. ТМК имеет кредитный рейтинг «В1» по версии Fitch и «В+» по версии S&P с прогнозом «Стабильный». Последний из двух рейтингов был повышен в сентябре 2011 г. Дальнейшее повышение рейтингов, на наш взгляд, возможно в случае более существенного снижения долговой нагрузки.

Операционный профиль. Производственный сегмент компании включает в себя три дивизиона – российские предприятия ТМК (около 71% выручки по итогам 2011 г.), европейский дивизион и ТМК IPSCO (США). У ТМК прочные позиции на российском рынке бесшовных труб промышленного назначения а также ТНС с долей около 50%. Производственные мощности компании позволяют ежегодно выпускать 6,5 млн т труб, включая 2,9 млн т бесшовных труб, в том числе около 1,5 млн т бесшовных труб нефтегазового сортамента. Кроме того, ТМК производит широкий спектр труб, которые используются в химической и нефтехимической промышленности, строительстве и жилищно-коммунальном хозяйстве, судо- и авиастроении, а также в космической технике.

Обращающиеся выпуски

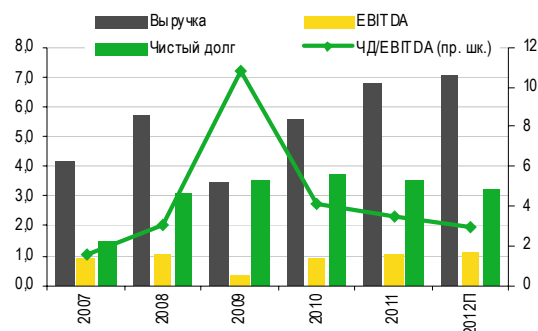
TRUBRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./По г.	Доходн., %
ТМК '15	413 \$	5,25	11 фев 13	5,09
ТМК '18	500 \$	7,75	27 янв 18	7,81
ТМК БО-1	5000 R	8,85	22 окт 13	9,00

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Возможности компании по снижению долговой нагрузки ограничены

Динамика основных финансовых показателей ТМК, млрд долл.



Источники: данные компании, роценка УРАЛСИБа

Объем продаж стальных труб в 2011 г. вырос на 6,6%. По итогам 2011 г. компания отгрузила потребителям 4,2 млн т стальных труб, что выше показателя предыдущего года на 6,6%. При этом более высокими темпами росли более высокорентабельные продажи бесшовных труб – на 9,7% до 2,37 млн т. Высокорентабельные продажи нарезных труб нефтегазового сортамента увеличились на 8% и составили 37% от совокупного объема продаж труб. У ТМК IPSCO, североамериканского подразделения ТМК, объем продаж труб вырос на 21%, а доля ТНС в продажах несколько сократилась – до 63% в свете высокого спроса со стороны американских нефтегазовых компаний. В то же время продажи труб большого диаметра (ТБД) в 2011 г. снизились на 8% до 614 тыс. т с рекордных значений 2010 г., что объясняется главным образом падением спроса со стороны Газпрома, вводом в эксплуатацию в России новых мощностей по производству такой продукции и ростом ее импорта в 2011 г.

Оптимистический прогноз на 1 кв. и весь 2012 г. Одновременно с публикацией отчетности за 2011 г. компания обновила свой прогноз на 2012 г. По мнению менеджмента, в 2012 г. растущие расходы российских нефтяных компаний на разведку и добычу углеводородов на фоне высоких цен на нефть будут поддерживать спрос на трубы нефтегазового сортамента и линейные трубы. Спрос на ТБД, как ожидается, будет ниже, чем в 2011 г. По итогам 2012 г. компания ожидает небольшого роста объема продаж (по нашей оценке, около 5%), а также расширения сортамента выпускаемой продукции. Согласно прогнозу ТМК, снизившиеся цены на сырье и увеличение числа позиций в товарной номенклатуре компании позволят восстановить показатель EBITDA в 1 кв. 2012 г., и, как следствие, поднять рентабельность до уровня 1 кв. 2011 г. (17,6%).

Продажи труб большого диаметра и формула ценообразования при поставках Газпрому. ТМК ожидает существенного падения продаж ТБД в России, что, впрочем, будет отчасти компенсировано увеличением продаж в других странах СНГ. Компания рассчитывает на восстановление спроса со стороны Газпрома и Транснефти во 2 п/г 2012 г., когда начнется осуществление таких проектов, как «Бованенково-Ухта», «Южный поток», ВСТО-2 и пр. Однако суммарное потребление ТБД в России по итогам 2012 г., предположительно, сократится на 25–30% до 2,5–2,6 млн т. Цена продукции при поставках ТБД Газпрому исходя из недавно согласованной сторонами формулы определяется с учетом: 1) цен на сырье (железную руду и коксующийся уголь), 2) европейских цен на ТБД, 3) инфляции в России. Раз в полгода цены корректируются.

Вероятные последствия вступления России в ВТО. В настоящий момент импортные пошлины на трубы составляют примерно 15–20%, однако в мае 2012 г. они, вероятно, будут снижены до 10%, а в следующие три-четыре года постепенно уменьшатся до 5%. Впоследствии не исключено даже их обнуление. Кроме того, сейчас в отношении Китая и Украины действуют антидемпинговые пошлины, которые, по всей видимости, останутся в силе после присоединения России к ВТО. По словам представителей ТМК, компания не испытывает острой конкуренции со стороны китайских производителей на российском рынке, поскольку китайцы, как правило, реализуют свою продукцию через дистрибьюторов, которые в России почти не представлены.

ФИНАНСЫ

В 4 кв. 2011 г. рентабельность частично восстановилась. Выручка компании за 2011 г. составила 6,8 млрд долл., увеличившись на 21% год к году, при этом за 4 кв. показатель (1,6 млрд долл.) практически не изменился относительно уровня 3 кв. вследствие ухудшения конъюнктуры на рынке труб большого диаметра (ТБД). Показатель EBITDA по итогам года составил 1 млрд долл., что соответствует рентабельности на уровне 15,1% (-1,2 п.п. год к году). При этом отметим, что после провала в 3 кв. 2011 г. (до 12,5%) в 4 кв. рентабельность частично восстановилась, достигнув 13,1%. Чистая прибыль компании по итогам года составила 385 млн долл., увеличившись за год почти в четыре раза, однако позитивным фактором для чистого результата стала отмена убытка от обесценения европейских активов, отраженного в отчетности в 2008–2009 гг. В свете ухудшения конъюнктуры мы понизили прогноз по выручке ТМК на 2012 г., который теперь предполагает ее рост на 5% до 7,1 млрд долл. при EBITDA на уровне 1,1 млрд долл.

Операционного потока достаточно для финансирования

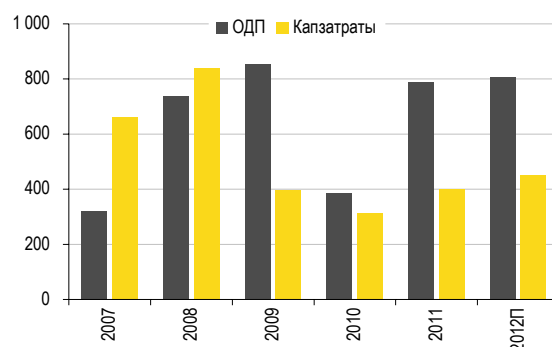
капзатрат. В посткризисные годы компания стабильно генерирует положительный свободный денежный поток. По итогам 2011 г. чистый операционный денежный поток составил 787 млн долл., что в два раза превышает показатель предыдущего года. Капзатраты превысили ранее прогнозировавшиеся 300 млн долл. и по итогам года составили 402 млн долл. Совокупный чистый денежный поток ТМК в 2011 г. составил 385 млн долл. Кроме того, в 2011 г. компания выплатила 49 млн долл. в виде дивидендов. ТМК не раскрывает свои планы в отношении инвестиционной программы, однако, по приблизительным оценкам менеджмента, в 2012 г. капзатраты могут увеличиться на 10–20% относительно показателя 2011 г. и будут полностью профинансированы из операционного денежного потока.

Долговая нагрузка остается высокой. Общий и чистый долг компании за год сократились на 2% до 3,8 млрд долл. и 4% до 3,6 млрд долл. соответственно, что позволило снизить отношение Чистый долг/EBITDA с 4,1 до 3,5 (по показателю EBITDA, рассчитываемому компанией, – до 3,4). Вместе с тем за последний квартал указанный коэффициент вырос (на конец сентября он составлял 3,2). Отношение общего долга компании к EBITDA по итогам года составило 3,7 (3,6 по расчетам компании), что, как мы понимаем, превышает уровень, установленный ковенантой по выпуску евробондов. Впрочем, как сообщил менеджмент, компания имеет возможность привлекать новое финансирование, хотя сейчас не видит в этом необходимости, считая своей главной целью снижение долга и долговой нагрузки. Напомним, что ранее менеджмент указал в качестве одного из основных приоритетов снижение долговой нагрузки до 2,0 в терминах Чистый долг/EBITDA, что на данном этапе, на наш взгляд, труднореализуемо. Наш пересмотренный прогноз показателя на конец 2012 г. равен 2,9.

У ТМК комфортная временная структура долга. Долг компании на 72% представлен банковскими кредитами, остальная часть – рублевыми облигациями и евробондами. Средневзвешенная номинальная ставка по обслуживанию долга к концу 2011 г. снизилась до 6,92%. В обозримой перспективе изменение ставок не будет оказывать существенного влияния на компанию, так как 84% общей суммы долга приходится на обязательства с фиксированной ставкой. На конец года доля краткосрочной задолженности составила 16%, что, хотя и превышает уровень показателя на 3 кв. 2011 г. (12%), все равно выглядит комфортно. Всего в 2012 г. ТМК предстоит погасить около 553 млн долл., а пик выплат приходится на 2014–2015 гг. (около 700 млн долл. в год). При текущей рыночной конъюнктуре компания, скорее всего, не столкнется с существенными трудностями при обслуживании долга, однако мы не видим и существенных возможностей для сокращения задолженности. В ходе телефонной конференции, посвященной результатам 2011 г., менеджмент ТМК сообщил, что в 2012 г. компания не планирует SPO, так как считает, что ее акции не достигли справедливой цены.

Мы ожидаем, что ОДП существенно превысит капзатраты

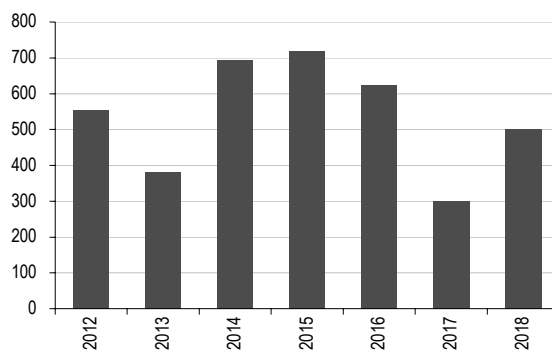
Динамика ОДП и капзатрат ТМК, млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Пик погашения долга теперь в 2016 г.

График погашения долга ТМК, 31.12.2011 г. (на основании прогноза менеджмента), млн долл.



Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели ТМК

МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	2 011	2012П
Выручка	4 179	5 690	3 461	5 579	6 754	7 085
Валовая прибыль	1 288	1 438	556	1 293	1 446	
EBITDA	913	1 005	325	911	1 022	1 122
Чистая прибыль	506	198	(324)	104	385	523
Долг	1 539	3 211	3 752	3 872	3 787	
Чистый долг	1 450	3 067	3 508	3 714	3 556	3 253
Капитал	2 107	1 910	1 519	1 637	1 825	
Активы	4 676	7 071	6 681	6 862	7 132	
Валовая рентаб., %	30,8	25,3	16,1	23,2	21	
Рентаб. по EBITDA, %	21,8	17,7	9,4	16,3	15,1	15,8
Долг / EBITDA	1,7	3,2	11,5	4,3	3,7	
Чистый долг / EBITDA	1,6	3,1	10,8	4,1	3,5	2,9
Акц. капитал / Активы	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	
Акц. капитал / Долг	1,4	0,6	0,4	0,4	0,5	
Коеф. тек. ликвидности	1,0	0,6	0,8	1,4	1,5	
Доля краткоср. долга, %	67,1	69,0	41,0	18,1	15,8	
ОДП	321	740	852	386	787	806
Ден. поток от инв. деятельности	(569)	(2 024)	(891)	(271)	(377)	
Ден. поток от фин. деятельности	178	1 337	135	(186)	(335)	
Капзатраты	(662)	(840)	(395)	(314)	(402)	(450)
СДП	(340)	(100)	457	72	385	356
ОДП/Капзатраты	0,5	0,9	2,2	1,2	2,0	1,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ВЫСОКИЙ РИСК С ВЫСОКОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Кредитное заключение. Кредитный профиль РУСАЛа не лишен изъянов, и инвестиции в долговые бумаги эмитента, на наш взгляд, могут устроить инвесторов, более склонных к риску. Среди положительных аспектов операционного профиля РУСАЛа можно отметить лидирующие позиции компании на мировом рынке алюминия, высокий уровень вертикальной интеграции и доступ к дешевым энергоресурсам. С другой стороны, падение рентабельности производства и большая доля продаж, приходящихся на европейский рынок, а также возможная остановка ряда мощностей выступают факторами риска операционного профиля. Компанию отличает высокий уровень долга и долговой нагрузки, которая чувствительна к изменению показателя EBITDA. Рефинансировав задолженность, РУСАЛ избавился от ряда жестких ковенантов, а также получил большую свободу в выплате дивидендов и увеличении объема инвестпрограммы. До настоящего времени РУСАЛ генерировал стабильный денежный поток от операционной деятельности, превышавший скромные капитальные затраты, вследствие чего компании удавалось постепенно сокращать долг. В целом, мы не ожидаем быстрого сокращения долга компании в обозримой перспективе даже при стабилизации ситуации на рынках сбыта. В критической ситуации РУСАЛ может постараться продать свой пакет акций Норильского никеля, что позволит существенно сократить долг. В настоящий момент облигации компании торгуются со спредом в размере приблизительно 450–470 б.п. к ОФЗ, что, на наш взгляд, является адекватной компенсацией за выше перечисленные риски.

Крупнейший в мире производитель алюминия. РУСАЛ – крупнейший в мире вертикально интегрированный производитель алюминия с производственными мощностями, расположенными в 19 странах. РУСАЛ включает в себя 16 заводов по производству алюминия, 12 – по производству глинозема, восемь – по добыче бокситов, а также ряд предприятий по выпуску фольги, порошков, кремния, катодов и добыче криолита. В январе 2010 г. компания провела IPO на Гонконгской бирже и на Euronext в Париже, по итогам которого привлекла свыше 2,24 млрд долл. Основными акционерами РУСАЛа являются En+ (47,41%), Группа ОНЭКСИМ (17,02%), СУАЛ (15,80%), Glencore (8,75%). Еще 10,75% акций находятся в свободном обращении. Капитализация компании на 16.03.2012 составила 11,4 млрд долл. В прошлом году РУСАЛ после продолжительного перерыва вернулся на российский долговой рынок – к настоящему моменту в обращении находятся два выпуска рублевых облигаций компании общим объемом 30 млрд руб. Пока компании не присвоены кредитные рейтинги, что не позволяет включить ее облигации в ломбардный список ЦБ РФ.

Обращающиеся выпуски

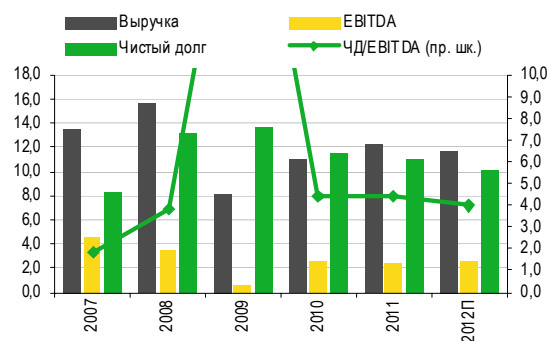
RUALRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц/Пог.	Доходн., %
РУСАЛ Братск-7	15 000 R	8,30	3 мар 14	11,39
РУСАЛ Братск-8	15 000 R	8,50	15 апр 15	11,85

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка остается высокой

Динамика основных финансовых показателей РУСАЛа, млрд долл.

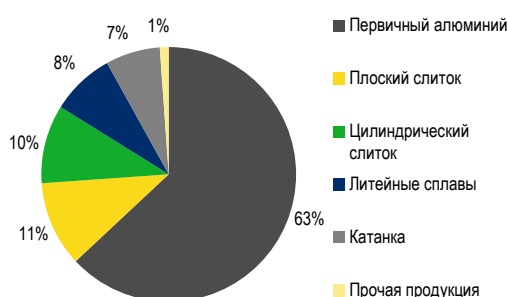


Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

До 80% мощностей компании по производству алюминия обеспечены дешевой электроэнергией. Бизнес компании разделяется на четыре дивизиона: алюминиевый (более 80% выручки), глиноземный, упаковочный и инженеринговый-строительный. Доля РУСАЛа в мировом производстве алюминия и глинозема составляет 10%. Основная продукция компании – первичный алюминий (63% в структуре продаж за 2011 г.) и сплавы на его основе, глинозем, а также фольга и упаковка. Производственные мощности РУСАЛа позволяют производить 4,7 млн т алюминия, 11,5 млн т глинозема и 80 тыс. т фольги в год. РУСАЛ полностью покрывает собственные потребности в глиноземе и примерно на 70% – в бокситах. Около 33% продаж алюминия приходится на Россию и СНГ, 40% – на Европу, 18% – на Азию. Около 80% мощностей РУСАЛа по производству первичного алюминия расположены в Сибири, где компания имеет доступ к дешевой электроэнергии (около 30% в структуре затрат). Крупнейшие энергопоставщики предприятий РУСАЛа в Сибири, Иркутскэнерго и Красноярскэнерго, подконтрольны основному акционеру РУСАЛа.

Основная выручка – от реализации первичного алюминия

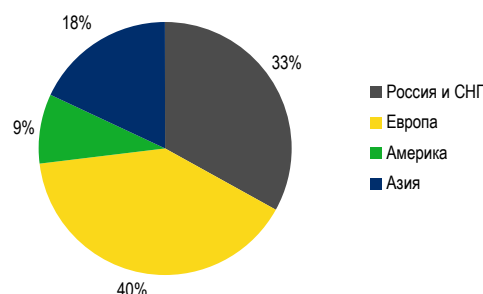
Структура выручки по типу продукции, 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Россия и Европа – основные рынки сбыта

Географическая структура выручки, 2011 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

За год объем производства алюминия не претерпел существенных изменений. По итогам 2011 г. объем производства алюминия у РУСАЛа почти не изменился (+1%) и составил 4,1 млн т, что связано со снижением спроса во 2 п/г 2011 г. Производство глинозема увеличилось на 4% до 8,2 млн т., добыча бокситов – на 14% до 13,5 млн т. Рост производства глинозема связан с увеличением объема выпуска на мощностях на Ямайке и восстановлением производства на мощностях в Ирландии, Украине и России. Добыча бокситов увеличилась за счет увеличения ее объемов на Ямайке и в Гайане. По прогнозу компании, в 2012 г. мировой спрос на алюминий вырастет на 7% до 48,2 млн т. При этом РУСАЛ ожидает, что в 2012 г. в мире будут остановлены мощности по производству 3–4 млн т металла, ввиду того что цена на алюминий оказалась ниже границы безубыточности большинства производителей.

РУСАЛ может остановить часть мощностей и сократить объем производства на 6%. В конце января основной владелец РУСАЛА, Олег Дерипаска сообщил в ходе интервью телеканалу Bloomberg, что компания рассматривает возможность закрытия части мощностей по выпуску алюминия в перспективе 18 месяцев ввиду их низкой рентабельности, что приведет к сокращению производства алюминия компанией на 6%. С большой долей вероятности можно предположить, что это будут мощности по выпуску алюминия, расположенные в Европе или Центральной России и на Урале, где цены на электроэнергию формируются рынком и, как следствие, существенно выше, чем на основных мощностях в Сибири. По нашей оценке, стоимость производства алюминия на данных мощностях может составлять около 2200 долл./т, что находится на грани окупаемости. Речь может идти в том числе и о Богословском алюминиевом заводе (БАЗ, 113 тыс. т алюминия в 2010 г. – 2,8% в производстве РУСАЛа), окупаемость производства которого полностью зависит от завершения сделки по продаже КЭС-Холдингом Богословской ТЭЦ, при осуществлении которой возник ряд сложностей. Дело переведено в политическую плоскость – в конце 2011 г. при угрозе закрытия электролизного цеха в ситуацию вмешался Владимир Путин. Другой причиной выбора конкретных мощностей, предполагаемых к закрытию, может стать степень их изношенности. При такой логике в зоне риска, помимо вышеупомянутого БАЗ, оказываются и некоторые производственные мощности на территории Сибири. Закрытие нерентабельных мощностей, как нам представляется, может положительно сказаться на профиле компании в долгосрочной перспективе, так как повысит ее рентабельность в целом. Кроме того, сокращение объема производства в условиях, когда другие крупные производители предпринимают то же самое, должно стать фактором поддержки рыночной цены на алюминий. Прогноз компании по средней цене на Лондонской бирже металлов (LME) на 2012 г. – 2200 долл./т. При этом менеджмент заявлял, что, по приблизительной оценке, безубыточность компании может быть обеспечена при цене на LME выше 1900 долл./т.

Два основных инвестиционных проекта компании – Богучанский энергометаллургический комплекс (БЭМО)...

БЭМО и Тайшетский алюминиевый завод (ТаАЗ) – два проекта, финансирование которых было допустимо в соответствии с ковенантами, предусмотренными соглашением о реструктуризации долга с международным консорциумом кредиторов (International Override Agreement, IOA). БЭМО, реализуемый на паритетных началах с РусГидро, представляет собой комплекс, в который войдут алюминиевый завод мощностью 600 тыс. т в год (БоАЗ) и гидроэлектростанция мощностью 3000 МВт (БоГЭС). Общий объем инвестиций в строительство БоГЭС оценивается в 1,77 млрд долл., из которых 1,52 уже израсходовано. Ожидается, что уже в начале 2 кв. 2012 г. будут введены в эксплуатацию первые три турбины суммарной мощностью 1000 МВт. Объем инвестиций в строительство БоАЗ оценивается в 826 млн долл., из которых было потрачено 354 млн долл. Предполагается, что первый пусковой комплекс БоАЗ мощностью 147 тыс. т в год будет введен в эксплуатацию в 2013 г. К настоящему моменту его готовность оценивается в 30%. Поскольку алюминиевый завод находится в Центральной России, где компания вынуждена закупать электроэнергию по рыночным ценам, но будет обеспечен собственной электроэнергией, мы считаем проект перспективным. Более того, невыбранный БоАЗом объем мощности БоГЭС сможет поставлять на «внешние» производства – в частности, интерес к этому уже проявлял Полюс Золото.

...и Тайшетский алюминиевый завод. ТаАЗ – алюминиевый завод проектной мощностью 750 тыс. т алюминия в год на западе Иркутской области. РУСАЛ планирует начать производство алюминия на ТаАЗ в 2013 г., введя в эксплуатацию первую очередь мощностью 375 тыс. т. После приостановки строительства компания в августе 2011 г. вернулась к финансированию проекта за счет собственных средств. В сентябре наблюдательный совет ВЭБа одобрил выделение 40 млрд руб. на финансирование проекта, однако, насколько мы понимаем, сделка до сих пор не закрыта. Общий объем инвестиций оценивается в 1,77 млрд долл., из них 620 млн долл. было израсходовано. Территориальное расположение ТаАЗа откроет ему доступ к относительно дешевой электроэнергии, что в условиях, когда ряд производственных мощностей не достигает окупаемости, более чем благоприятно для компании.

На балансе РУСАЛа пакет в размере 25%+1 акция Норникеля, продажа которого могла бы покрыть большую часть долга компании. Отметим, что на балансе РУСАЛа находится 25%+1 акция Норильского никеля – пакет, балансовая оценка которого на конец 2011 г. составляла 9,3 млрд долл. Это чуть ниже величины чистого долга компании на тот же период. РУСАЛ неоднократно (до последнего выкупа акций у миноритариев) получал от Норильского никеля официальное предложение о выкупе своих акций. Последний раз такое предложение было сделано в августе 2011 г., когда Норникель был готов выкупить 15% акций за 8,75 млрд долл. (примерно 20-процентная премия к рыночной цене в момент предложения). РУСАЛ каждый раз отвергал предложение о выкупе, ссылаясь на стратегический характер инвестиции. Абстрагируясь от «политических» факторов, можно предположить, что в действительности РУСАЛ может прийти к решению избавиться от пакета ГМК в случае серьезного ухудшения конъюнктуры на рынках сбыта, которое может ограничить возможности компании по обслуживанию долга. Между тем абсолютно очевидно, что ухудшение рыночной конъюнктуры понизит и рыночную оценку пакета ГМК. Это уже можно было наблюдать в последнем квартале 2011 г. Более того, учитывая величину пакета, очевидно, что продать его на открытом рынке не представляется возможным, так что речь должна идти о стратегическом инвесторе.

ФИНАНСЫ

Ожидаемо низкие результаты по МСФО за 4 кв. подпортили картину по итогам 2011 г. Выручка компании по итогам 2011 г. увеличилась на 12% по сравнению с 2010 г. и достигла 12,3 млрд долл. Росту выручки способствовало повышение средней цены реализации алюминия, в том числе за счет рекордного уровня премии к цене на Лондонской бирже металлов (LME) – 160 долл./т. При этом по итогам 4 кв. 2011 г. выручка снизилась на 11% относительно уровня 3 кв. 2011 г. Показатель EBITDA по итогам 2011 г. почти не изменился (-3%) и составил 2,5 млрд долл. Таким образом, за год рентабельность компании снизилась на 3,3 п.п. до 20,4%. При этом в 4 кв. 2011 г. EBITDA сократилась на 46% по отношению к 3 кв. в результате существенного снижения цен на алюминий, а рентабельность упала на 8,7 п.п. до 13,6%. Негативный эффект от падения цен был отчасти компенсирован снижением стоимости электроэнергии – на 5% квартал к кварталу и на 12% с начала 2011 г. Чистая прибыль компании по итогам года сократилась более чем на 90% в результате негативной переоценки пакета Норильского никеля и составила 237 млн долл. Мы ожидаем частичного восстановления рентабельности в 1 кв. 2012 г. за счет роста рыночных цен на алюминий. В свете возможного сокращения производства и стагнации цен наш прогноз выручки по итогам 2012 г. был понижен до 11,7 млрд долл., что предполагает снижение показателя на 5% год к году; прогноз EBITDA был также пересмотрен в сторону снижения – до 2,5 млрд долл.

Объем инвестиционной программы был минимальным в результате наложенных ограничений.

Чистый операционный денежный поток компании по итогам 2011 г. составил 1,8 млрд долл., почти не изменившись относительно уровня предыдущего года. Ввиду ограничений, наложенных на компанию в рамках IOA, объем капзатрат был умеренным и составил 608 млн долл., в результате чего свободный денежный поток достиг 1,2 млрд долл. В дальнейшем, после снятия жестких ковенант на финансирование новых объектов, инвестиционная программа РУСАЛа может увеличиться. Однако, учитывая высокую долговую нагрузку компании и реальный риск нарушения финансовых ковенант в 2012 г., мы ожидаем, что в обозримой перспективе это увеличение будет не слишком существенным.

Долговая нагрузка увеличилась за счет снижения EBITDA.

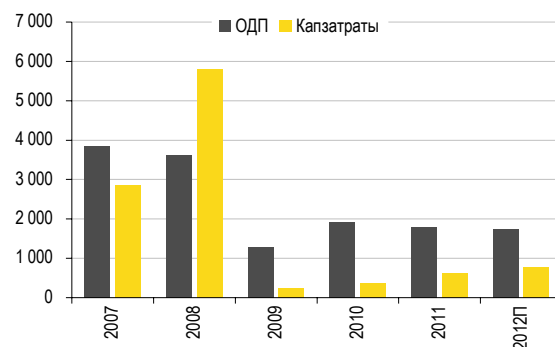
За 2011 г. величины общего и чистого долг компании снизились соответственно на 2% и 3% до 11,7 млрд долл. и 11 млрд долл. Показатель Чистый долг/EBITDA с начала года не изменился, оставшись на уровне 4,4, но существенно вырос относительно значения на конец 3 кв. 2011 г. (3,8), во многом за счет значительного проседания EBITDA. По данным презентации РУСАЛа, показатель Чистый долг/Ковенантная EBITDA на конец 2011 г. оказался ниже 3,5, что позволило компании избежать нарушения наложенных кредиторами ковенант. Доля краткосрочной задолженности к концу 2011 г. снизилась до 5%, однако к настоящему моменту РУСАЛ уже рефинансировал всю задолженность, погашение которой предстояло в нынешнем году (см. ниже). В целом, график погашения долга компании выглядит комфортно, пик выплат (6,5 млрд долл.) приходится на 2016 г.

РУСАЛ привлек синдицированный кредит на сумму 4,75 млрд долл... В начале октября РУСАЛ завершил рефинансирование задолженности общим объемом 11,4 млрд долл. Ключевым этапом рефинансирования стало привлечение в конце сентября синдицированного кредита консорциума международных и российских банков на сумму 4,75 млрд долл. Финансирование предоставлено двумя траншами – первый в размере 3,75 млрд долл., второй – 1,0 млрд долл. В своем окончательном виде транзакция выглядит следующим образом – первый транш предоставлен на срок 60 мес. с ежеквартальным погашением начиная с 15 мес. со ставкой трехмесячный LIBOR плюс маржа, зависящая от значения показателя Чистый долг/EBITDA. Так, при значении показателя, превышающем 4, маржа трехмесячной ставки LIBOR будет равна 2,85 п.п., при показателе, равном 4 – 2,6%, при 3,5 – 2,35%, при 3 – 2,1%, при 2,5 и ниже – 1,75%. Второй транш предоставлен на срок 84 месяца с погашением равными частями начиная с 63-го месяца, по ставке – трехмесячный LIBOR + 3,85 п.п. По кредиту РУСАЛ заложил 25%+1 акцию Братского, Красноярского, Саяногорского и Новокузнецкого алюминиевых заводов, а также 25%+1 акция СУАЛа. Привлеченные средства были направлены на рефинансирование задолженности перед группой ОНЭКСИМ и консорциумом международных кредиторов в рамках IOA от 7 декабря 2009 г., которое накладывало на компанию существенные ограничения по операционной деятельности.

...а также рефинансировал задолженность перед Сбербанком. Кроме того, в последней декаде сентября РУСАЛ рефинансировал задолженность перед Сбербанком в размере 4,58 млрд долл. что дало продление срока погашения с 2013 до 2016 г., ставку – однолетний LIBOR плюс 4,5 п.п., а также отказ от гарантии ВЭБа, обходившейся компании в 1,5%. РУСАЛ рефинансировал также еще один кредит Сбербанка на 460 млн долл. и подписал соглашение с Газпромбанком о привлечении нового пятилетнего кредита приблизительно на 640 млн долл. (455 млн долл. и 140 млн евро). Кроме того, в начале декабря компания договорилась со Сбербанком об открытии кредитной линии примерно на 610 млн долл. (18,3 млрд руб.). Около 500 млн долл., привлеченных по этой кредитной линии в конце января 2012 г., РУСАЛ направил на досрочное погашение части первого транша вышеупомянутого синдицированного кредита, тем самым полностью рефинансировав весь долг, который должен был погасить в текущем году. По итогам рефинансирования общего объема задолженности компания смогла снизить среднюю стоимость обслуживания долга с 5,7% до 4,7% (к концу 2011 г.), и, что важнее, избавиться от жестких условий по выплате дивидендов, ограничений по инвестиционной программе, обязательств по сокращению долга и т.д. (в рамках IOA). Более того, РУСАЛ существенно удлинил и оптимизировал график погашения долга.

РУСАЛ был ограничен в капзатратах

Динамика ОДП и капзатрат РУСАЛа, млрд долл.



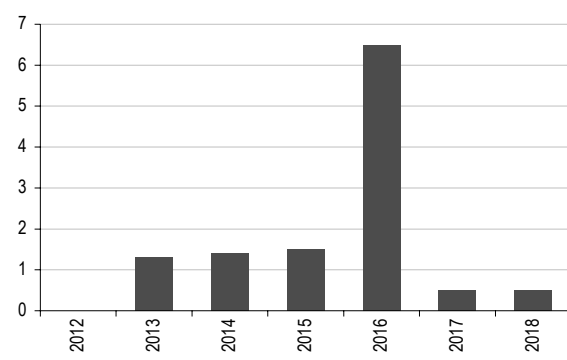
Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

Однако рискует не справиться с выполнения ковенант. Тем не менее уже в декабре 2011 г. компания обратилась к синдикату банков, предоставивших ей синдицированный кредит на 4,75 млрд долл., с просьбой о годовичных каникулах на проверку выполнения финансовых ковенант и корректировке алгоритма расчета коэффициента покрытия процентных расходов (Interest Covering Ratio) в части учета статей денежного потока. К 18 января не менее двух третей участников (по объему предоставленных средств) приняли предложение компании. Насколько нам известно из открытых источников, максимально допустимые значения показателя Чистый долг/EBITDA, предусмотренные ковенантами по кредиту, равны 4 на 2011 г. и 3,5, на 2012 г. Теперь РУСАЛ вправе в любой момент 2012 г. запросить годовые каникулы на соответствие требованиям, однако это приведет к увеличению кредитной маржи по двум траншам на сам период каникул и последующие 12 месяцев. Так, в случае если коэффициент долговой нагрузки превысит 4, маржа дополнительно увеличится на 55 б.п., при превышении уровня 4,5 – на 95 б.п., при превышении 5 – на 140 б.п. Как уже отмечалось выше, к концу 2011 г. этот показатель составил 3,5, и, таким образом, у компании не было необходимости просить о предоставлении каникул.

Получив право на каникулы по ковенантам, РУСАЛ вновь согласился на ограничения по дивидендам и инвестрасходам. Опасения РУСАЛа по поводу возможного несоответствия ковенантам не лишены оснований, особенно на фоне снижения цен на алюминий (к концу 2011 г., цена упала ниже 2000 долл./т, поставив ряд производств на грань окупаемости). Большая величина долга в абсолютном выражении делает показатель сравнительной долговой нагрузки крайне чувствительным к изменению EBITDA, что может легко привести к его существенному росту, как это и произошло в 4 кв. 2011 г. Сам факт переговоров о каникулах по ковенантам свидетельствует о повышенном риске профиля компании. С другой стороны, в краткосрочной перспективе достигнутая договоренность обеспечивает РУСАЛу дополнительную финансовую гибкость. Возникает также вопрос о том, насколько желание компании выплачивать дивиденды и увеличивать объем инвестпрограммы соответствует ее возможностям. Насколько нам известно, пока совет директоров РУСАЛа даже не рассматривал дивидендную политику. Согласно данным отчетности, РУСАЛ вправе выплачивать дивиденды в размере 50% чистой прибыли (исключая прибыль Норильского никеля, однако учитывая полученные от него дивиденды) в случае, если коэффициент Чистый долг/EBITDA окажется ниже 3,0. В отчетности речь идет также об ограничениях на выплату дивидендов, предусмотренных условиями по кредитам ВЭБа и в рамках ЮА, однако, насколько мы понимаем, это утратило актуальность. Однако, получив право на каникулы на проверку выполнения финансовых ковенант, РУСАЛ, согласно информации, представленной в отчетности, согласился на очередной ряд ограничений в порядке выплаты дивидендов и инвестиционных расходов. Подробности наложенных ограничений не раскрываются.

Пик погашения долга теперь в 2016 г.

График погашения долга РУСАЛа, млрд долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	2 011	2012П
Выручка	13 588	15 685	8 165	10 979	12 291	11 689
Валовая прибыль	5 232	4 612	1 455	3 484	3 505	
EBITDA	4 523	3 470	596	2 597	2 512	2 536
Чистая прибыль	2 806	(5 984)	821	2 867	237	1 235
Долг	8 656	13 878	13 869	11 963	11 695	
Чистый долг	8 395	13 170	13 633	11 472	11 049	10 083
Капитал	10 095	4 488	6 332	11 456	10 539	
Активы	22 063	24 005	23 886	26 525	25 345	
Валовая рентаб., %	38,5	29,4	17,8	31,7	29	
Рентаб. по EBITDA, %	33,3	22,1	7,3	23,7	20,4	21,7
Долг/EBITDA	1,9	4,0	23,3	4,6	4,7	
Чистый долг/EBITDA	1,9	3,8	22,9	4,4	4,4	4,0
Акц. капитал/Активы	0,5	0,2	0,3	0,4	0,4	
Акц. капитал/Долг	1,2	0,3	0,5	1,0	0,9	
Козф. тек. ликвидности	1,4	0,3	0,7	1,3	1,9	
Доля краткоср. долга, %	23,5	100,0	19,8	11,4	5,4	
ОДП	3 842	3 616	1 286	1 738	1 781	1 745
Ден. поток от инв. деятельности	(2 853)	(5 802)	(301)	(442)	(299)	
Ден. поток от фин. деятельности	(477)	3 250	(1 451)	(1 024)	(1 346)	
Капзатраты	(2 853)	(5 802)	(239)	(361)	(608)	(779)
СДП	989	(2 186)	1 047	1 548	1 173	966
ОДП/Капзатраты	1,3	0,6	5,4	4,8	2,9	2,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ПРЕВОСХОДНЫЕ УСПЕХИ. РОСТ КРАТКОСРОЧНОГО ДОЛГА НЕ СКАЖЕТСЯ НА УСТОЙЧИВОСТИ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ

Кредитное заключение. В нынешней ситуации мы весьма положительно оцениваем кредитное качество Алроса. Восстановление алмазного рынка в последние два года позволило компании существенно улучшить свои финансовые показатели, реструктурировать долг и снизить долговую нагрузку до комфортных уровней. Кроме того, не стоит забывать о поддержке государства, которое и после приватизации в 2012–2013 гг. останется ключевым акционером компании, что выступает дополнительным фактором поддержки кредитного профиля – особенно если учесть объем помощи, оказывавшейся компании в период кризиса. К основным рискам компании мы относим ухудшение ситуации на алмазном рынке, а также рост расходов и капвложений в связи с переходом на подземный способ добычи. Еврооблигации эмитента, на наш взгляд, оценены справедливо, а рублевые выпуски представляются нам перекупленными, и в среднесрочной перспективе мы не видим каких либо торговых идей в бумагах эмитента.

Ведущий мировой производитель алмазов. Акционерная компания Алроса (АК «Алроса») – российская горнорудная корпорация, являющаяся крупнейшим производителем алмазов и производству бриллиантов в отрасли и удерживающая лидирующее положение по объему добычи и реализации на протяжении 2010 г. и 9 мес. 2011 г. с уровнем добычи 34,4 млн карат и 26,2 млн карат соответственно. Алроса добывает 97% всех алмазов в Российской Федерации, тогда как в мировом объеме добычи ее доля по итогам 2010 г. составляла 26%. Контролирующим акционером компании является государство с пакетом акций в 50,9%, 32% принадлежит Республике Саха (ВВ/WR/ВВ+), а еще 8% контролируется 8 районами (улусами) республики. Алроса входит в список госкомпаний, пакеты в которых должны быть приватизированы в период с 2011 по 2013 гг. Согласно последней информации приватизировать алмазодобывающую монополию будут посредством продажи двух пакетов, предлагая на паритетных началах пакеты акций по 7% из федеральной собственности и принадлежащие Республике Якутия, при этом государство (РФ плюс пакет республики) планирует сохранить контроль в капитале компании. Алроса имеет рейтинги от всех трех ведущих агентств на уровне ВВ-/ ВаЗ/ВВ-. Отметим, что рейтинги эмитента были подтверждены в конце 2011 г. Moody's и S&P с прогнозом «стабильный». При этом агентство Fitch оценивает тесное взаимодействие компании с государством и его несомненную поддержку в кризисные времена в одну ступень рейтинга, а, следовательно, собственный рейтинг компании при прочих условиях находится на уровне «В+».

Алроса контролирует существенную долю мировых запасов алмазов. Основные алмазодобывающие активы Алроса располагаются на территории Республики Саха (Якутия) и представлены четырьмя горнообогатительными комбинатами – Удачинский (33,8% добычи алмазов по стоимости в 2010 г.), Нюрбинский

Обращающиеся выпуски

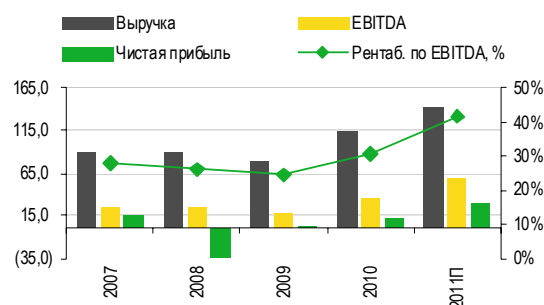
ALRSRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Alrosa '14	500 \$	8,88	17 ноя 14	4,48
Alrosa '20	1 000 \$	7,75	3 ноя 20	6,52
Алроса-21	8 000 R	8,25	25 июн 13	7,79
Алроса-22	8 000 R	8,25	28 июн 13	7,81
Алроса-23	7 000 R	8,95	18 июн 15	8,42
Алроса-20	3 000 R	8,95	23 июн 15	8,31

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Уверенное восстановление после кризиса

Динамика основных финансовых показателей Алроса, млрд руб.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

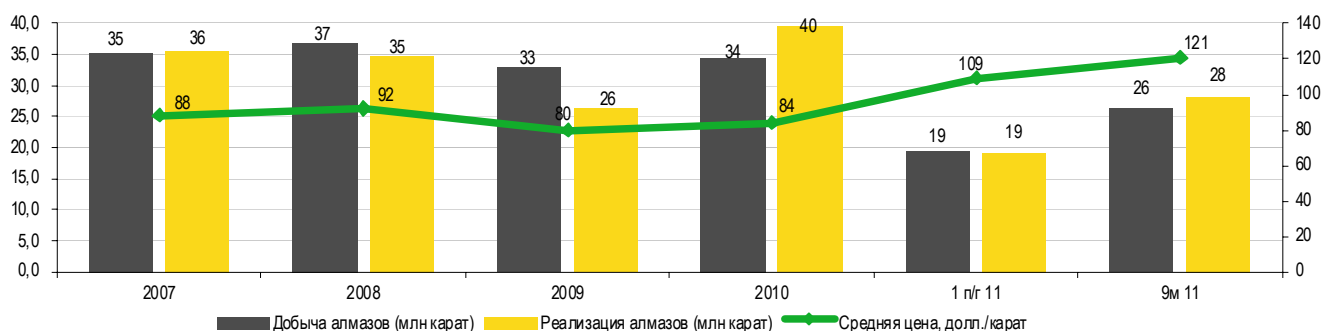
Превосходные успехи. Рост краткосрочного долга не скажется на устойчивости кредитного профиля

(32,2%, доля в ОАО «Алроса-Нюрба», равная 87,5%), Айхальский (20,7%) и Мирнинский (13,4%). За пределами Якутии добыча алмазов ведется в Архангельской области, где разрабатывается месторождение им. Ломоносова (90% в ОАО «Севералмаз»). Алроса также владеет долей в зарубежном активе – 32,8% ангольской горнорудной компании Catoca Mining. В рамках реализуемой политики повышения прозрачности Алроса раскрыла информацию о запасах и ресурсах, согласно которой их объем предварительно оценивается в 1,6 млрд т руды с содержанием 1,2 млрд карат алмазов стоимостью 100 млрд долл., что составляет 95% от общероссийских запасов этого сырья и порядка трети мировых запасов. Компания постоянно работает над разведкой и развитием ресурсной базы и поддерживает срок эксплуатации запасов на уровне более 30 лет. При этом согласно планам к 2020 г. прогнозный срок эксплуатации будет увеличен до 37 лет.

Стабильные производственные результаты на фоне замедления роста мировой добычи алмазов. По итогам 9 мес. 2011 г. алмазодобыча Алроса выросла на 4,5% по сравнению с тем же периодом 2010 г. – до 26,2 млн карат. При этом динамика производственных показателей российской компании была значительно лучше, чем у ее основных конкурентов. Например, De Beers за тот же период смогла увеличить алмазодобычу лишь на 1,5% до 25 млн карат, в то время как Rio Tinto и BHP Billiton сократили производство на 18% и 28% соответственно. Руководство Алроса умеренно позитивно оценивает перспективы развития мирового рынка алмазов в среднесрочном периоде, прогнозируя снижение спроса на алмазы, но не ждет повторения 2008 г., когда падение спроса оказалось столь катастрофическим, что фактически перекрыло для компании большинство привычных каналов сбыта продукции. Несмотря на некоторое снижение спроса во 2 п/г 2011 г., нынешний год обещает стать лучшим для Алроса – компания подтвердила план добычи 34,5 млн карат алмазов на общую сумму 4,45 млрд долл., что, согласно прогнозу менеджмента, позволит обеспечить выручку по итогам года в размере 4,8 млрд долл., а EBITDA – на уровне 2 млрд долл. В дальнейшем основной причиной замедления мирового роста добычи станет сокращение числа источников предложения и ввода в эксплуатацию новых месторождений, но при этом бум на ювелирных рынках Азии будет по-прежнему служить основным фактором роста спроса.

Производственные результаты Алроса

Динамика цен и объема продаж



Переход на подземный способ добычи требует значительных инвестиций. В настоящее время горные работы ведутся на кимберлитовых трубках (Удачная, Зарница, Юбилейная, Комсомольская, Айхал, Нюрбинская, Мир и Интернациональная) и россыпных месторождения алмазов открытым и подземным способом. Большая часть основных месторождений (Мирный и Удачный ГОКи) разрабатывается уже давно, поэтому в рамках стратегической программы по обеспечению минерально-сырьевой базы и для наращивания объемов добычи компания постепенно переходит на подземный способ добычи, при котором уменьшается объем извлекаемой руды и повышается себестоимость производства, что требует большего объема капиталовложений. В настоящее время добыча подземным способом в полном объеме ведется лишь на руднике «Интернациональный», и компания продолжает инвестиции в его разработку, что связано со вскрытием ниже лежащих пластов. Завершающиеся стадия строительства ведется на подземных рудниках «Айхал» и «Мир», которые смогут выйти на полную мощность в 2012 и 2013 гг. соответственно. В свою очередь, ввод в эксплуатацию первого комплекса на самом крупном подземном руднике «Удачный», строительство которого началось лишь в 2004 г., запланировано на 2014 г, а выход на полную мощность – к 2017 г. Осуществляемые проекты отличаются высокой капиталоемкостью. На разработку подземных рудников в период в 1997–2018 гг. были запланированы инвестиции на общую сумму 100 млрд руб., из которой на конец 2011 г. было освоено чуть более половины (56%). Таким образом, в 2012–2018 гг. компании предстоит инвестировать в строительство подземных рудников порядка 44 млрд руб.

Переход на долгосрочные контракты и увеличения доли продаж через аукционы. Алроса традиционно продавала основную часть своей продукции компании De Beers, которая выступала главным игроком на алмазном рынке и использовала преимущественно практику краткосрочных контрактов. Однако уже начиная с 2009 г. структура и стратегия реали-

зации продукции существенно изменились. Согласно новой стратегии основная часть алмазов реализуется по долгосрочным контактам (68% в 3 кв. 2011 г.) средним сроком три года. При сохранении благоприятной рыночной конъюнктуры и значительного спроса на алмазы Алроса планирует увеличивать долю продаж через аукционы (21% в 3 кв. 2011 г.), позволяющие получить премию в цене при реализации продукции. В 1 п/г 2011 г. основные продажи приходились на Бельгию (47% выручки от продажи), 27% – на Россию, соответственно 11% и 8% на Индию и Израиль, являющиеся крупными центрами обработки алмазов.

Сделка по покупке газовых активов близка к завершению, дальнейшие перспективы развития все более понятны.

До конца 1 п/г 2012 г. Алроса планирует закрыть сделку по обратному выкупу своих газовых активов (90% акций ЗАО «Геотрансгаз» и 90% долей Уренгойской Газовой Компании) у ВТБ Капитала. Общая сумма сделки составит 1,0–1,1 млрд долл. (цена исполнения изменяется на ставку процента, начисляемого на сумму продажи и капитальных затрат, понесенных ВТБ Капиталом). Напомним, что в 2009 г., в условиях кризиса мирового алмазного рынка и полного отсутствия продаж основной продукции, Алроса с целью реструктуризации своего долгового портфеля решила на продажу своих непрофильных активов компаниям, связанным с группой ВТБ за 620 млн долл. Сделка предполагала также опцион на выкуп продавцом акций/долей со сроком исполнения во 2 п/г 2012 г., в рамках которого и проходит обратный выкуп активов. В дальнейшем Алроса планирует продолжить развитие своих активов посредством привлечения новых инвесторов. Основным претендентом на покупку блокирующих пакетов (25% плюс одна акция ЗАО «ГТГ» и 26% в ООО «УГК») обоих проектов является государственная нефтяная компания «Зарубежнефть». В настоящее время между компаниями подписано соглашение, закрепляющее за Зарубежнефтью эксклюзивное право приобретения доли в газовых активах, после выкупа их Алросой у ВТБ и проведения due diligence активов, намеченного на конец апреля.

Evraz стал основным партнером Алроса по разработке проекта «Тимир». Кроме газовых активов, Алроса принадлежат лицензии на разработку железорудных месторождений (проект «Тимир»), расположенных на юге Якутии. Основным партнером компании в разработке данного проекта с 2011 г. является Евраз, который приобрел 51-процентную долю в проекте за 5,1 млрд руб. Общие балансовые запасы четырех месторождений, приобретенных в 2008 г. (Таежное, Десовское, Тарыннахское и Горкитское), составляют около 4,8 млрд т железной руды. В настоящий момент компания начала подготовку детального ТЭО по освоению месторождений и строительству горно-обогатительных комбинатов. Согласно предварительной оценке, общая сумма инвестиций может составить до 10 млрд долл. В ближайшие два-три года Алроса не предполагает направлять в проект значительные инвестиции – капитальные затраты запланированы в размере 2–3 млрд руб., а в дальнейшей перспективе и вовсе не исключает возможности полного выхода из него, что, на наш взгляд, соответствует стратегии продажи непрофильных активов и сосредоточения на развитии алмазодобывающего бизнеса.

ФИНАНСЫ

Уверенный рост финансовых показателей. Кризис 2008 г. повлекший за собой резкое снижение спроса на алмазы, в значительной мере отразился на финансовых показателях Алроса. В условиях восстановления мировой экономики, и как следствие, улучшения конъюнктуры на алмазном рынке кредитные метрики компании за последние два года заметно восстановились, а финансовые показатели вновь стали устойчивыми. Совокупная выручка Алроса по МСФО по итогам 9 мес. 2011 г. составила 107 млрд руб. (3,5 млрд долл.), увеличившись на 19% по сравнению с тем же периодом 2010 г. Несмотря на снижение объема продаж в натуральном выражении (-13%) за рассматриваемый период, рост доходов был достигнут за счет 44-процентного повышения цен на продукцию. Основная часть выручки обеспечена продажами алмазов (92%), наиболее крупная из остальных статей, доходы от транспортировки, составила лишь 3,5 млрд руб. (3,3%). На протяжении последних трех кварталов Алроса показывала исключительно высокую рентабельность по EBITDA (54% по итогам 9 мес. 2011 г.), достигнутую не только за счет эффективного управления производственными издержками, но и, что более важно, за счет специфики отражения движения товарных запасов в себестоимости продаж. Значительное повышение EBITDA связано основным с отражением изменений товарно-материальных запасов в себестоимости реализованной продукции: снижение запасов по итогам 9 мес. 2011 г. компенсировало рост таких статей расходов, как амортизация (+22%), налог на добычу полезных ископаемых (+20%) и транспорт (+18%).

Курс на снижение долговой нагрузки сохраняется... На конец сентября 2011 г. совокупный долг компании достиг 107 млрд руб. (+5% с начала года), что при росте операционной прибыли позволило снизить показатели долговой нагрузки группы по показателям Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA до 1,8 и 1,5 соответственно с 2,9 и 2,8 на конец 2010 г. Другим положительным фактором является сохранение долгосрочной структуры портфеля – краткосрочные обязательства не превышают 30% совокупной задолженности и представлены в основном банковскими кредитными линиями. Если еще в 2010 г.

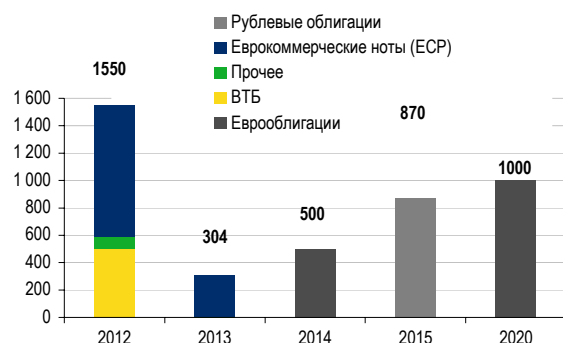
Превосходные успехи. Рост краткосрочного долга не скажется на устойчивости кредитного профиля

ключевая роль в формировании долгового портфеля Алроса отводилась госбанкам: ВТБ являлся одним из основных кредиторов компании, то уже на конец 2011 г. в структуре задолженности преобладают публичные долговые инструменты (еврооблигации, ЕСР, рублевые облигации), составляющие 80% портфеля. Учитывая прогноз менеджмента по величине совокупного долга на конец года на уровне 90 млрд руб., а по EBITDA – 60 млрд руб., отношение Долг/EBITDA составит до 1,5, что, безусловно является отличным результатом.

...однако роста краткосрочного долга не избежать. На закрытие сделки по обратному выкупу газовых активов, которое намечено на 2 кв. 2012 г., Алроса запланировала потратить приблизительно 1–1,1 млрд долл. С этой целью в середине марта компания с успехом разместила еврокоммерческие краткосрочные бумаги (ЕСР) на общую сумму 1,26 млрд долл. (в три транша: 260 млн долл. на 6 мес. под 3,75%, 700 млн долл. сроком на 9 мес. и доходностью на уровне 4,25%, а также на 12 мес. объемом 300 млн долл. под 4,25), в то время как ранее предполагалось частично профинансировать покупку за счет собственных средств и привлечь на рынках капитала как минимум 500–600 млн долл. По нашей оценке, новые заимствования значительно увеличат размер краткосрочной задолженности – до 1,55 млрд долл. (590 млн долл. – согласно графику погашения на конец 2011 г., 260 млн долл. – по первому траншу вышеупомянутых краткосрочных бумаг со сроком погашения в сентябре 2012 г. и 700 млн долл. – по их второму траншу с погашением в ноябре 2012 г.), что может привести к росту долговой нагрузки по Долг/EBITDA до 1,5–1,7. Разумеется, закрытие сделки с Зарубежнефтью может дополнительно обеспечить 250–280 млн долл. (исходя из оценки актива в 1–1,1 млрд долл.), однако это позволит лишь отчасти сгладить рост долга. При этом Алроса, на наш взгляд, не будет испытывать трудностей с рефинансированием краткосрочного долга или аккумулярованием дополнительной ликвидности, если в этом возникнет необходимость. По состоянию на конец 2011 г. компания располагала такими источниками ликвидности, как собственные средства на балансе (23 млрд на конец сентября 2011 г.) и кредитная линия ВТБ лимитом 2 млрд долл.

Размещение ЕСР значительно увеличило размер краткосрочного долга

График погашения обязательств АЛРОСА, млн долл, на конец 2011 г.



Источники: данные компании

Ключевые финансовые показатели Алроса

МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	9 мес. 2011	2011П	2012П
Выручка	90 734	91 082	77 949	113 394	107 315	141 095	147 146
Валовая прибыль	34 477	34 537	30 751	46 216	66 629		
EBITDA	25 376	23 943	19 180	34 814	58 390	58 790	61 729
Чистая прибыль	16 184	(32 767)	3 463	11 788	35 528	29 414	34 120
Чистый долг	59 861	123 083	112 858	97 829	84 734		
Долг	81 748	134 399	117 952	101 965	107 483	90 000	102 198
Капитал	122 280	78 018	80 721	92 610	122 641		
Активы	227 829	265 075	236 239	222 427	256 785		
Валовая рентаб., %	38,0	37,9	39,5	40,8	62,1		
Рентаб. по EBITDA, %	28,0	26,3	24,6	30,7	54,4	41,7	42,0
Долг / EBITDA	3,2	5,6	6,1	2,9	1,8	1,5	1,7
Чистый долг / EBITDA	2,4	5,1	5,9	2,8	1,5	-	-
Акц. капитал / Активы	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5		
Акц. капитал / Долг	1,5	0,6	0,7	0,9	1,1		
Кэфф. текущей ликвидности	0,8	0,7	0,6	0,8	1,0		
Доля краткоср. долга, %	60,5	40,2	80,0	12,7	30,8		
ОДП	25 271	5 127	13 986	37 800	40 022	44 024	36 000
Ден. поток от инв. деятельности	(31 051)	(36 261)	19 651	(9 767)	(13 313)		
Ден. поток от фин. деятельности	23 458	15 954	(36 540)	(29 134)	(7 702)		
Капзатраты	(24 153)	(27 333)	(12 536)	(11 968)	(13 989)	(17 472)	(21 823)
Свободный денеж. поток	1 118	(22 206)	1 450	25 832	26 033	26 552	14 177
ОПД/Капзатраты	1,0	0,2	1,1	3,2	2,9	2,5	1,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ПЕРСПЕКТИВЫ ПЕРЕВЕШИВАЮТ РИСК

Кредитное заключение. Вопреки сложившейся в компании непростой ситуации, ее кредитное качество остается стабильным. Благоприятная рыночная конъюнктура, складывающаяся на сырьевых рынках в последние несколько лет, позволила Распадской создать определенный запас прочности для преодоления всех сложностей. Среди основных факторов, оказывающих дополнительную поддержку кредитному качеству компании, мы выделяем лидирующие позиции в отрасли, консервативную долговую политику в последние несколько лет, а также восстановление экспортных поставок – преимущественно на азиатский рынок, где цены на продукцию традиционно выше. К основным рискам следует отнести низкий уровень диверсификации производства, размер капиталовложений и сроки восстановления шахты «Распадская», а также возможность выплаты существенных дивидендов за 2011 г. и проведения очередного выкупа акций с рынка. Единственный выпуск евробондов компании погашается в мае нынешнего года, однако менеджмент компании не исключает возможности выхода на рынок с новым предложением бумаг при сохранении благоприятной конъюнктуры.

Распадская сохраняет лидирующие позиции в отрасли. ОАО «Распадская» – крупнейшая российская угольная компания, объединяющая четыре добывающих актива (шахта «Распадская», МУК-96, Распадская-Коксовая, разрез «Распадский»), а также предприятия транспортной и производственной инфраструктуры, расположенные на территории Кемеровской области. По итогам 2011 г. компания заняла пятое место по объему добычи коксующегося угля в России с совокупным показателем 6,2 млн т угля (7,2 млн т в 2010 г.) и 10-процентной долей рынка. Угольная продукция компании относится к категории газовых жирных углей (марки ГЖ) по российской классификации и полутвердого угля по международной классификации. Согласно оценке по международным стандартам (JORC), на конец 2010 г. совокупный объем ресурсов компании составлял 2 078 млн т, из которых 1 046 млн. тонн (50%) приходится на доказанные и вероятные запасы, что, по данным производителя, соответствует обеспеченности в ресурсах на 70 лет. Основным акционером компании является Corber Enterprise Ltd. (80%), которой на паритетных началах владеют менеджмент Распадской в лице Геннадия Козового и Александра Вагина, и Евраз Групп, интересы которой представляет Mastercroc Mining Ltd. Остальные 20% до недавнего времени находились в свободном обращении на торговых площадках (РТС, ММВБ). По состоянию на 16.03.2012 г. капитализация Распадской составила 3,1 млрд долл. В конце января нынешнего года в ходе процедуры выкупа бумаг Распадская собрала заявки на выкуп до 10% бумаг (заявленная цена была установлена на уровне 150 руб./акция или 5 долл./акция, что предполагало 60-процентную премию к рынку) на общую сумму 11,7 млрд руб. По итогам выкупа Corber Enterprise Ltd. продала 6,2% акций на сумму

Обращающиеся выпуски

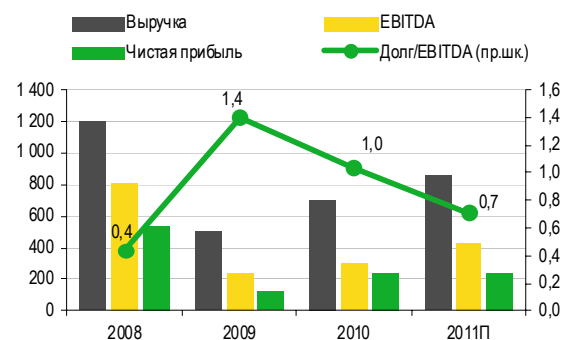
RASPAD (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Raspadskaia '12	300 \$	7,50	22 май 12	2,81

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Консервативная долговая политика – основное преимущество компании

Динамика основных финансовых показателей Распадской, млн долл



Источники: данные компании, прогноз УРАЛСИБа

Будущие перспективы перевешивают риск

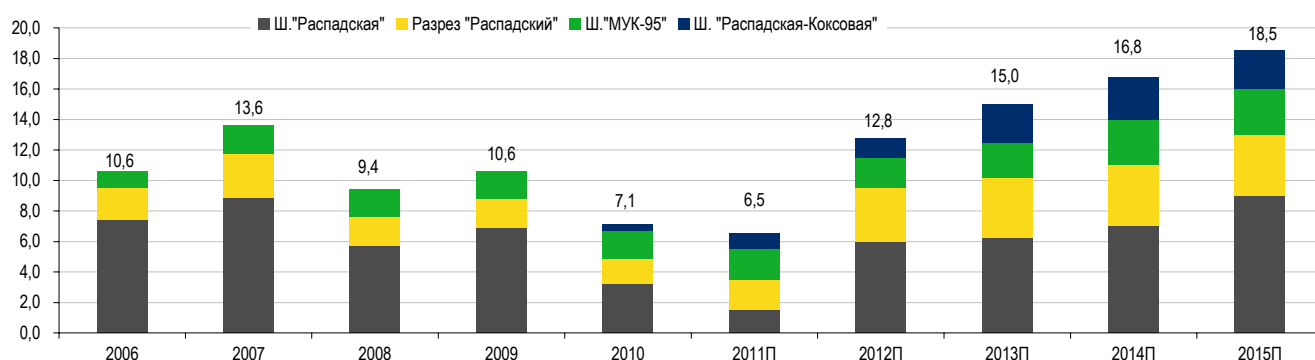
7,3 млрд руб., снизив таким образом свою долю до 73,8%. На долговом рынке компания представлена единственным выпуском еврооблигаций RASP'12 объемом 300 млн долл. с погашением в мае 2012 г. В начале февраля Распадская объявила о возможности размещения в апреле текущего года нового выпуска бондов на сумму 500 млн долл. сроком до пяти лет для рефинансирования текущей публичной задолженности. Эмитент отличается весьма прозрачной структурой собственности, обеспечивает хороший уровень раскрытия финансовой информации и имеет кредитные рейтинги по версии ведущих агентств, Moody's и Fitch, на уровне «B1» и «B+» соответственно. В конце 2011 г. рейтинги были подтверждены на текущих уровнях, однако в дальнейшем, на наш взгляд, они могут оказаться под давлением ввиду более медленного, чем планировалось, роста добычи, а также существенного снижения рыночных цен.

Восстановление добычи в 2011 г. замедлилась, дальнейшее увеличение доли экспортных продаж положительно скажется на компании. В течение года Распадская не раз пересматривала свой план производства на 2011 г., что было связано с операционными проблемами и продолжающимися восстановительными работами на шахте «Распадская». Как следствие, по итогам 2011 г. было добыто 6,3 млн т рядового угля – на 26% ниже планировавшегося ранее уровня. Мы полагаем, что объявленный ранее плановый показатель на 2012 г. (10,5 млн т против 12,5 млн т согласно первоначальному прогнозу) также недостижим и вскоре будет пересмотрен, а это может привести к отставанию от графика восстановления добычи в последующие два года. Согласно нашей оценке, по итогам 2012 г. объем добычи коксующего угля увеличится на 35% до 8,5 млн т. С другой стороны, следует отметить в качестве положительного фактора возобновление экспортных поставок в 4 кв. 2011 г. В 2008–2010 гг. Распадская диверсифицировала свою российскую клиентскую базу, в результате чего доля продаж крупным российским клиентам (ММК, НЛМК, Евраз) снизилась с 58% в 2008 г. до 45% в 2010 г. Наиболее значимой стала переориентация на азиатские рынки: доля Азии в объеме экспортных поставок в 2009 г. составляла 22%, а уже к 2010 г. 72%. После аварии на шахте «Распадская» в мае 2010 г. компания сосредоточилась на поставках на внутренний рынок, где ее основными клиентами являлись Евраз (37% в 1 п/г 2011 г.), Кемерово-Кокс (21%) и ММК (23%). В среднесрочной перспективе Распадская планирует увеличить объем экспорта до 35% от общего объема продаж угольной продукции, сосредоточившись преимущественно на азиатском рынке, где средневзвешенные цены в течение последнего года были на 60% выше внутренних.

К 2015 г. ожидается рост добычи на 75%. В начале 2011 г. Распадская опубликовала среднесрочную производственную программу развития на 2011–2015 гг., оценив затраты на восстановление шахты «Распадская» после аварии в мае 2010 г. в 280 млн долл., а также представила прогноз по объему добычи угля, в соответствии с которым уже в 2012 г. добыча на шахте «Распадская» увеличится вдвое по сравнению с 2010 г. В среднесрочной перспективе, то есть в 2014–2015 гг., предприятия Распадской планируют увеличить добычу до 16,8 млн т и 18,5 млн т соответственно, что предполагает расширение производственных мощностей на 75% по сравнению с 2009 г. – до аварии. При этом на пятилетнем горизонте планирования доля добычи шахты «Распадская» в суммарном объеме добычи всей компании будет оставаться весомой, однако станет постепенно снижаться (с 65% в 2009 г. до 49% в 2015 г.) за счет ввода новых мощностей на шахте «Распадская-Коксовая» и разрезе «Распадский».

К 2015 г. добыча должна вырасти на 75% относительно 2009 г.

Производственный план Распадской, млн т



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Вопрос о продаже актива по-прежнему остается актуальным. Наиболее важным событием 2011 г. является решение обоих основных акционеров Распадской (Евраз и менеджмента, которым принадлежит по 40% акций) продать свою долю в угледобывающей компании. По информации СМИ, в преддверии продажи общая стоимость компании оценивалась в 5–6 млрд долл. (продажа 80-процентного пакета акций согласно текущей рыночной капитализации плюс премия за контроль в размере порядка 20–30%), а среди очевидных покупателей числились НЛМК, Мечел, ММК и Северсталь. Однако уже в октябре 2011 г. акционеры были вынуждены приостановить обсуждение вопроса о продаже активов, а также поиска потенциальных покупателей и сосредоточились на восстановлении добычи в аварийных забоях,

Будущие перспективы перевешивают риск

объяснив свое решение неблагоприятной рыночной конъюнктурой. Мы полагаем, что вопрос о продаже акций не снят с повестки дня – акционеры рассмотрят возможность продажи актива в среднесрочной перспективе, однако при принятии решения будут учитываться не только состояние рынка, но и перспективы успешного устранения производственных рисков за счет выполнения плана добычи, а также вывода на полную мощность аварийных активов и реализации инвестпрограммы.

Неубедительные результаты – рост издержек остается основным риском. По итогам 1 п/г выручка Распадской составила 377 млн долл., что на 19% ниже уровня годичной давности. Негативная динамика объясняется 36 процентным снижением объема добычи угля после аварии на шахте «Распадская» в мае 2010 г. Кроме того, вся продукция поставлялась на внутренний рынок, где цены традиционно ниже экспортных. Показатель EBITDA за тот же период снизился на 25% до 194 млн долл. в результате роста себестоимости производства на 94% (год к году) до 50 долл./т концентрата коксующегося угля. Основными причинами роста денежной себестоимости стало как падение добычи угля, так и сохранение высокой доли постоянных затрат, наиболее значительными статьями которых являются расходы на персонал (21%) и отчисления на амортизацию (22%). По нашей оценке, выручка Распадской в 2011 г. составит 854 млн долл. (+21% к 2010 г.), а показатель EBITDA достигнет 427 млн долл., что будет соответствовать рентабельности по EBITDA на уровне 50%.

Генерируемых денежных потоков достаточно для покрытия капзатрат. На протяжении последних нескольких лет Распадская генерировала достаточный операционный денежный поток – по итогам 1 п/г 2011 г. показатель составил 159 млн долл. Эти средства в полной мере покрывали потребности компании в капитальных затратах (78 млн долл. за 1 п/г 2011г.), необходимых для нового строительства, поддержания производственных мощностей и восстановления шахты «Распадская». В дальнейшем основными операционными рисками производителя, по нашему мнению, будут выступать предварительный размер капзатрат на восстановительные работы на шахте «Распадская» и сроки восстановительных работ, которые могут быть пересмотрены. Напомним, что затраты на восстановление шахты оцениваются в 280 млн долл., из которых порядка 100 млн долл. уже было покрыто в 2010–2011 гг. Несмотря на рост инвестиционных затрат в 2011–2012 гг., мы полагаем, что Распадская вполне в состоянии профинансировать запланированные капитальные расходы за счет собственного операционного денежного потока, а в случае необходимости программа вполне может быть скорректирована с учетом рыночной конъюнктуры.

Увеличение долга пока не вызывает серьезных опасений, однако растущие аппетиты акционеров могут привести к ухудшению кредитного качества. Распадская исторически характеризовалась достаточно консервативной финансовой политикой – в последние несколько лет отношение Долг/EBITDA не превышало у компании уровень 1. Совокупный долг Распадской на конец 2011 г. составлял 300 млн долл. и был полностью сформирован выпуском еврооблигаций RASPAD'12, срок погашения которого наступает в мае текущего года. В связи с необходимостью оплатить проводимый выкуп акций на сумму 400–410 млн долл. за счет имеющихся на балансе денежных средств, объем которых мы оцениваем в 480 млн долл., менеджмент Распадской уже заявил о желании рефинансировать текущую краткосрочную задолженность. На днях стало известно, что Сбербанк открыл Распадской невозобновляемую кредитную линию в размере 300 млн долл. сроком на два года, а до того, в феврале, компания заявляла о возможности размещения в апреле 2012 г. нового выпуска евробондов на сумму 500 млн долл. Мы полагаем, что Распадская воспользуется наиболее выгодным источником привлечения денежных средств в зависимости от рыночных условий и не будет резко увеличивать сумму заимствований в нынешнем году. Учитывая возможность генерировать значительный операционный денежный поток, вполне посильный для компании размер капитальных затрат и фактическое отсутствие у нее обязательств, а также видимых причин для привлечения дополнительного долга, мы полагаем, что Распадской удастся сохранить свою финансовую устойчивость. По нашей оценке, долговая нагрузка по отношению Долг/EBITDA в ближайший год останется у компании комфортной на уровне 1–1,1 с учетом заимствований на сумму не более 500 млн долл. С другой стороны, основной угрозой для кредитного качества компании остаются растущие аппетиты акционеров и изменения дивидендной политики, в рамках которой выплаты должны составлять не менее 25% чистой прибыли по МСФО, а не более четверти как это было ранее. Принимая во внимание выплату дивидендов за 1 п/г 2011 г. в размере 135 млн долл. при чистой прибыли объемом 99 млн долл., а также проводимый выкуп собственных акций с рынка с существенной премией к рынку, мы не исключаем возможности утверждения существенных дивидендных выплат по итогам 2011 г., а также проведения повторного выкупа акций, что, в свою очередь, может привести к дополнительным расходам и заимствованиям.

Ключевые финансовые показатели Распадской

МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	1 п/г 2011	2011П	2012П
Выручка	784	1 200	497	706	377	854	1 031
Валовая прибыль	428	850	246	392	199		
EBITDA	494	808	238	300	194	427	559
Чистая прибыль	240	531	117	244	99	235	340
Чистый долг	265	280	303	146	50		
Долг	347	351	332	311	307	303	500
Капитал	1 070	1 184	1 275	1 504	1 733		
Активы	1 726	1 761	465	490	2 335		
Валовая рентаб., %	54,5	70,8	49,5	55,6	54,1		
Рентаб. по EBITDA, %	63,0	67,3	47,8	42,5	51,5	50,0	54,2
Долг/EBITDA	0,7	0,4	1,4	1,0	1,1	0,7	0,9
Чистый долг/EBITDA	0,5	0,3	1,3	0,5	0,2		
Акц. капитал/Активы	0,6	0,7	2,7	3,1	0,7		
Акц. капитал/Долг	3,1	3,4	3,8	4,8	5,6		
Козфф. текущей ликвидности	2,3	4,0	3,6	6,4	1,6		
Доля краткоср. долга, %	11,4	10,6	8,6	2,1	98,6		
ОДП	328	585	222	308	160	344	427
Ден. поток от инв. деятельности	(160)	(405)	(210)	(129)	(67)		
Ден. поток от фин. деятельности	(139)	(176)	(50)	(43)	(16)		
Капзатраты	(166)	(286)	(153)	(138)	(78)	(176)	(253)
Свободный денеж.поток	162	300	69	170	81	168	174
ОДП/Капзатраты	2,0	2,0	1,4	2,2	2,0	2,0	1,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

УСТОЙЧИВЫЙ КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ ПРИ МИНИМАЛЬНОЙ ДОЛЕ КРАТКОСРОЧНОГО ДОЛГА

Кредитное заключение. Мы положительно оцениваем кредитное качество компании СУЭК. Сохранение благоприятной рыночной конъюнктуры и высокого спроса на энергетический уголь на международных рынках позволяет нам рассчитывать на дальнейшее повышение устойчивости кредитного профиля эмитента, дополнительными факторами поддержки которого, по нашему мнению, являются комфортный график погашений и отсутствие необходимости в крупных заимствованиях в краткосрочной перспективе. Среди основных рисков следует выделить цикличность угольной отрасли, рост тарифов на железнодорожные перевозки при доставке грузов до российских потребителей, а также до портов (в рамках поставок на внешние рынки) и низкую величину капитала. Единственный выпуск эмитента, СУЭК-финанс-1, торгуется с доходностью 8,5% и премией к кривой ОФЗ в размере 200 б.п. к оферте в июле 2013 г., что мы считаем справедливым с учетом кредитного риска компаний сектора. Потенциал дальнейшего сужения спреда облигаций СУЭКа к бумагам эмитентов категории «BB» (Северсталь, ММК) невелик, а динамика котировок в среднесрочной перспективе будет определяться общим настроением рынка.

Сильный игрок на угольном рынке. СУЭК (Сибирская угольная энергетическая компания) – один из крупнейших производителей топливных ресурсов в России. Компания, созданная в 2001 г., занимает лидирующие позиции среди крупнейших российских производителей энергетического угля, обеспечивая до 33% (по итогам 2011 г., или 89 млн т) совокупной добычи (как открытым, так и закрытым способом) в России и является также ключевым поставщиком тепла и электроэнергии в Сибири. До недавнего времени контрольный пакет акций СУЭКа принадлежал кипрской Donalink Ltd (99,84 % акций), остальные акции принадлежали ЗАО «Шахта Красноярская» (0,16 %). По 48,65 % Donalink контролировали Андрей Мельниченко и Сергей Попов, небольшой пакет принадлежал также Владимиру Рашевскому, однако его доля не раскрывалась. В сентябре 2011 г. была достигнута договоренность между акционерами, согласно которой Попов продал большую часть своего пакета Мельниченко за сумму, оцениваемую в пределах 2 млрд долл. На долгом рынке компания представлена единственным рублевым выпуском облигаций серии СУЭК-Финанс-1 объемом 10 млрд руб. с офертой в 2013 г. В конце сентября 2011 г. агентство Moody's повысило корпоративный кредитный рейтинг эмитента на одну ступень до «Ва3» с прогнозом «Стабильный». В качестве основных аргументов в пользу данного решения агентство называет лидирующие позиции компании на рынке, существенную ресурсную базу, а также улучшение операционных и финансовых показателей.

Обращающиеся выпуски

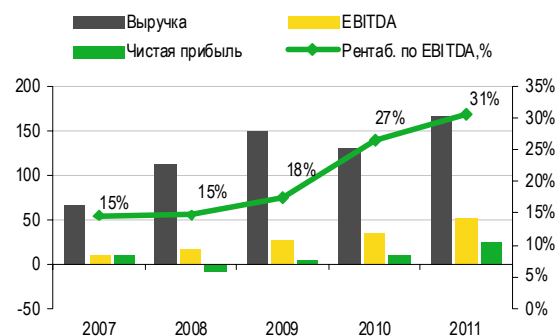
SUEK (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
СУЭК Финанс-1	10 000 R	9,35	10 июл 13	8,30

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Улучшение рыночной конъюнктуры положительно сказалось на результатах

Динамика финансовых показателей СУЭКа, млрд руб.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Хорошая производственная и ресурсная база. СУЭК объединяет ряд угольных предприятий Сибири и Дальнего Востока. В частности, в состав группы входят Бородинский, Назаровский, Березовский угольные разрезы в Красноярском крае, угледобывающие предприятия в Черемхово, а также в городах Кузбасса. Доказанные и вероятные запасы компании по классификации JORC в 2009 г. составляли 5,8 млрд т сырья. Объем добычи СУЭК по итогам 2011 г. составил 89 млн т угля, что на 7% выше уровня 2010 г. Основным направлением деятельности СУЭКа является угледобыча. В состав этого сегмента входит 29 угледобывающих компаний, шесть обогатительных фабрик и транспортная инфраструктура. Большая часть сырья (около 60%) добывается открытым способом в разрезах, 40% – подземным методом в шахтах.

Ориентация на внутренний рынок. Компания производит преимущественно энергетический уголь марок «Д» и «ДГ» («Д» – длиннопламенный, «ДГ» – длиннопламенный газовый), который широко используется в жилищно-коммунальном хозяйстве РФ. Существенная часть продаж (70% в 2010 г.) приходится на российский рынок – СУЭК поставляет уголь практически во все его сегменты. Основными клиентами являются электроэнергетические предприятия Сибири и Дальнего Востока (70% всех продаж в 2010 г.) и потребители коммунальной сферы (18%). Кроме того, СУЭК – крупнейший российский экспортер угля с долей 28% (3–4% от общего объема поставок энергетического угля на мировом рынке), поставляющий продукцию на рынки стран АТР (Китай, Япония, Корея) и Европы (Великобритания, Германия, Турция и т.д.). В связи с этим менеджмент компании уделяет особое внимание увеличению добычи каменных углей, пользующихся спросом на экспортных рынках – в 2010 г. их доля в добыче составляла порядка 50%.

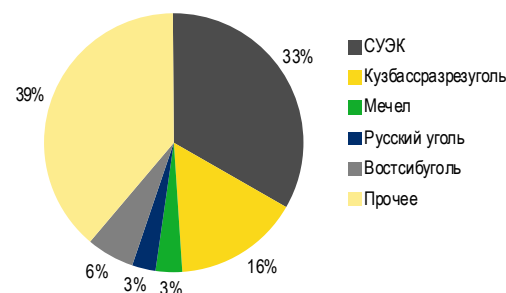
Расширение собственной транспортной инфраструктуры позволяет наращивать экспортные продажи и выходить на новые рынки. СУЭК располагает транспортно-логистическим комплексом, включающим железнодорожную инфраструктуру, вагоны, а также терминал в порту Ванино, что облегчает доступ на один из ключевых для компании рынков – китайский. Экспортные поставки осуществляются преимущественно морским путем, а на внутреннем рынке – железнодорожным транспортом. Следуя стратегии развития собственной транспортной инфраструктуры с учетом растущего объема продаж СУЭК в феврале 2012 г. объявил о покупке 18,68% акций ОАО «Мурманский торговый порт». Детали сделки, а также информация о том, предполагается ли в дальнейшем консолидация 100-процентного пакета, не раскрываются.

Выход энергоактивов в отдельную компанию – подготовка к IPO. В апреле 2011 г. в рамках подготовки к IPO СУЭК деконсолидировал свой энергетический бизнес (ТГК-12 и ТГК-13), продав эти активы совладельцам компании Андрею Мельниченко и Сергею Попову. После передачи долей в энергоактивах на баланс кипрской компании Siberian Energy (50% акций ТГК-12 и 61,2% ТГК-13) она была продана основному акционеру СУЭК Donalink Ltd. В то же время структура акционерного капитала самой Donalink также менялась в рамках сделки между ее основными собственниками – бывшими партнерами по МДМ-банку Сергеем Поповым и Андреем Мельниченко. В результате серии сделок контроль над Donalink получили структуры Андрея Мельниченко, а Сергей Попов будет владеть 23,5% акций SUEK Plc (компания, специально созданная для IPO СУЭК) и такой же долей в Siberian Energy Investments.

Покупка непрофильных угольных активов. В конце 2011 г. Группа СУЭК стала владельцем 100% кипрской Lilydale Trading – единственного учредителя ООО «Арктические разработки» (данные СПАРК), владеющего лицензией на освоение Апатского каменноугольного месторождения в Забайкалье. Сумма сделки составила 7,8 млрд руб. (или 234 млн долл.). По предварительным данным, ресурсы оцениваются в 2,2 млрд т коксующихся углей марок Ж и ГЖ (половина всех ресурсов каменных углей Забайкалья), из них на балансе пока только 969 млн т и 50 млрд кубометров метана. Уголь месторождения пользуется высоким спросом на рынке, в особенности на внешнем. В настоящее время СУЭК не раскрывает планов относительно дальнейшего развития непрофильных для себя активов, инвестиции в разработку которых на первоначальном этапе оценивались в 1 млрд долл.

СУЭК сохраняет лидирующие позиции на рынке

Структура производства энергетического угля в России, 2011 г.



Источники: Металл Эксперт, оценка УРАЛСИБа

ФИНАНСЫ

Улучшение рыночной конъюнктуры положительно сказалось на результатах компании. СУЭК одним из первых опубликовал финансовые результаты за 2011 г., которые в полной мере отражают эффект от консолидации энергетического бизнеса. В качестве основных аспектов итоговой отчетности следует отметить уверенный рост выручки, восстановление рентабельности бизнеса, а также улучшение кредитных метрик по итогам года. Консолидированная выручка СУЭКа по МСФО в 2011 возросла на 27% до 167 млрд руб. Источником роста доходов за прошедший год стали как благоприятная ценовая конъюнктура, так и рост экспорта, а также изменение его структуры в пользу азиатского рынка, где компания реализует продукцию по более высоким ценам – экспортные цены в среднем в два с половиной раза выше внутренних. В 2011 г. экспортная выручка составила 68% суммарных продаж против 61% годом ранее. Показатель EBITDA, в свою очередь, возрос на 47% до 51 млрд руб., а деконсолидация менее прибыльных активов и контроль над затратами позволили компании повысить рентабельность бизнеса на 4 п.п. по сравнению с 2010 г. – до 31%. Первоочередными статьями затрат СУЭКа в 2011 г. были транспортные расходы (46%), оплата труда (13%), покупка угля у третьих лиц (9%), а также амортизация (8%), которые формировали в общей сложности 77% себестоимости производства. Капитальные затраты группы в 2011 г. составили порядка 27 млрд руб. Основная их часть была направлена на модернизацию угольного бизнеса и развитие транспортной инфраструктуры и профинансирована преимущественно за счет операционного денежного потока в размере 23 млрд руб. СУЭК на раскрывает планов по капиталовложениям на следующий год, однако мы ожидаем, что в 2012 г. они увеличатся незначительно и будут профинансированы за счет собственных средств компании, что позволит не привлекать новые заимствования и, следовательно, не повышать долговую нагрузку.

Кредитный профиль остается устойчивым, структура долга имеет долгосрочный характер. В последние три года компания активно привлекала заемные средства для финансирования инвестиционной программы, а также приобретения энергоактивов и их консолидации. Еще до недавнего времени мы называли в числе основных финансовых рисков СУЭКа существенный рост доли краткосрочной задолженности, а также возможное увеличение долговой нагрузки в свете привлечения новых заимствований в 4 кв. 2011 г. При увеличении долга на 10% до 95 млрд руб. в 2011 г. значительный рост операционной прибыли позволил сохранить долговую нагрузку по показателям Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA (1,9 и 1,8) на уровне значений 1 п/г 2011 г. Увеличение задолженности стало прежде всего результатом привлечения долгосрочного синдицированного кредита на сумму 1,3 млрд долл. (41 млрд руб.), что позволило рефинансировать большую часть краткосрочной задолженности, которая, насколько мы понимаем, была отчасти предоставлена структурами, близкими к акционерам компании. В результате структура портфеля значительно улучшилась: доля краткосрочной задолженности снизилась до 10% с 37% на конец 1 п/г 2011 г., а согласно графику погашения ближайшие существенные выплаты предстоят не ранее 2015 г. Принимая во внимание возможность компании генерировать стабильный денежный поток, контролируруемую программу капитальных затрат, а также комфортный график погашения обязательств, мы не ожидаем роста долговой нагрузки в среднесрочной перспективе.

Ключевые показатели СУЭКа

МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012П
Выручка	65 734	111 527	148 980	131 200	167 013	217 117
Валовая прибыль	9 691	13 261	19 603	24 682	44 128	
EBITDA	9 632	16 378	26 102	34 902	51 183	65 135
Чистая прибыль	10 834	(9 072)	3 632	9 052	24 866	
Чистый долг	29 569	63 573	77 053	77 935	91 407	
Долг	35 250	77 770	90 249	86 192	95 205	88 959
Капитал	48 265	58 331	72 045	69 625	16 455	
Активы	119 825	188 966	216 939	212 972	154 948	
Валовая. рентаб., %	14,7	11,9	13,2	18,8	26,4	
Рентаб. по EBITDA, %	14,7	14,7	17,5	26,6	30,6	30,0
Долг/EBITDA	3,7	4,7	3,5	2,5	1,9	1,4
Чистый долг/EBITDA	3,1	3,9	3,0	2,2	1,8	
Акц. капитал/Активы	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1	
Акц. капитал/Долг	1,4	0,8	0,8	0,8	0,2	
Коефф. текущей ликвидности	0,8	0,7	0,6	0,8	1,0	
Доля краткоср. долга, %	26,0	35,4	52,3	20,1	10,4	
ОДП	10 117	2 404	19 723	21 232	23 924	26 054
Ден. поток от инв. деятельности	(17 070)	(28 389)	(13 216)	(10 668)	(30 357)	
Ден. поток от фин. деятельности	11 372	30 114	(8 406)	(15 548)	1 738	
Капзатраты	(11 504)	(13 704)	(14 861)	(19 213)	(26 762)	(20 000)
Свободный денеж.поток	(1 387)	(11 300)	4 862	2 019	(2 838)	6 054
ОПД/Капзатраты	0,9	0,2	1,3	1,1	0,9	1,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ДАЛЬНЕЙШАЯ ВЕРТИКАЛЬНАЯ ИНТЕГРАЦИЯ ОБЕСПЕЧИТ РОСТ, НО ПОТРЕБУЕТ СУЩЕСТВЕННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Кредитное заключение. В нынешней ситуации мы достаточно осторожно оцениваем кредитное качество Группы Кокс. Высокая долговая нагрузка, некоторое проседание финансовых показателей по итогам 1 п/г 2011 г. на фоне консолидации трейдера IMT, необходимость осуществления в последующие два года значительных инвестиций в развитие угледобывающего подразделения, которые не позволяют снизить размер долга, оказывают давление на кредитный профиль компании. Широкий спред евробондов Koks'16 (YTM 8,4% @ июнь 2016) в размере 210 б.п. к бумагам металлургического сектора второго эшелона является справедливой премией за высокий риск, меньшие масштабы бизнеса и более низкое кредитное качество эмитента.

Крупнейший экспортер чугуна. Группа Кокс – вертикально интегрированный холдинг, специализирующийся на производстве чугуна и кокса, а также добыче и переработке коксующегося угля и железной руды. Группа является крупнейшим в мире экспортером товарного чугуна, а также одним из крупнейших в России производителей и основным экспортером кокса. Согласно оценке по международным стандартам (JORC), совокупный объем измеренных и исчисленных ресурсов составляет 698 млн т (доказанных и вероятных – 284 млн т), а коксующегося угля – 462 млн т (доказанных и вероятных – 115 млн т). Основные производственные мощности группы расположены в Тульской и Кемеровской областях, а крупнейшими предприятиями являются ОАО «Кокс», «Тулачермет» и «Уфалейникель». Совокупные мощности по добыче железной руды и производству железорудного концентрата составляют 4,6 млн т и 2,2 млн т в год соответственно. Бенефициар компании – семья депутата Госдумы Бориса Зубицкого, владеющая около 84% акций. В 2011 г. группа планировала провести IPO, предложив инвесторам до 20% акций на общую сумму 420–520 млн долл. Однако ввиду неблагоприятной рыночной конъюнктуры размещение было отложено на неопределенный срок, а компания предпочла акционерный капитал долговому. На публичном рынке эмитент представлен двумя выпусками облигаций: рублевым Кокс-Б0-2 на сумму 5 млрд руб. и еврооблигациями KOKSRU'16 объемом 350 млн долл. Коксу присвоены рейтинги ведущих международных агентств S&P и Moody's на уровне «В» и «В2» соответственно. В дальнейшем риск понижения рейтингов будет связан с инвестиционными планами группы и ростом долговой нагрузки.

Стратегия, нацеленная на вертикальную интеграцию, требует существенных инвестиций. Сформулированная группой стратегия предполагает дальнейшее развитие вертикально интегрированной горнодобывающей и металлургической компании, а также достижение полной самообеспеченности сырьем за счет развития новых угольных активов и разработки горнорудного бизнеса. Это потребует осуществления в 2011–2019 гг. масштабной

Обращающиеся выпуски

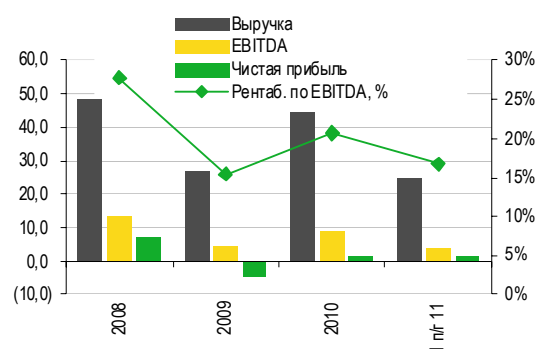
KOKSRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Koks '16	350 \$	7,75	23 июн 16	8,45
Кокс Б0-2	5 000 R	8,70	28 май 14	10,75

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Снижение рентабельности вследствие роста расходов

Динамика основных финансовых показателей Группы Кокс, млрд руб.



Источники: данные компании

Дальнейшая вертикальная интеграция обеспечит рост, но потребует существенных инвестиций

инвестиционной программы объемом 53 млрд руб. Основная часть капвложений будет направлена на развитие угольного сегмента (60%, или 32 млрд руб.), в частности строительство шахт «Бутовская», им. Тихова и «Владимирская-2». В настоящий момент у группы располагает надежной сырьевой базой в сегменте угледобычи: в 2009–2010 гг. обеспеченность углем составляла у нее 57%. Однако, по итогам 1 п/г 2011 г. Кокс произвел лишь 0,6 млн т угля. В 2013 г. планируется ввести в эксплуатацию шахту «Бутовская» проектной мощностью 1,5 млн т в год, в 2014 г. – шахте им. Тихова проектной мощностью 3 млн т, а завершение к 2014 г. строительства шахты «Владимирская-2» позволит в полной мере удовлетворить потребности группы в сырье через пять лет после ввода шахт в эксплуатацию.

ФИНАНСЫ

Снижение рентабельности в свете выросших расходов. Группа Кокс публикует полугодовую и годовую финансовую отчетность, так что мы располагаем лишь консолидированными финансовыми результатами за 1 п/г 2011 г. по МСФО, которые представляются нам не слишком впечатляющими. По итогам шести месяцев года выручка компании увеличилась на 11% относительно того же периода прошлого года и составила 24,5 млрд руб. Доходы формируются преимущественно двумя сегментами – угля/кокса и железной руды/чугуна. В рассматриваемый период их доли составили 35% и 50% соответственно. Хотя в 1 п/г 2011 г. объем продаж в натуральном выражении фактически не изменился год к году, повышение внутренних и внешних цен на кокс и чугун способствовало росту выручки. Показатель EBITDA за отчетный период снизился на 25% год к году до 4,1 млрд руб., рентабельность по EBITDA упала с 24,7% на конец 1 п/г 2010 до 16,8% на конец 1 п/г 2011. Негативная динамика отчасти объясняется ростом себестоимости производства кокса, но в большей степени – увеличением транспортных издержек в связи с включением в структуру операционных расходов группы консолидированного во 2 п/г 2010 г. нового швейцарского трейдера Industrial Metallurgical Trading, отвечающего за реализацию продукции конечным потребителям на внешних рынках и привлечение торгового финансирования. Основными статьями затрат Кокса за рассматриваемый период стали сырье и изменение остатков готовой продукции (55%), транспортные расходы (13%) и расходы на заработную плату (11%). Чистая прибыль, в свою очередь, увеличилась в 3,5 раза году к году до 1,63 млрд руб., что во многом связано с признанием в 1 п/г 2010 г. убытка от прекращенной деятельности в рамках продажи части активов конечным бенефициаром группы.

Операционный денежный поток не покрывает капзатрат. По итогам 1 п/г 2011 г. денежный поток от операционной деятельности Кокса оставался отрицательным в размере 3,1 млрд руб. против минус 401 млн руб. годом ранее, что, опять-таки, было обусловлено интеграцией в группу трейдера IMT и связанными с этим инвестициями в оборотный капитал, в частности для пополнения запасов. Однако во 2 кв. 2011 г. чистый операционный денежный поток группы был положительным (+1,9 млрд руб.), что при сохранении благоприятной рыночной конъюнктуры позволяет ожидать улучшения ситуации по итогам уже 2 п/г 2011 г. В то же время капитальные затраты за рассматриваемый период существенно увеличилась – до 2,5 млрд руб. с 1,4 млрд годом ранее, что было обусловлено расходами на строительство шахт «Бутовская» и им. Тихова. Совокупный размер инвестиционной программы компании на 2011 г. невелик – 6,3 млрд руб., при том что существенно отрицательный денежный поток мог ограничить возможности компании по финансированию капзатрат и стать причиной дополнительных заимствований. К тому же в 2012 г. ожидается пик инвестиционной нагрузки, что связано с вступлением в завершающую фазу приоритетных проектов – строительства шахт «Бутовская» и им. Тихова. Общий размер капитальных затрат на 2012–2013 гг. составит порядка 9 млрд руб. ежегодно, что планируется финансировать как за счет собственных средств, так и путем привлечения заимствований.

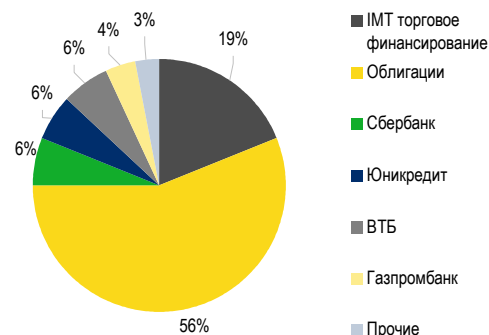
Дальнейшая вертикальная интеграция обеспечит рост, но потребует существенных инвестиций

Консолидация ИМТ привела к росту долговой нагрузки.

В 2011 г. компания достаточно активно привлекала заемные средства для рефинансирования своего долгового портфеля и финансирования инвестиционной программы, однако основной причиной роста обязательств по итогам первой половины года стала интеграция вышеупомянутой компании-трейдера ИМТ. Совокупный долг Кокса на конец 1 п/г 2011 г. составил 26 млрд руб., увеличившись на 25% с начала года. В июне компания разместила новый выпуск рублевых облигаций Кокс-БО-2 объемом 5 млрд руб. взамен погашения старого, а также евробонды с погашением в 2016 г. на сумму 350 млн долл. для рефинансирования банковских обязательств, что, кроме прочего, позволило существенно снизить стоимость обслуживания долга – с 8,8% до 6,91%. В результате всех изменений показатели долговой нагрузки Долг/EBITDA и Чистый Долг/EBITDA по итогам полугодия повысились с 2,3 до 3,4 и с 2,0 до 3,2 соответственно, а структура портфеля несколько ухудшилась: доля краткосрочного долга за рассматриваемый период выросла с 25% до 30%. Основная часть задолженности Группы Кокс представлена выпусками облигаций (56%) и банковскими кредитами. Крупнейшими банковскими кредиторами группы являются Сбербанк и Юникредит банк, на долю которых приходится по 6% долгового портфеля эмитента, а еще 19% долга представлено обязательствами трейдера ИМТ. Отметим, что у компании не самая комфортная ликвидная позиция – коэффициент текущей ликвидности равен 1,1, при том что во 2 п/г 2011 г. согласно графику погашаются 6,5 млрд руб. (219 млн долл.), большая часть из которых (4,7 млрд руб.) представлена торговым финансированием.

Основная часть задолженности представлена публичным долгом

Крупнейшие кредиторы Группы Кокс, 1 п/г 2011 г.



Источники: данные компании

Долговая нагрузка на максимально допустимом уровне, однако нарушения ковенант удастся избежать. Во второй половине года стало известно, что Группа Кокс привлекла две кредитные линии в Сбербанке на общую сумму 530 млн долл., первую объемом 400 млн долл. сроком на четыре года, вторую – на 130 млн долл. на пять лет, а также кредитную линию в Газпромбанке на сумму 9,8 млрд руб. сроком на десять лет. Насколько мы понимаем, заемные средства привлекаются для реализации инвестиционной программы, пик которой наступает в 2012 г., и будут выбираться постепенно по мере необходимости, что не приведет к резкому росту долговой нагрузки. Однако уже по итогам 1 п/г 2011 г. долговая нагрузка по Долг/EBITDA приближалась к максимально допустимым уровням. Так, документы к выпуску еврооблигаций в частности содержат финансовые ковенанты, одним из которых является требование поддерживать определенный уровень долговой нагрузки (Долг/EBITDA < 3,5, 3,4 на конец 1 п/г 2011 г.), которая рассчитывается на годовой основе. Теоретически, нарушение данного обязательства частично ограничивает возможность эмитента привлекать новые заимствования (debt incurrence covenant) – в случае нарушения сохраняется возможность привлечения средств в размере до 100 млн долл. По информации компании, к концу 2011 г. удалось снизить уровень краткосрочной задолженности путем перехода к практике привлечения краткосрочного торгового финансирования через внешнего трейдера, который привлекает долг по классической схеме и не консолидирует свои показатели в группе. По мнению руководства компании, это позволит снизить уровень долговой нагрузки и избежать нарушения существующих финансовых ограничений по итогам года. Между тем мы принимаем во внимание, что низкие результаты и рост обязательств в 1 п/г 2011 г. во многом являются следствием разовой консолидации нового сбытового актива, и полагаем, что компания сможет воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой и вернуть показатели на уровень 2010 г., когда операционного потока было достаточно для покрытия инвестиционных потребностей, а долговая нагрузка находилась на комфортном уровне.

Дальнейшая вертикальная интеграция обеспечит рост, но потребует существенных инвестиций

Ключевые финансовые показатели Группы Кокс

МСФО, млн руб.

	2008	2009	2010	1 н/г 11	2011П	2012П
Выручка	48 239	26 993	44 259	24 538	53 125	58 438
Валовая прибыль	14 857	6 612	12 194	8 140		
EBITDA	13 379	4 152	9 159	4 117	8 500	10 519
Чистая прибыль	7 456	(4 517)	1 501	1 633		
Чистый долг	27 855	19 148	18 294	24 786		
Долг	29 798	19 719	21 245	26 593	23 923	32 593
Капитал	33 348	24 622	20 048	21 782		
Активы	81 125	55 178	55 022	58 215		
Валовая. рентаб.	30,8	24,5	27,6	33,2		
Рентаб. по EBITDA, %	27,7	15,4	20,7	16,8	16,0	18,0
Долг / EBITDA	2,2	4,7	2,3	3,4	2,8	3,1
Чистый долг / EBITDA	2,1	4,6	2,0	3,2	-	-
Акц. капитал / Активы	0,4	0,4	0,4	0,4		
Акц. капитал / Долг	1,1	1,2	0,9	0,8		
Козэфф. текущей ликвидности						
Доля краткоср. долга, %	53,3	48,5	24,8	29,8		
ОДП	11 647	8 771	7 808	(3 081)	6 906	7 597
Ден. поток от инв. деятельности	(5 350)	(4 047)	680	(2 557)		
Ден. поток от фин. деятельности	(6 540)	(5 615)	(6 378)	468		
Капзатраты	(5 484)	(6 113)	(3 745)	(2 486)	(6 200)	(9 000)
Свободный денеж.поток	6 163	2 658	4 063	(5 567)	706	(1 403)
ОПД/Капзатраты	2,1	1,4	2,1	(1,2)	1,1	0,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Мырסיкова, 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, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Стратегия

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

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, 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 оферта или предложение делать оферты. 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 2012

ООО «УРАЛСИБ Кэпитал»

119048, Москва

Ул. Ефремова, 8

+7 (495) 788-08-88

uralsib_research@uralsib.ru