

# Мечел (Moody's B1): На пути к повышению рейтинга

Российский рынок облигаций  
10 февраля 2011 г.

Выводы

Риски того, что Мечел в ближайшие годы столкнется с финансовыми трудностями, ограничены, даже при реализации крайне неблагоприятного сценария – значительного снижения добычи угля у компании и «жесткой посадки» китайской экономики. Согласно нашему консервативному базовому сценарию, соотношение чистый долг/ЕБИТДА Мечела на конец 2011 г. составит 1.9х и 1.5х на конец 2012 г. Инвесторы в долговые инструменты Мечела способны также выиграть в случае реализации следующих двух сценариев: 1) Moody's может повысить рейтинг Мечела, если его долговые коэффициенты достигнут соответствующих значений; 2) долговая нагрузка Мечела может значительно снизиться в случае продажи компанией 20% (или более) горнодобывающего сегмента. Мы рассматриваем инвестиции в рублевые облигации Мечела как одну из лучших инвестиционных возможностей в бумагах второго эшелона.

**Диверсифицированная структура бизнеса снижает кредитные риски:** Бизнес Мечела объединяет четыре сегмента: горнодобывающий, металлургический, ферросплавный и энергетический. Горнодобывающий сегмент – ключевое направление, обеспечившее компании 74% ЕБИТДА за 9М10 г.

**Значительное сокращение долговой нагрузки в 2010 году.** На фоне восстановления цен и спроса на ключевую продукцию Мечела в 2010 году кредитное плечо компании за период январь – сентябрь 2010 г. сократилось с 9.7х до 4.3х в терминах чистый долг/ЕБИТДА. Мечел также продемонстрировал свои возможности по успешному рефинансированию текущего долга.

**Благоприятные среднесрочные перспективы.** Согласно нашему консервативному базовому сценарию, предполагающему «мягкую посадку» экономики в Китае и значительные отсрочки запуска Эльгинского месторождения, соотношение чистый долг/ЕБИТДА Мечела на конец 2011 г. составит 1.9х и 1.5х на конец 2012 г. Свободный денежный поток компании должен полностью ее покрыть долговые выплаты в 2011 г.

**Облигации Мечела соответствуют новым требованиям ломбардного списка.** Текущий кредитный рейтинг Мечела В1 (прогноз «стабильный») от Moody's соответствует новым требованиям ЦБ для ломбардного списка и списка РЕПО.

**Вероятно повышение кредитного рейтинга в 2011 – 2012 гг.** С учетом существенного улучшения финансового положения Мечела с момента присвоения компании кредитного рейтинга в мае 2010 г. по версии Moody's и нашей благоприятной кредитной оценки среднесрочных перспектив компании мы ожидаем повышения рейтинга Мечела в период 2011-2012 гг.

**IPO горнодобывающего сегмента.** Продажа 20%-й доли в горнодобывающем сегменте позволит Мечелу сократить чистый долг до уровня в районе \$1 млрд и снизить долговые коэффициенты до консервативных значений.

Инвестиционный анализ

**Снижение объемов производства, «жесткая посадка» экономики в Китае.** Мы считаем данные риски, которые могут реализоваться при крайне неблагоприятном для компании сценарии, ключевыми для Мечела.

**Сделки M&A и капитальные инвестиции.** Стратегия развития Мечела не исключает новых крупных приобретений, а также

Риски

## Кредитные рейтинги ОАО «Мечел»

Рейтинговое агентство	Долгосрочный кредитный рейтинг	Прогноз рейтинга
Standard & Poor's	-	-
Moody's Investors Service	B1	Стабильный
Fitch Ratings	-	-

## Структура ЕБИТДА по сегментам, 9М10 г.



Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

## Ключевые показатели Мечела по US GAAP, \$ млн.

	2008	2009	9М2010
Выручка	9 951	5 754	6 976
Операционная прибыль	2 556	246	1 037
ЕБИТДА	3 016	574	1 388
Чистая прибыль	1 229	76	475
Чистый операционный ден. поток	2 230	562	(204)
Капитальные затраты	(1 171)	(610)	(669)
Свободный денежный поток	1 059	(48)	(873)
Общий долг	5 369	5 997	6 892
Долгосрочный долг	220	4 074	5 103
Краткосрочный долг	5 149	1 923	1 789
Денежные средства	255	415	282
Чистый долг	5 114	5 582	6 610
Собственный капитал	4 031	4 331	4 738
Активы	12 010	13 183	14 884
<b>Коэффициенты</b>			
Норма ЕБИТДА, %	30.3	10.0	19.9
ЕБИТДА/Процентные расходы (х)	9.3	1.2	3.2
Общий долг / ЕБИТДА (х)	1.8	10.4	4.5
Чистый долг / ЕБИТДА (х)	1.7	9.7	4.3
Общий долг / Собственный кап. (х)	1.3	1.4	1.5
Общий долг / Активы (х)	0.4	0.5	0.5

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

## Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

**СОДЕРЖАНИЕ:**

<b>Краткий обзор компании .....</b>	<b>3</b>
Диверсифицированная структура бизнеса .....	3
Частная компания с листингом на NYSE .....	4
Стратегия роста и лидерства.....	4
<b>Основные выводы .....</b>	<b>5</b>
Дефицит коксующегося угля медленно преодолевается .....	5
Последствия наводнений в Австралии .....	5
Консервативный прогноз объемов добычи по компании .....	5
Приемлимые долговые коэффициенты .....	6
Анализ чувствительности показывает низкую вероятность финансовых затруднений .....	6
Возможности снижения долговой нагрузки за счет IPO Мечел-Майнинг .....	7
Кредитный рейтинг может быть повышен в 2011 - 2012 гг .....	7
<b>Новейшие данные по ценам и рыночной конъюнктуре .....</b>	<b>8</b>
Ситуация на мировом рынке остается напряженной .....	8
Наводнения в Австралии .....	9
Китайский импорт остается стабильным .....	10
<b>Консервативные прогнозы, умеренный риск.....</b>	<b>12</b>
Коксующийся уголь - ключевой фактор роста .....	12
Среднегодовой объем роста добычи - порядка 12% .....	12
Рост EBITDA - ниже консенсус-прогноза.....	13
Тем не менее, риск финансовых затруднений незначителен .....	13
Ключевые факторы риска и чувствительности.....	14
Частичная продажа добывающего сегмента .....	15
Денежные потоки от инвестиционной деятельности .....	15
<b>Оценка рисков ликвидности .....</b>	<b>17</b>
Текущий долговой профиль .....	17
Денежный поток покрывает долговые выплаты в 2011 г.....	17
<b>Финансовые показатели .....</b>	<b>19</b>
<b>Доходности облигаций компаний сектора металлургии .....</b>	<b>20</b>

## Краткий обзор компании

### Диверсифицированная структура бизнеса

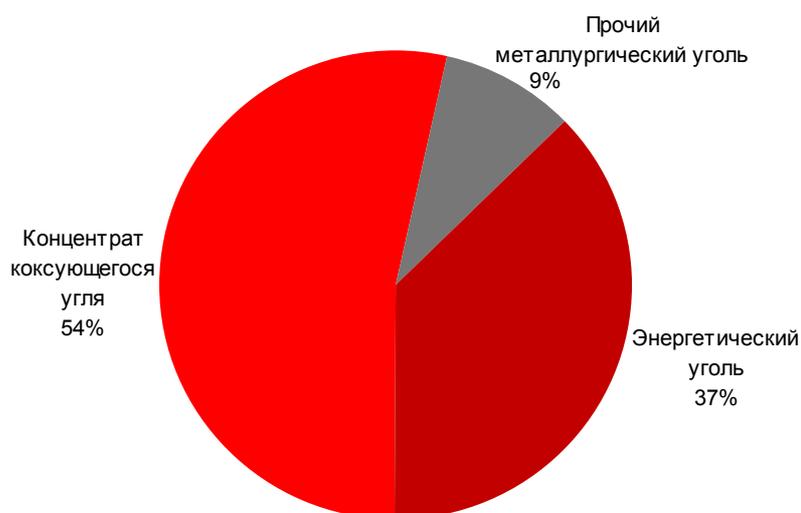
Мечел – одна из ведущих компаний в секторах горнодобычи и производства стали в России. Мечел также занимает прочные позиции на рынке добычи угля в Северной Америке через свое дочернее предприятие Bluestone. Компания представляет отчетность по четырем сегментам: добывающему, стальному, ферросплавному и энергетическому.

Бизнес Мечела объединяет производителей угля, железорудного концентрата, стали, проката, ферросплавов, продукции глубокой переработки стали, а также электрической и тепловой энергии. Компания владеет тремя торговыми портами и транспортным оператором и реализует свою продукцию в России и за рубежом. Дочерние компании Мечела расположены в 13 регионах России, в Казахстане, США, Румынии, Болгарии и Литве.

По оценкам Альфа-Банка, в 2010 г. на Мечел пришлось приблизительно 16% общероссийского производства коксующегося угля, исходя из основных марок угля, использующихся в производстве кокса. В 2010 г. заводы Мечела произвели 11.5 млн т концентрата коксующегося угля, 2 млн т прочей продукции металлургического угля и 8 млн т энергетического угля.

Исторически добывающий дивизион генерирует основную долю выручки и денежного потока компании. Так, за первые девять месяцев 2010 г. около 74% EBITDA Мечела пришлось на добывающий сегмент. В то же время, Мечел придает большое значение стальному и остальным существующим направлениям своего бизнеса для будущего развития компании.

**Илл.1: Производство добывающего дивизиона Мечела в 2010 г., млн т**



Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Стальной дивизион Мечела производит полуфабрикаты из стали, специализированный сортовой прокат из углеродистой стали, листовой прокат из нержавеющей стали, а также продукцию переработки с высокой добавленной стоимостью, в том числе метизы и штамповку. В 2010 г. Мечел произвел около 6.1 млн т стали и проката, 4.2 млн т чугуна и 3.9 млн т кокса. Добывающий дивизион Мечела полностью обеспечивает стальной бизнес компании коксующимся углем и известняком и на 75% покрывает его потребности в железной руде.

Ферросплавный и энергогенерирующий сегменты Мечела помогают компании существенно сокращать затраты. Первый обеспечивает стабильные поставки ферросплавов различных типов для основных мощностей компании по производству стали, второй обеспечивает внутренние потребности Группы Мечел и реализует электроэнергию на рынке.

## **Частная компания с листингом на NYSE**

Игорь Зюзин является контролирующим акционером Мечела; согласно информации агентства Bloomberg, ему принадлежит около 67% компании.

Мечел имеет листинг на NYSE и представляет финансовую отчетность по стандартам US GAAP на ежеквартальной основе. На 8 февраля 2011 г. рыночная капитализация Мечела, включая привилегированные акции, составляла приблизительно \$15.6 млрд.

## **Стратегия роста и лидерства**

Стратегически как сейчас, так и, вероятно, в будущем, Мечел будет нацелен на рост. Мы полагаем, что его стратегия роста будет включать четыре основных направления: 1) органическое расширение российского и североамериканского добывающего бизнеса, особенно в сегменте добычи угля; 2) приобретения, в первую очередь предприятий, добывающих уголь и железную руду; 3) постепенные улучшения в российском сегменте производства продукции дальнейшей переработки стали; 4) установка перерабатывающих мощностей для переработки побочной продукции действующего производства в продукцию коммерческого ассортимента.

## **Основные выводы**

Альфа-Банк придерживается более консервативного взгляда на динамику глобального экономического цикла, нежели большинство других организаций, дающих экономические прогнозы. В частности, наш базовый сценарий предусматривает значительное замедление экономического роста в Китае в 2011-2012 гг.

Поскольку Китай потребляет около 46% всей производимой в мире стали, такое замедление роста вызовет сжатие темпов увеличения мирового потребления стали с 12% в год в 2010 г. до примерно 5% в год в 2011-2012 гг.

## **Дефицит коксующегося угля медленно преодолевается**

Еще до наводнения в Австралии спрос на коксующийся уголь превысил предложение, породив дефицит, спровоцировавший резкий скачок цен в течение 2010 г. и 1Кв11. Дефицит возник вследствие того, что спрос на коксующийся уголь вырос примерно на 13% (почти на уровне роста потребления стали) при намного более медленном росте предложения.

По мере снижения спроса на сталь и, соответственно, на коксующийся уголь в 2011-2012 гг., предложение коксующегося угля начнет догонять спрос. Это создаст условия для постепенного выправления дефицита.

Однако предложение угля вряд ли сможет расти намного быстрее, чем на 5% в год. Соответственно, по нашей оценке, цены на коксующийся уголь достигнут максимума в 2011 г. (\$255/т), после чего начнут скорее постепенно, нежели резко снижаться.

## **Последствия наводнений в Австралии**

Наводнения в Австралии будут означать потерю примерно 2% мирового производства коксующегося угля. Уровень воды в реках начал снижаться, но новые дожди, которых нельзя исключить в оставшиеся 1.5-2 месяца дождливого сезона, могут привести к новым наводнениям.

В результате контрактные цены во втором квартале вырастут, скорее всего, значительно выше уровня первого квартала (\$225/т). Наш прогноз составляет \$275/т, но реальные цены могут достичь уровня \$350/т и выше.

Мечел получает примерно три четверти своей EBITDA от операций в горнодобывающем сегменте. В пределах этого сегмента добыча коксующегося угля является важнейшим центром прибыли.

## **Консервативный прогноз объемов добычи по компании**

На уровне компании Альфа-Банк опять-таки придерживается консервативной оценки ситуации.

Наши оценки намного более консервативны, чем оценки других аналитиков. Мы предполагаем, что в 2010-2012 гг. Мечел будет наращивать добычу коксующегося угля в среднем на 12% в год. Этот

прогноз основан на следующих допущениях: 1) авария на обогатительной фабрике Якутугля приведет к единовременной потере добычи в размере 0.5 млн т (4%); и 2) начало добычи на Эльгинском месторождении задержится. Недавняя информация, предоставленная руководством Мечела, позволяет предполагать, что потери объемов добычи в 2011 г. могут оказаться очень небольшими или нулевыми благодаря мероприятиям по ликвидации последствий аварии на обогатительной фабрике и наличию дополнительных обогатительных мощностей, позволяющих компенсировать потери добычи в 1Кв11, вследствие чего наш текущий прогноз на 2011ФГ оказывается излишне консервативным.

Более низкий прогноз Альфа-Банка по объемам добычи и более высокий – по уровню затрат по сравнению с консенсус-прогнозом дает цифру EBITDA на 2011 г. и 2012 г. на уровне \$2 750 млн. Наш прогноз EBITDA на 2012 г. на \$650 млн, или примерно на 20%, ниже консенсус-прогноза.

## Приемлемые долговые коэффициенты

При наших консервативных прогнозах отношение чистого долга к EBITDA Мечела снизится с 3.3х в конце 2010 г. до 1.5х к концу 2012 г.

**Илл. 2: Основные долговые коэффициенты**

	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Чистый долг/EBITDA	0.4	2.0	1.7	9.7	3.3	1.9	1.5
Чистый долг/ Собственный капитал	0.1	0.9	1.2	1.3	1.3	0.8	0.6

*Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка. В расчетах учитывается показатель EBITDA за год, чистый долг и акционерный капитал – на конец года*

## Анализ чувствительности показывает низкую вероятность финансовых затруднений

Мы полагаем, что ключевые риски связаны с операционными проблемами в производственной области, способными вызвать сокращение объемов добычи коксующегося угля, а также реализация сценария «жесткой посадки» китайской экономики, которая вызвала бы сокращение потребления стали и резкое снижение цен на коксующий уголь (и иные сырьевые товары).

Мы выполнили две проверки чувствительности нашей модели. В первой мы допустили значительную проблему в области добычи, приводящую к падению объемов добычи коксующегося угля на 25%. В этом случае, при объеме EBITDA в 2012 г. на уровне \$2 237 млн и увеличении чистой задолженности отношение чистый долг/EBITDA выходит на уровень 2.0х.

При второй проверке чувствительности нашей модели мы предположили резкое ухудшение экономической конъюнктуры в Китае и падение цен коксующегося угля с уровня нашего прогноза (\$240/т) до \$180/т. В этом случае EBITDA Мечела в 2012 г. составит \$1 983 млн, то есть останется примерно на уровне 2010 г., вследствие чего отношение чистый долг/EBITDA составит 2.2х.

Оба этих расчета чувствительности, демонстрируют, как мы полагаем, относительно небольшую вероятность финансовых затруднений для компании в 2011-2012 гг. даже в случае реализации еще более негативных для компании сценариев.

## **Возможности снижения долговой нагрузки за счет IPO Мечел-Майнинг**

По имеющейся информации, Мечел направил инвестиционным банкам запросы на предложения по размещению акций части его горнодобывающего бизнеса – компании Мечел-Майнинг.

По нашей оценке, акции этого подразделения удастся разместить с рыночной стоимостью не менее 6.5x EV/EBITDA 2011 г.

Это консервативное допущение, учитывающее цену, реализованную в ходе самой последней подобной сделки – продажи компании Massey Energy (конец января 2011 г.), которая была оценена на 8x по форвардному мультипликатору EV/EBITDA.

При продаже инвесторам 20% подразделения с удержанием компанией всех поступлений от размещения чистый долг Мечел сократится примерно до \$1 млрд, и в этом случае, даже с учетом снижения EBITDA (20% EBITDA необходимо будет отнести на миноритарных инвесторов), компании удастся снизить нормативы задолженности до чрезвычайно низких уровней.

## **Кредитный рейтинг может быть повышен в 2011-2012 гг.**

В настоящий момент Мечел имеет кредитный рейтинг одного из трех ведущих мировых рейтинговых агентств – Moody's. В мае 2010 г. агентство присвоило компании международный корпоративный рейтинг B1, прогноз рейтинга – «стабильный».

Среди основных факторов, поддерживающих рейтинг Мечела, Moody's выделяет запасы угля компании, которые являются крупнейшими в России, и его статус ведущего производителя стали и угля на внутреннем российском рынке. Также Moody's отмечает эффективную бизнес-модель компании, которая обеспечивается высокой степенью вертикальной интеграции.

Согласно Moody's, ключевым кредитным риском для Мечела является его агрессивная структура капитала со значительной долей заемных средств и невысоких показателях денежных потоков. Среди других основных рисков – зависимость компании от подверженной циклическим колебаниям сталелитейной и угольной отрасли.

Агентство Moody's отметило, что для повышения рейтинга Мечела, соотношение Долг/EBITDA компании должно снизиться до 2.5x, а свободный денежный поток должен выйти на положительный уровень в течение ближайших двух лет.

Согласно нашему прогнозу, Долг/EBITDA Мечела упадет ниже 2.5x к концу 2011 г., а свободный денежный поток станет позитивным. Таким образом, мы ожидаем, что Moody's повысит рейтинг компании во второй половине 2011 г. или в 2012 г.

### **Илл. 3: Мечел должен достичь целевых значений показателей Moody's для повышения рейтинга в 2011 г.**

	2010П	2011П	2012П	Цель
Долг/EBITDA	3.3	2.0	1.6	<2.5
Свободный денежный поток	-278	1 719	1 624	позитивный

*Источник: Отдел исследований Альфа-Банка; целевой показатель для повышения рейтинга Moody's согласно отчету о присвоении агентством рейтинга Мечелу от 24 мая 2010 г.*

## Новейшие данные по ценам и рыночной конъюнктуре

18 января 2011 г. мы внесли следующие изменения в наш прогноз эталонной цены коксующегося угля:

**Илл. 4: Изменения ценовых прогнозов**

	2010		2011П		2012П		2013П	
	Новый	Старый	Новый	Старый	Новый	Старый	Новый	Старый
Мировой бенчмарк по кокс. углю, \$/т	191	195	255	240	240	235	230	230
Внутр. полутвердый уголь, \$/т	130	135	174	170	163	155	157	135

*Источник: отраслевые источники, Отдел исследований Альфа-Банка*

Ниже приводятся наши прогнозы сырьевых цен и динамики курса рубля. Все наши прогнозы по уровням сырьевых цен существенно ниже уровня спотовых цен.

**Илл. 5: Прогноз по ценам на сырье и углю, \$/млн т**

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	Спотовая цена
Железная руда, FOB Австралия	61	111	61	100	130	125	160
Твердый кокс. уголь, FOB Австралия	129	300	129	195	255	240	385
Никель, LME	36	17	15	22	22	19	28
Г/к лист, Черное море	460	530	867	593	670	680	730
Рубль	25.3	24.8	31.6	30.3	30.0	30.0	29.6

*Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка*

## Ситуация на мировом рынке остается напряженной

В 2011 г. дефицит коксующегося угля на мировом рынке обострится, с сохранением дефицитной ситуации в 2012 г., несмотря на замедление мирового роста спроса на сталь в 2011-2013 гг. до уровней, выражающихся однозначными цифрами. Сохранение и усугубление дефицита в 2011 г. оправдывает наш прогноз роста цены на \$64/т г/г в 2011 г. По мере некоторого смягчения дефицита в 2012 г., с некоторой нормализацией роста спроса второй год подряд (в сравнении с рекордным приростом на 12% в 2010 г.) мы ожидаем, что цены несколько снизятся, но все же останутся на существенно повышенном уровне – в интервале \$200-250/т.

**Илл.6: Модель мирового спроса и предложения коксующегося угля, млн т**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
<b>Мировое производство чугуна</b>										
Мировое производство чугуна	724	801	881	946	927	898	1 008	1 055	1 113	1 157
Китай	257	337	408	467	469	544	598	634	682	716
Остальной мир	467	463	473	479	458	355	410	421	431	441
<b>Потребление кокс. угля на тонну чугуна</b>	0.84	0.81	0.81	0.84	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
<b>Общее мировое потребление кокс. угля</b>	<b>607</b>	<b>646</b>	<b>718</b>	<b>796</b>	<b>765</b>	<b>741</b>	<b>832</b>	<b>870</b>	<b>919</b>	<b>955</b>
<i>рост, %</i>		6%	11%	11%	(4%)	(3%)	12%	5%	6%	4%
<i>Изменение запасов</i>	0	0	0	0	24	(16)	(8)	0	0	0
<i>Баланс по сырому углю</i>	0	0	0	0	24	(16)	(10)	(23)	(12)	(1)
<i>Баланс по концентрату (@ 73%)</i>	0	0	0	0	17	(12)	(7)	(17)	(9)	(1)
<b>Мировое производство кокс. угля</b>										
<b>Всего</b>	<b>607</b>	<b>646</b>	<b>718</b>	<b>796</b>	<b>789</b>	<b>725</b>	<b>815</b>	<b>847</b>	<b>907</b>	<b>954</b>

для внутренних нужд	422	459	524	592	581	526	584	608	627	646
СНГ	72	65	68	71	67	61	70	76	77	77
Китай	288	335	400	464	460	415	455	469	483	497
Другие страны	63	59	56	57	54	50	59	63	68	72
экспорт	185	187	195	204	208	199	231	240	280	307
Австралия	93	100	100	110	110	110	117	110	129	134
США/Канада	35	38	35	39	50	45	55	59	63	67
Россия	11	14	13	15	15	13	20	25	36	46
Другие страны	36	30	39	32	26	31	39	45	52	60

Источник: *McCloskey, отраслевые источники, Отдел исследований Альфа-Банка*

## Наводнения в Австралии

Наводнения в провинции Квинсленд повлияли на работу ключевых угольных бассейнов Боуэн и Сурат, расположенных в этой провинции. Наводнения, судя по всему, имели значительные последствия, хотя остановка работы по каждому из добывающих предприятий не подтверждается. Учитывая, что добыча на большинстве месторождений ведется открытым способом, мы предполагаем, что карьеры в значительной степени заводнены. Наша оценка потерь добычи, приходящихся на данную провинцию, составляет двухмесячный объем добычи, или 15 млн тонн.

### Илл. 7: Влияние наводнений на предложение коксующегося угля

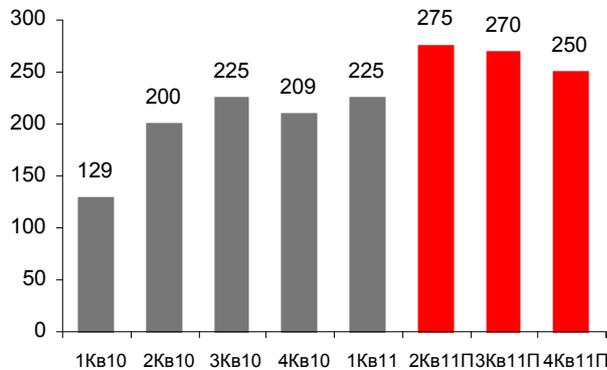
Потери по производству в связи с наводнениями в Квинсленде, млн т	15	Доля потерь из-за наводнений
Экспорт кокс. угля Австралией в 2011 г., млн т	110	13.6%
Мировая морская торговля кокс. углем в 2011 г., млн т	240	6.3%
Мировое производство кокс. угля в 2011 г., млн т	847	1.8%

Источник: *Отдел исследований Альфа-Банка*

Соответственно, экспортный потенциал Австралии сократится в этом году до 110 млн тонн, что соответствует снижению на 6% относительно уровня прошлого года. Недополученные 15 млн тонн добычи соответствуют в целом 13% экспорта Австралии, 6% общемирового объема коксующегося угля, поставляемого морским путем, и 2% мировой добычи коксующегося угля. Это следует расценивать как существенную, но не катастрофическую потерю для мирового рынка.

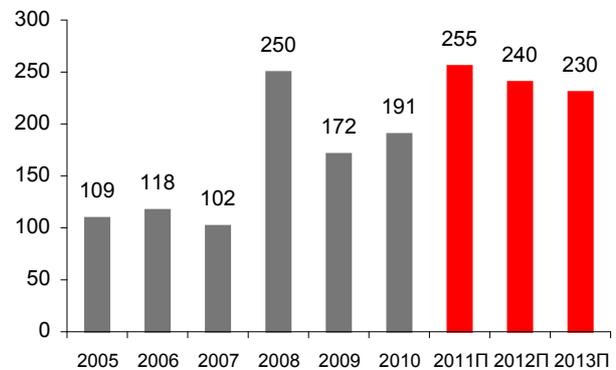
Это ключевой фактор, вынуждающий нас повысить наш прогноз цен на коксующий уголь на 2011 г. до \$255/т. Поскольку мы полагаем, что влияние данного фактора не выйдет за пределы краткосрочного периода, мы не ожидаем его значимого влияния на уровень цен в 2012 г. и 2013 г. Скорее всего, оно будет выражаться диапазоном \$10-20/т.

**Илл. 8: Мировая индикативная цена на кокс.. уголь по кварталам, 2010-11, \$/т**



Источник: Отраслевые источники, Отдел исследований Альфа-Банка

**Илл. 9: Мировая индикативная цена на кокс. уголь по годам, 2005-13 (календарный год), \$/т**

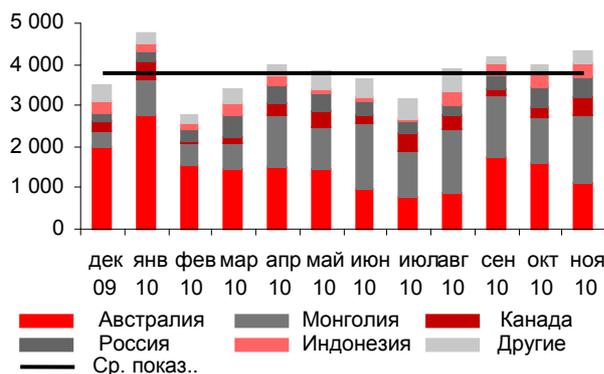


Источник: Отраслевые источники, Отдел исследований Альфа-Банка

## Китайский импорт остается стабильным

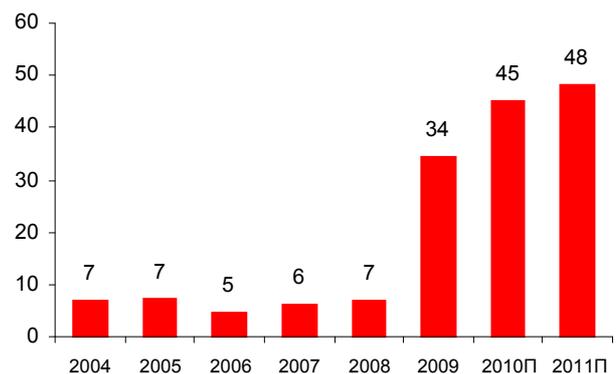
Ключевым фактором поддержки ценовых уровней остается китайский импорт коксующегося угля. На 2010 г. мы прогнозировали импорт в эту страну в объеме 45 млн тонн, что, судя по всему, примерно совпадает с реальными показателями. На 2011 г. мы прогнозируем умеренный рост на уровне 7%, до 48 млн тонн. Мы ожидаем, что к началу 2012 г. импорт стабилизируется на уровне около 50 млн тонн, с учетом того, что рост добычи угля в России идет наравне с ростом спроса, выражающегося однозначными цифрами.

**Илл. 10: Импорт кокс. угля в Китай, по месяцам, дек 09 – ноя 10, тыс т**



Источник: Reuters, Отдел исследований Альфа-Банка

**Илл. 11: Импорт кокс. угля в Китай, по годам, млн т**



Источник: Reuters, Отдел исследований Альфа-Банка

Хотя в 2010 г. объем импорта оказался на уровне прогнозов, распределение импорта по странам-поставщикам принесло определенные сюрпризы. Доля Австралии в импорте сократилась в 2009 г. с 66% до 37%, доля Монголии выросла до 31%, а Россия оттеснила Канаду с позиции третьего по объему поставщика.

**Илл. 12: Импорт китайского кокс. угля в 2009 г. по странам, %**



Источник: Reuters, Отдел исследований Альфа-Банка

**Илл. 13: Импорт китайского кокс. угля за 11М10 по странам, %**



Источник: Reuters, Отдел исследований Альфа-Банка

Мы полагаем, что данный сдвиг в структуре китайского импорта в значительной мере объясняется ценовыми факторами. В 2009 г. средняя цена импорта австралийского коксующегося угля составляла \$150/т. Цена монгольского угля составляла лишь \$49/т, а цена поставок из Канады и России - \$166/т и \$139/т, соответственно. Несмотря на различия в качестве угля, ввозимого из различных стран, китайские потребители предпочитают более дешевое сырье. Соответственно, рост импорта из Монголии может потенциально означать снижение мировой цены, поскольку Китай, скорее всего, предпочтет закупать коксующийся уголь у своего соседа по ценам намного ниже рыночных.

## Консервативные прогнозы, умеренный риск

Альфа-Банк придерживается консервативной позиции в своей кредитной оценке среднесрочных перспектив Мечела. Несмотря на этот консервативный взгляд, вероятность того, что компания столкнется с финансовыми затруднениями, представляется нам незначительной.

## Коксующийся уголь – ключевой фактор роста

Ключевым фактором роста операционных денежных потоков компании является горнодобывающий сегмент, на который приходится примерно 75% EBITDA. В пределах данного сегмента коксующий уголь является ведущим фактором роста доходов и прибыли компании.

**Илл. 14: В генерации EBITDA лидирует добывающий сегмент, \$ млн**

	Добыча	Сталь	Ферросплавы	Энергетика	Корпоративный сектор	Всего	Добыча в % к общ.
2009	464	99	22	33	(45)	574	81%
9M10*	1 025	293	52	37	(19)	1 388	74%
2010П	1 447	400	75	50	(26)	1 946	74%
2011П	2 115	508	93	62	(30)	2 748	77%
2012П	2 060	563	89	70	(32)	2 750	75%

\* неаудированные данные

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

## Среднегодовой объем роста добычи – порядка 12%

Как и у многих других быстрорастущих угледобывающих компаний, прогнозы Мечела по наращиванию объемов добычи в последние годы снизились в связи с отставаниями во вводе мощностей и другими проблемами в области производства. Альфа-Банк снизил свой прогноз на 2011 г. добычи концентрата коксующегося угля у Мечела до 12.7 млн тонн (в 2010 г. компания добыла 11.5 млн тонн.). Наш прогноз среднегодового роста объемов добычи угля у Мечела на период в 2010-2012 гг. составляет 12%. Кроме того, Мечел наращивает производство другой продукции металлургического угля, такой как антрацит и угольный порошок (PCI).

**Илл 15: Добыча коксующегося и прочего металлургического угля, млн т**

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П
Концентрат коксующегося угля	9.6	11.0	7.6	11.5	12.7	14.3
Прочий металлургический уголь	0	0	0.7	2.0	2.3	2.6
Всего по металлургическому углю	9.6	11.0	8.3	13.5	15.0	16.9

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Эти прогнозы ниже прогнозов рынка. Мы полагаем, что мы снизили наши прогнозы роста объемов добычи концентрата коксующегося угля резче, чем большинство аналитиков. В приводимой далее таблице (Илл.16) мы указываем несколько ключевых факторов, обуславливающих наш пересмотренный прогноз.

**Илл. 16: Изменение прогнозов по производству концентрата коксующегося угля Мечелом**

Дата прогноза	Прогноз добычи концентрата коксующегося угля на 2011 г., млн т
5-ноя-09	15.2
15-июл-10	14.4
18-января-11	12.7
Общее снижение прогноза, млн т	2.6
Общее снижение прогноза, %	17%
Основания для снижения прогноза	Отсрочка запуска Эльгинского месторождения Авария на обогатительной фабрике Якутугля Медленное восстановление объемов в целом

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

## Рост EBITDA – ниже консенсус-прогноза

Отчасти вследствие понижения нашего прогноза по объемам добычи у Мечела, а также снижения ценовых прогнозов (см. Илл. 5, где представлен прогноз динамики цен на сырьевые товары), наш прогноз роста EBITDA компании на 2011 – 2012 гг. оказывается ниже консенсус-прогноза.

**Илл. 17: EBITDA 2011 и 2012, Альфа/консенсус, \$ млн**

	2011	2012
Альфа	2 748	2 750
Консенсус	3 086	3 400
Разница	(338)	(650)
% разница	(13%)	(19%)

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Bloomberg

## Тем не менее, риск финансовых затруднений незначителен

Несмотря на наши консервативные прогнозы по объемам добычи компании и динамики цен на сырьевые товары, мы ожидаем, что Мечелу в ближайшие два года удастся обеспечить значительное сокращение долговой нагрузки и нормативов задолженности.

**Илл. 18: Основные прогнозы показателей отчета о прибылях и убытках, отчета о движении ДС, баланса и долговых коэффициентов, \$ млн**

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
EBITDA	1 695	3 016	574	1 946	2 748	2 750
Налоги	(356)	(119)	(19)	(230)	(445)	(463)
Чистый оборотный капитал	(350)	(370)	195	(814)	116	(113)
Прочие	(108)	(936)	75	0	0	0
Операционный ДП	881	1 591	825	902	2 419	2 174
Капвложения	(833)	(1 171)	(610)	(1 100)	(700)	(550)
Приобретения/продажи	(2 567)	(2 254)	(12)	(80)	0	0
ДП от инвест. деятельности	(3 400)	(3 425)	(622)	(1 180)	(700)	(550)
Чистые процентные доходы/расходы	2 022	(723)	(436)	(540)	(463)	(366)
Изменения в валовых заимствованиях	891	1 738	697	400	(900)	(1 200)
Дивиденды	(318)	(468)	(134)	(30)	(111)	(237)
Прочие	(128)	0	(920)	0	0	0
ДП от финансирования	2 467	547	(793)	(170)	(1 474)	(1 803)

ДС на начало периода	173	237	255	415	(18)	308
ДС на конец периода	237	255	415	(18)	308	286
Общее изменение ДС	(52)	(1 288)	(590)	(448)	245	(179)
Краткосрочная задолженность	1 135	5 149	1 923	1 800	1 600	1 400
Долгосрочный долг	2 322	220	4 074	4 597	3 897	2 897
Общий долг	3 457	5 369	5 997	6 397	5 497	4 297
Чистый долг	3 220	5 114	5 582	6 415	5 189	4 011
Чистый оборотный капитал	1 131	1 105	910	1 724	1 609	1 721
Акционерный капитал	3 505	4 031	4 331	5 022	6 216	7 340
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>9.7</b>	<b>3.3</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>
<b>Чистый долг/акционерный капитал</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>
<b>Общий долг/акционерный капитал</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>
<b>Чистый оборотный капитал/продажи</b>	<b>16.9%</b>	<b>11.1%</b>	<b>15.8%</b>	<b>18.4%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.9%</b>

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Bloomberg

## Ключевые факторы риска и чувствительности

Имеется два ключевых фактора риска, которые могут оказать негативное влияние на рентабельность компании.

Первый фактор – это проблемы в сфере добычи, не только обнуляющие весь предполагаемый прирост, но и означающие снижение добычи на действующих шахтах. Мы учитываем этот фактор риска в виде сокращения добычи на 25% относительно нашего прогноза на 2012 г., то есть до уровня 10.7 млн тонн, или ниже *фактического* объема добычи 2010 года (11.5 млн тонн). В этом случае ЕБИТДА Мечела сокращается на 19%, а коэффициент чистый долг/ЕБИТДА на конец 2012 г. составляет 2х.

Второй фактор риска – «жесткая посадка» китайской экономики, вызывающая снижение потребления стали и, соответственно, спроса на коксующий уголь. По нашей оценке, даже если потребление стали в Китае останется на нынешнем уровне, цена коксующегося угля сократится только до \$180/т (цена контрактов на 1кв11 составляет \$225/т). В этом случае ЕБИТДА Мечела сокращается на 28%, а коэффициент чистый долг/ЕБИТДА на конец 2012 г. составляет 2.2х.

Мы также отражаем в наших расчетах влияние удорожания рубля на 10%.

Даже при совпадении всех трех указанных выше факторов, когда ЕБИТДА Мечела сокращается примерно до половины прогнозного уровня, коэффициент "чистый долг/ЕБИТДА" только начинает приближаться к уровням, означавшим условное финансовое неблагополучие компании (3.1х).

### Илл. 19: Влияние основных сценариев риска на коэффициент чистый долг/ЕБИТДА по состоянию на конец 2012 г.

	Альфа	Сценарий	Дельта	ЕБИТДА	% изм.	Чистый долг/ЕБИТДА
Снижение объемов на 25%, млн т	14.3	10.7	(3.6)	2 237	(19%)	2.0
Снижение цены угля на 25%, \$/т	240	180	(60)	1 983	(28%)	2.2
Укрепление рубля на 10%, руб/\$	30	27	(3)	2 681	(2%)	1.7
Все три события				1 457	(47%)	3.1

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

## Частичная продажа добывающего сегмента

Среди возможных сценариев, способных привести к существенному улучшению финансового положения Мечела – частичная продажа компанией добывающего сегмента.

Чтобы показать позитивный эффект такой меры, мы рассмотрели сценарий продажи компанией 20% первичных акций добывающего бизнеса по цене 6.5x EV/EBITDA 2011г., с сохранением 100% поступлений от этой продажи в распоряжении Группы Мечел.

### Илл. 20: Сценарии с учетом продажи части добывающего сегмента, \$ млн

	Прогноз Альфы	Proforma
EBITDA	2 748	2 233
Чистый долг	3 958	1 031
Акционерный капитал	5 030	8 647
Чистый долг/EBITDA	1.4	0.5
Чистый долг/акционерный капитал	0.5	0.1
Продажа 20% добывающего сегмента		
MV при EV @ 6.5x 2011 EBITDA	14 635	
Денежная прибыль компании	2 927	

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Мы полагаем, что цена на уровне 6.5x EV/EBITDA 2011 г. – это консервативная оценка. Самая последняя сделка в отрасли – продажа компании Massey Energy 31 января 2011 г. – показывает, что индикативная оценка соответствует 8x форвардного мультипликатора EV/EBITDA, причем речь шла о компании, которая находится намного выше на кривой затрат и обладает более скромными запасами и перспективами роста.

## Денежные потоки от инвестиционной деятельности

Наши прогнозы по денежным потокам и долговой нагрузке Мечела не предусматривают никаких приобретений у компании до 2012 г. Существует риск, что Мечел совершит несколько небольших – или одно крупное – приобретение в 2011-12 гг., в частности после снижения коэффициентов долга, как показано на Илл. 18. Максимальный риск для денежных потоков здесь, на наш взгляд, составляет порядка \$1.5 млрд. Мечелу сложно будет купить разработанные добывающие активы в рамках этого бюджета, поэтому, более вероятно, что компания будет приобретать активы, находящиеся на стадии разработки. Тем не менее, вряд ли Мечел станет приобретать подобные активы до успешного запуска Эльгинского месторождения.

Мы прогнозируем снижение капитальных затрат с \$1.1 млрд в 2010 г. до \$700 млн и \$550 млн в 2011 г. и 2012 г., соответственно. Этот прогноз исходит из того, что инвестиционная программа для Эльгинского месторождения будет реализована без значительных задержек.

Наш прогноз капитальных затрат Мечела, как и прогноз его доходов, является более консервативным, чем рыночный, и, таким образом, ниже,

чем консенсус-прогноз. Существует значительный риск, что мы недооценили объем капитальных затрат, необходимых для разработки Эльгинского месторождения. Также возможно, что Мечел ускорит капитальные вложения в другие сегменты бизнеса, кроме добычи.

**Илл. 21: Риски для нашего прогноза капитальных затрат, \$ млн**

	2010	2011	2012
Прогноз капитальных затрат (Альфа)	-1 100	-700	-550
Риски:			
Эльгинское месторождение	Минимальный	-500	-500
Прочие	Минимальный	-200	-200
Потенциальные капитальные затраты	-1 100	-1 400	-1 250

*Источник: Отдел исследований Альфа-Банка*

### **Наличные, полученные от частичной продажи добывающего сегмента, могут быть потрачены**

Продажа Мечелом доли в добывающем сегменте может быть осуществлена параллельно с крупным приобретением или проектом развития, которые абсорбируют наличные, привлеченные компанией от данного размещения.

## Оценка рисков ликвидности

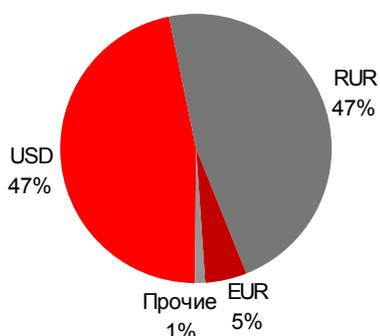
### Текущий долговой профиль

На 30 сентября 2010 г. общий долг Мечела составлял \$6.9 млрд, а чистый долг - \$6.6 млрд, согласно отчетности по стандартам US GAAP. По нашим оценкам, на эту дату соотношение чистый долг/EBITDA у Мечела составляло 4.3x.

Одной из причин роста чистого долга в 2010 г. стало увеличение оборотного капитала, объем которого вырос до 18.4% продаж к концу прошлого года против среднего значения 14.7%, наблюдаемого в 2006-09 гг. Мы считаем, что этот рост был обусловлен несколькими факторами. К концу 2010 г. цены на продукцию компании значительно выросли, увеличивая стоимость запасов и дебиторской задолженности по отношению к продажам прошлого года. Кроме того, транспортные затруднения, наблюдаемые осенью 2010 г., могли привести к накоплению аномально высоких запасов угля.

Валютная структура долга Мечела, на наш взгляд, хорошо сбалансирована. Около 47% заимствований Мечела по состоянию на 1 декабря 2010 г. было номинировано в рублях, при том, что рублевая выручка составила 50% от общего объема выручки, полученной компанией за 9M10.

**Илл. 22: Валютная структура долга на 01.12.10**



Источник: Отчеты компании, отдел исследований Альфа-Банка

**Илл. 23: График погашения долга на 01.12.10**



Источник: Отчеты компании, отдел исследований Альфа-Банка

График погашения задолженности Мечела не предусматривает значительных пиков выплат до 2013 г. Ежегодные выплаты по невозобновляемым кредитам компании составляют \$1.0-1.5 млрд.

### Денежный поток покрывает долговые выплаты в 2011 г.

По нашей оценке, невозобновимые займы и кредиты Мечела со сроками оплаты в 2011 г., составляющие, по информации компании, \$951 млн, о перекрываются свободными денежными потоками компании за вычетом

процентов и дивидендов (включая выплату обязательных дивидендов по привилегированным акциям), которые составят \$1,145 млн.

Норматив покрытия в 2012 г. составляет, по нашей оценке, ниже 1х, что в основном связано с более крупными затратами на рефинансирование задолженности (\$1.5 млрд).

---

**Илл. 24: Средства для погашения задолженности, \$ млн**


---

	2011	2012	2013	2014+
Погашение кредитов				
Кредиты и облигации	951	1 452	1 225	2 024
Возобновляемые кредитные линии	535	435	0	0
Всего	1 486	1 887	1 225	2 024
Операционный ДП	2 419	2 174		
Финансовый ДП	(700)	(550)		
Проценты и дивиденды	(574)	(603)		
Всего: СДП на погашение задолженности	1 145	1 021		
Покрытие	1.2	0.7		
Покрытие EBITDA	4.0	2.0		

---

*Источник: презентация компании за 3Кв10, Отдел исследований Альфа-Банка*

## Финансовые показатели

**Илл. 25: Мечел: отчет о прибылях и убытках, \$ млн**

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Выручка	6 684	9 951	5 754	9 394	10 386	10 849
Операционная прибыль	1 398	2 556	167	1 446	2 213	2 190
ЕВITDA	1 695	3 016	574	1 946	2 748	2 750
Процентные расходы и доходы	(87)	(336)	(478)	(540)	(463)	(366)
Прочие неоперационные статьи	74	(896)	0	0	0	0
ЕВТ	1 385	1 348	95	906	1 750	1 824
Налоги	(356)	(119)	(19)	(230)	(445)	(463)
Чистая прибыль	1 029	1 229	76	676	1 306	1 361
Доля меньшинства	(116)	(89)	(3)	(49)	(95)	(99)
Дивиденды по привилегированным акциям	0	0	(134)	(15)	(81)	(157)
Чистая прибыль на обычные акции	913	1 140	(61)	627	1 211	1 262
EPS, скоррект.	1.83	2.28	0.15	1.26	2.43	2.53
<b>Рентабельность</b>						
Операционная	21%	26%	3%	15%	21%	20%
чистой прибыли	15%	12%	1%	7%	13%	13%
ЕВITDA	25%	30%	10%	21%	26%	25%

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

**Илл. 26: Мечел: баланс, \$ млн**

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
ДС и эквиваленты	237	255	415	(18)	308	286
Тов.- мат. запасы	1 007	1 365	1 036	1347	1 441	1 542
Дебиторская задолженность	347	429	348	875	700	749
Прочие оборотные активы	646	696	684	684	684	684
Итого, оборотные активы	2 237	2 745	2 483	2 887	3 133	3 261
Основные средства	3 702	4 278	4 461	5 061	5 226	5 216
Прочие необоротные активы	5 526	7 732	8 722	8 722	8 722	8 722
Всего, активы	9 228	12 010	13 183	14 187	14 598	14 716
Всего, долг	3 457	5 369	5 997	6 397	5 497	4 297
Кредиторская задолженность	223	689	474	498	533	570
Прочие краткосрочные обязательства	633	6 341	623	900	963	963
Прочие долгосрочные обязательства	1 757	1 757	1 757	1 371	1 389	1 546
Акционерный капитал	3 505	4 031	4 331	5 022	6 216	7 340
Всего, обязательства и акц. капитал	9 228	12 010	13 183	14 187	14 598	14 716
Чистый долг	3 220	5 114	5 582	6 415	5 189	4 011

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

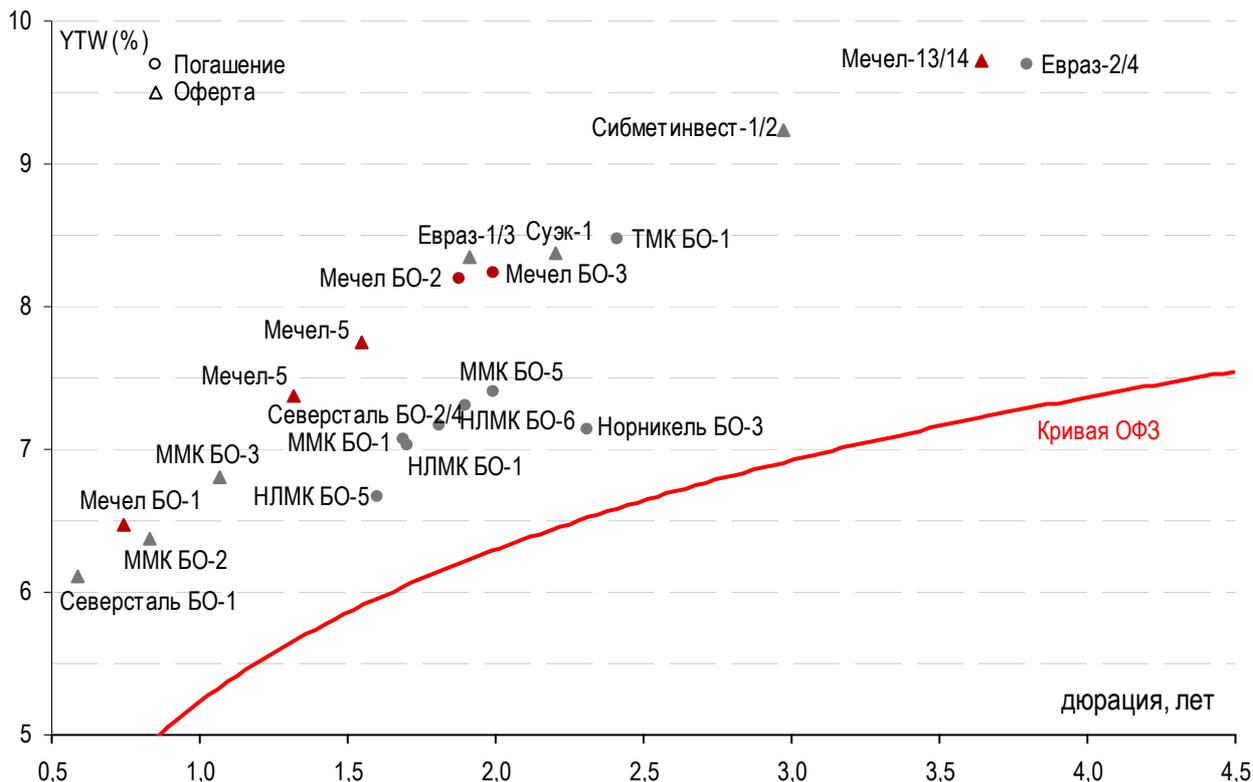
**Илл. 27: Мечел: отчет о движении денежных средств, \$ млн**

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П
Чистая прибыль	1 029	1 229	76	676	1 306	1 361
Амортизация	290	496	493	500	535	560
Прочее/доли	133	262	436	540	463	366
Изменения оборотного капитала	(350)	(370)	195	(814)	116	(113)
Операционный ДП	881	1 591	825	902	2 419	2 174
Чистый прирост осн. средств	(833)	(1 171)	(610)	(1 100)	(700)	(550)
Прочие ДС от инвест. деятельности	(2 567)	(2 254)	(12)	(80)	0	0
ДП от инвестиций	(3 400)	(3 425)	(622)	(1 180)	(700)	(550)
Чистые заимствования	891	1 738	697	400	(900)	(1 200)
Чистый процентный доход (расходы)	2 022	(723)	(436)	(540)	(463)	(366)
Уплаченные дивиденды – обыкн. акции	(318)	(468)	0	(15)	(30)	(80)
Уплаченные дивиденды – прив. акции	0	0	(134)	(15)	(81)	(157)
Прочие ДС от финансовой деятельности	(128)	0	(920)	0	0	0
ДП от финансирования	2 467	547	(793)	(155)	(1 393)	(1 646)

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

## Доходности облигаций компаний сектора металлургии

**Илл. 28: Доходности рублевых облигаций сектора металлургии и угольной промышленности**



Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка; Все котировки по состоянию на 9 февраля 2011 г.

## Информация

<b>Альфа-Банк (Москва)</b>	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
<b>Управление долговых ценных бумаг и деривативов</b>	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
<b>Торговые операции</b>	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050) Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
<b>Аналитическая поддержка</b>	Станислав Боженко, Ph.D. старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121) Барри Эрлих, CFA старший аналитик по металлургии (+7 495) 785-9568 Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
<b>Долговой рынок капитала</b>	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Александр Бойцов, Старший менеджер (7 495) 974-2515 (доб. 7120) Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2011 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

**Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.**

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.