

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ОБЪЕМОМ 10 МЛРД РУБ. НА ТРИ ГОДА

Наш фаворит. Недавно Евраз объявил о первичном размещении новых рублевых облигаций объемом 10 млрд долл. сроком обращения десять лет с офертой через три года. Мы рекомендуем инвесторам участвовать в размещении, Евраз – один из наших фаворитов среди российских корпоративных эмитентов. Причина нашего хорошего отношения к бумагам компании состоит в том, что в настоящее время Евраз предлагает значительную премию по доходности за временно высокую долговую нагрузку компании, но у нас достаточно оснований ожидать, что в 2010 г. кредитные метрики компании существенно улучшатся.

Текущий кредитный профиль компании. Последние по времени финансовые результаты компании были представлены в отчетности за 9 месяцев 2009 г. по МСФО. По данным отчетности, совокупный долг Евраз на конец октября 2009 г. составлял 8,42 млрд долл., из которых на долю краткосрочного долга приходилось 3,24 млрд долл., или 40,6%. Денежная позиция на отчетную дату равнялась 1,1 млрд долл., и значит, сумма чистого долга составляла 7,28 млрд долл. против 7,8 млрд долл. в июле 2009 г. Чистые продажи Евраз по итогам 9 месяцев 2009 г. достигли 7,1 млрд долл. при EBITDA в размере 975 млн долл. (468 млн долл. в I полугодии 2009 г.), что предполагает рентабельность по EBITDA на уровне 12,3%. Таким образом, отношение Чистый долг/EBITDA Евраз на конец III квартала 2009 г. находилось на уровне 6,25, а денежные средства на балансе покрывали краткосрочный долг лишь 0,3 раза.

Действия рейтинговых агентств. На этом основании в феврале 2010 г. агентство S&P понизило кредитный рейтинг компании с «B+» до «B», изменив прогноз по рейтингу с «негативного» на «стабильный», агентство Fitch подтвердило рейтинг «B+» с негативным прогнозом, а прогноз Moody's оставался стабильным с декабря 2009 г., когда компания повысила его с негативного.

Наш прогноз финансовых показателей по итогам 2009 г. Компания уже представила данные о размере долга на конец 2009 г. – 8,2 млрд долл., из которых 1,9 млрд долл. – краткосрочная задолженность. Денежные средства и эквиваленты на балансе компании составляли 746 млн долл., что дает чистый долг в размере 7,45 млрд долл. – на 175 млн долл. больше, чем в конце октября 2009 г. Хотя чистый долг Евраз и возрос, значительно более существенным представляется улучшение ситуации с ликвидностью: на конец года денежные средства покрывали краткосрочный долг 0,4 раза, причем на долю краткосрочного долга приходилось лишь 23,2% совокупной задолженности против 40,6% кварталом ранее. Наш прогноз продаж Евраз по итогам 2009 г. составляет 10,19 млрд долл., рентабельности по EBITDA – 12,5%, что соответствует EBITDA в размере 1,28 млрд долл. Исходя из этого, отношение Чистый долг/EBITDA по итогам 2009 г., согласно нашим расчетам, составило 5,85 по сравнению с 6,25 по итогам 9 месяцев 2009 г. и 8,34 за I полугодие 2009 г.

Ожидаем существенного улучшения в 2010 г. Согласно нашему прогнозу, по итогам нынешнего года Евраз существенно улучшит показатели и исходя из выручки в сумме 13,7 млрд долл. (+57%) получит EBITDA в размере 2,55 млрд долл. (+65% относительно уровня годичной давности). Таким образом, рентабельность, по нашему прогнозу, повысится до 18,7% (кстати, по оценочному уровню

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Параметры выпуска

Эмитент	ОАО ЕвразХолдингФинанс
Кредитный рейтинг эмитента	B/B2/B+
Серия	1
Объем	10 млрд руб.
Срок обращения	10 лет
Купон	полугодовой
Оферта	3 года
Способ размещения	книга заявок
Размещение на ММВБ	26 марта 2010 г.
Ориентир по купону	9,5-10%

Основные показатели Евраз Финансовые результаты по МСФО, млн долл.

	I п/г 2009	9 мес. 2009	2009П
Выручка	4 485	7 118	10 193
Валовая прибыль	342		
EBITDA	468	874	1 275
EBIT	(1 046)		
Чистая прибыль	(999)		
Активы	23 115		
Краткосрочный долг	3 937	3 421	1 900
Долгосрочный долг	4 545	4 996	6 300
Долг	8 482	8 417	8 200
Собственный капитал	9 884		
Валовая рентабельность, %	7,6		
Рентабельность по EBITDA, %	10,4	12,3	12,5
Рентабельность по EBIT, %	(23,3)		
Чистая рентабельность, %	(22,3)		
Долг/EBITDA	9,06	7,22	6,43
Чистый долг/EBITDA	8,34	6,25	5,85
EBITDA/Процентные расходы	1,4		
Долг/Собственный капитал	0,86		
Долг/Активы	0,37		
Доля краткосрочного долга, %	46,4	40,6	23,2
Денежная позиция/ Краткосрочный долг	0,2	0,3	0,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ОБЪЕМОМ 10 МЛРД РУБ.

рентабельности Евраз все еще занимает предпоследнее место в секторе, превосходя в этом отношении только Северсталь – на показателях обеих компаний отрицательно сказываются результаты зарубежных активов. Мы оцениваем потребности Евраза в капвложениях на нынешний год в 800 млн долл., так что с учетом процентных платежей можно предположить, что 2010 г. компания сократит чистый долг приблизительно на 1 млрд, генерируя положительный свободный денежный поток. В этом пункте мы расходимся с агентством S&P, которое считает, что Евраз не сможет получить положительный свободный денежный поток. Возвращаясь к нашим прогнозам: мы ожидаем, что чистый долг Евраза на конец 2010 г. составит 6,4 млрд долл., и, соответственно, отношение Чистый долг/ЕБИТДА снизится сразу до 2,5.

Ковенанты? По нашему мнению, с ними проблем не будет. Ограничение отношения Долг/ЕБИТДА по итогам 2009 г. значением 3 было отменено, а в ноябре компания изменила ковенанты по еврооблигациям на 2010–2011 гг.: на сегодняшний день Евраз обязуется поддерживать валовую долговую нагрузку на уровне ниже 6,5 в I и II полугодиях 2010 г. – ниже 5,5 в I полугодии 2011 г. и ниже 3,5 в дальнейшем. Исходя из нашего прогноза финансовых результатов Евраза, эти условия будут выполнены.

Прогноз УРАЛСИБа по металлургическому сектору
На основании финансовых результатов по МСФО, млн долл.

	Рейтинги	Выручка	ЕБИТДА	Денежная позиция	Краткосрочная задолженность	Долгосрочная задолженность	Процентные расходы	Рентабельность по ЕБИТДА, %	Чистый долг	Чистый долг/ЕБИТДА	Доля кратк. долга, %	ЕБИТДА/Проц.расходы
2008	ММК	10550	2204	1106	1276	405	110	20,9	575	0,3	75,9	20,0
	Евраз	20380	6323	930	3922	6064	655	31,0	9056	1,4	39,3	9,7
	Мечел	9951	3020	255	5149	220	324	30,3	5115	1,7	95,9	9,3
	НЛМК	11699	4688	2160	1080	1930	217	40,1	850	0,2	35,9	21,6
	Северсталь	22393	5366	2654	1978	6278	506	24,0	5602	1,0	24,0	10,6
	ТМК	5690	828	143	2216	994	272	14,6	3067	3,7	69,0	3,0
2009П	ММК	5346	1015	733	1448	1184	103	19,0	1899	1,9	55,0	9,9
	Евраз	10193	1275	746	1900	6300	636	12,5	7454	5,8	23,2	2,0
	Мечел	5029	761	662	2050	3812	478	15,1	5200	6,8	35,0	1,6
	НЛМК	6106	1385	1150	550	1500	196	22,7	900	0,6	26,8	7,1
	Северсталь	13054	812	2853	1478	5748	601	6,2	4373	5,4	20,5	1,4
	ТМК	3630	485	243	1355	2408	400	13,4	3520	7,3	36,0	1,2
2010П	ММК	7822	1990	709	1725	1412	230	25,4	2428	1,2	55,0	8,7
	Евраз	13657	2548	589	1850	5140	656	18,7	6401	2,5	26,5	3,9
	Мечел	8191	2249	400	1823	3386	503	27,5	4809	2,1	35,0	4,5
	НЛМК	8977	2563	1963	600	1800	176	28,6	437	0,2	25,0	14,6
	Северсталь	16077	2102	2050	794	5506	493	13,1	4250	2,0	12,6	4,3
	ТМК	5230	1100	100	1358	2037	320	21,0	3295	3,0	40,0	3,4

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

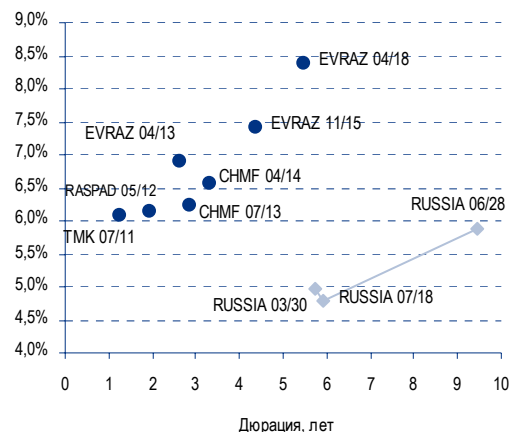
РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ОБЪЕМОМ 10 МЛРД РУБ.

Основания для положительной точки зрения

- Хотя американские активы Евраза в настоящий момент тянут результаты компании вниз, они, в отличие от зарубежных операций Северстали, по крайней мере не убыточны на уровне EBITDA, а в долгосрочной перспективе, могут оказать компании значительную помощь, если экономическое восстановление в США продолжится.
- Евраз на 91% самообеспечен железной рудой и на 127% – коксующимся углем, что в условиях роста цен на сырье для производства сталелитейной продукции (особенно угля) дает компании дополнительные преимущества перед металлургическими компаниями с меньшей степенью вертикальной интеграции.
- Ожидается существенное повышение экспортных цен на сталь. Загрузка мощностей металлургических компаний растет во всем мире начиная со II квартала 2009 г., и постепенно рыночная сила металлургов увеличится настолько, что они смогут перекладывать рост цен сырья на потребителей. В настоящий момент цены на сталь существенно отстают по динамике от энергично растущих цен на коксующийся уголь и железную руду. По данным недавнего обзора SBB, в ближайшие месяцы можно ожидать скачка мировых цен на сталь. Кроме того, мы ждем существенно роста цен на сталь в СНГ во II квартале 2010 г., что должно стать основным катализатором роста показателей российских металлургических компаний. Заметим, что текущая цена горячекатаной стали, экспортируемой в СНГ, составляет 590 долл./т FOB Черное море, тогда как японцы экспортируют горячекатаную сталь в Азиатский регион по цене 700 долл./т FOB (+50 долл./т по сравнению с предыдущей неделей). По нашему мнению внутренние цены на сталь будут двигаться по той же траектории, но, вероятно, с лагом в один-два месяца. Такая перспектива благоприятна преимущественно для крупнейших экспортеров стали, таких как Евраз, НЛМК и Мечел.

Наше отношение к размещаемым облигациям. Как видно из приведенного ниже графика, Евраз определяет ориентир по новому выпуску Евраза на основе доходностей обращающихся рублевых облигаций Сибметинвест-1/2. С другой стороны, если посмотреть на кривую доходностей еврооблигаций Евраза, легко убедиться, что компания предлагает премию к долларovým евробондам Северстали (CHMF) в размере лишь 50–70 б.п. По нашему мнению, такая премия вполне обоснованна, если принять во внимание разницу в кредитных рейтингах Евраза и Северстали, однако едва ли спред должен быть существенно шире. Между тем на рублевом рынке облигации Евраза (Сибментинвест) и планируемый к размещению Евраз-1 предлагают премию к бумагам Северстали в размере 150 б.п., если учесть наклон кривой доходностей ОФЗ). Исходя из этого, при сложившейся рыночной конъюнктуре мы оценили бы справедливую доходность Евраз-1 не выше 9%. Таким образом, как уже сказано выше, мы настоятельно рекомендуем инвесторам принять участие в размещении, а также покупать обращающиеся облигации Сибметинвест-1/2.

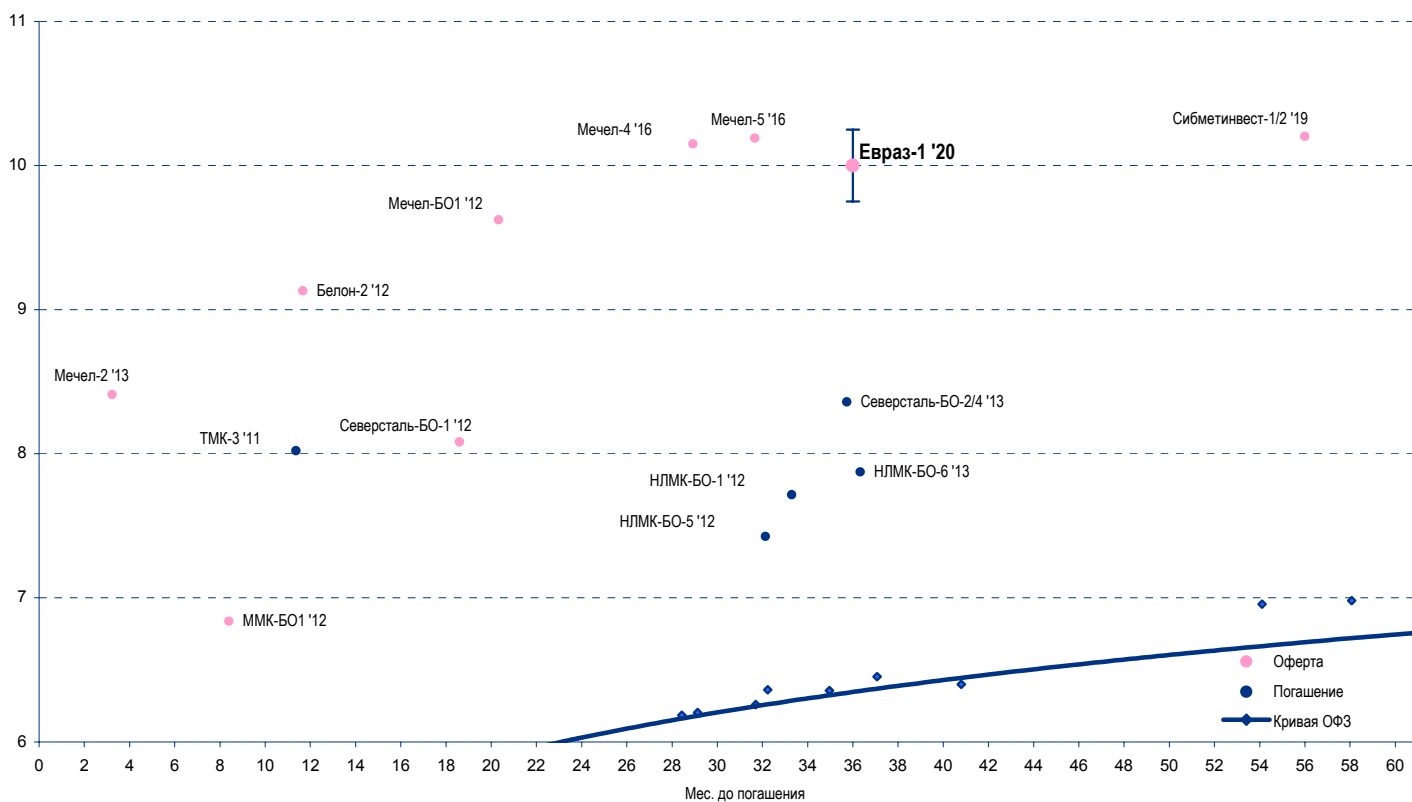
**Евробонды
сталелитейных компаний**
Долларовые евробонды,
горно-металлургический сектор



Источники: Bloomberg

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ОБЪЕМОМ 10 МЛРД РУБ.

Облигации российских сталелитейных компаний
Рублевые выпуски, горно-металлургический сектор



Источники: ММВБ

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2010