

ПОКАЗАТЕЛИ P&L НИЖЕ ПРОГНОЗОВ

НО КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ ОТЛИЧНЫЕ

Компания по-прежнему один из наших фаворитов. Сегодня Евраз опубликовал аудированную финансовую отчетность по МСФО за 2009 г. Хотя показатели отчета о прибылях и убытках оказались хуже нашего прогноза, следует отметить, что компании удалось более существенно, чем мы ожидали, сократить долг. Таким образом, основные кредитные метрики компании практически совпали с нашей оценкой. Расхождения между фактическим и прогнозными показателями прибыли Евраз за 2009 г. настолько невелики, что не дают оснований для немедленного внесения изменений в наш прогноз по итогам 2010 г., который, таким образом, остается прежним. Как следствие, наш в целом позитивный взгляд на металлургическую отрасль не только не меняется, но и получает новые подтверждения.

Выручка оказалась существенно ниже, чем мы ожидали, а EBITDA – лишь незначительно. По итогам 2009 г. Евраз показал чистую выручку в размере 9,5 млрд долл., что на 7% ниже нашего прогноза, равного 10,2 млрд долл. С другой стороны, EBITDA компании составила 1,24 млрд долл. – это лишь незначительно ниже ожидавшегося нами показателя (1,275 млрд долл.). В результате рентабельность EBITDA по итогам года достигла 13% против нашего прогноза на уровне 12,5%. При этом на уровне чистой прибыли Евраз остается убыточным, хотя во II полугодии 2009 г. чистый убыток компании составил лишь 262 млн долл. против почти 1 млрд долл. в I полугодии.

Сокращение долга. По состоянию на конец 2009 г. совокупный долг Евраз составлял 7,92 млрд долл., тогда как наш прогноз был равен 8,2 млрд долл. Учитывая денежные средства на балансе в размере 675 млн долл., чистый долг Евраз составил лишь 7,25 млрд долл. Таким образом, коэффициент Долг/EBITDA был равен 6,41 против ожидавшихся нами 6,43, а коэффициент Чистый долг/EBITDA составил 5,86, что почти не отличается от нашего прогноза: 5,85. Таким образом, основные кредитные метрики Евраз практически совпали с нашей оценкой по итогам 2009 г.

Ликвидность – по-прежнему слабое место компании. На конец 2009 г. доля краткосрочного долга в общем объеме заимствований Евраз составляла 25,1%, а абсолютный показатель краткосрочного долга достиг 2 млрд долл., чуть превысив ожидавшийся нами уровень (1,9 млрд долл.). Таким образом, денежные средства компании покрывали краткосрочный долг всего 0,3 раза, что вновь ставит на повестку дня вопрос о рефинансировании. Однако следует отметить, что в марте 2009 г. компания именно с этой целью разместила облигации на сумму 15 млрд руб. (порядка 500 млн долл.).

Наш прогноз на 2010 г. остается без изменений. Компания представила довольно умеренный прогноз EBITDA по итогам I квартала 2010 г. – 400 млн долл. Наш прогноз EBITDA Евраз по итогам в 2010 г. равен 2,5 млрд долл., что очевидно больше, чем прогноз компании на I квартал, умноженный на 4. Однако результаты первого квартала года всегда бывают хуже из-за продолжительных новогодних праздников, поэтому главной проверкой наших оценок станут показатели прибыли за II квартал. Мы видим следующие основания для позитивной оценки перспектив компании на 2010 г.:

ОТЧЕТНОСТЬ ЗА 2009 Г. ПО МСФО

Ключевые показатели Евраз Результаты по МСФО, млн долл.

	2008	I кв 09	2009
Выручка	20 380	4 485	9 505
Валовая прибыль	7 072	342	1 016
ЕБИТДА	6 323	468	1 237
ЕБИТ	3 720	(1 046)	(1 047)
Чистая прибыль	1 930	(999)	(1 261)
Активы	19 448	23 115	23 424
Основные средства	9 012	14 989	14 941
Краткосрочная задолженность	3 922	3 937	1 992
Долгосрочная задолженность	6 064	4 545	5 931
Чистый долг	9 056	7 804	7 248
Оборотный капитал	2 306	1 508	1 818
Долг	9 986	8 482	7 923
Собственный капитал	4 974	9 884	10 608
Валовая рентабельность	34,7	7,6	10,7
Рентабельность по EBITDA	31,0	10,4	13,0
Рентабельность по EBIT	18,3	(23,3)	(11,0)
Чистая рентабельность	9,5	(22,3)	(13,3)
Долг/EBITDA	1,58	9,06	6,41
Чистый долг/EBITDA	1,43	8,34	5,86
EBITDA/Проценты	9,7	1,4	1,8
Долг / Собственный капитал	2,01	0,86	0,75
Долг / Активы	0,51	0,37	0,34
Доля краткосрочного долга, %	39,3	46,4	25,1
Кэфф. текущей ликвидности	1,0	0,7	1,1
Ден. Средства / Краткосроч. долг	0,2	0,2	0,3
Ден. поток от фин. деятельности	4 569	1 123	1 700
Ден. поток от инв. деятельности	(3 736)	380	183
Ден. поток предприятия	(127)	(1 775)	(2 149)
Капзатраты	3 017	203	441
Свобод. ден. поток	833	1 503	1 883

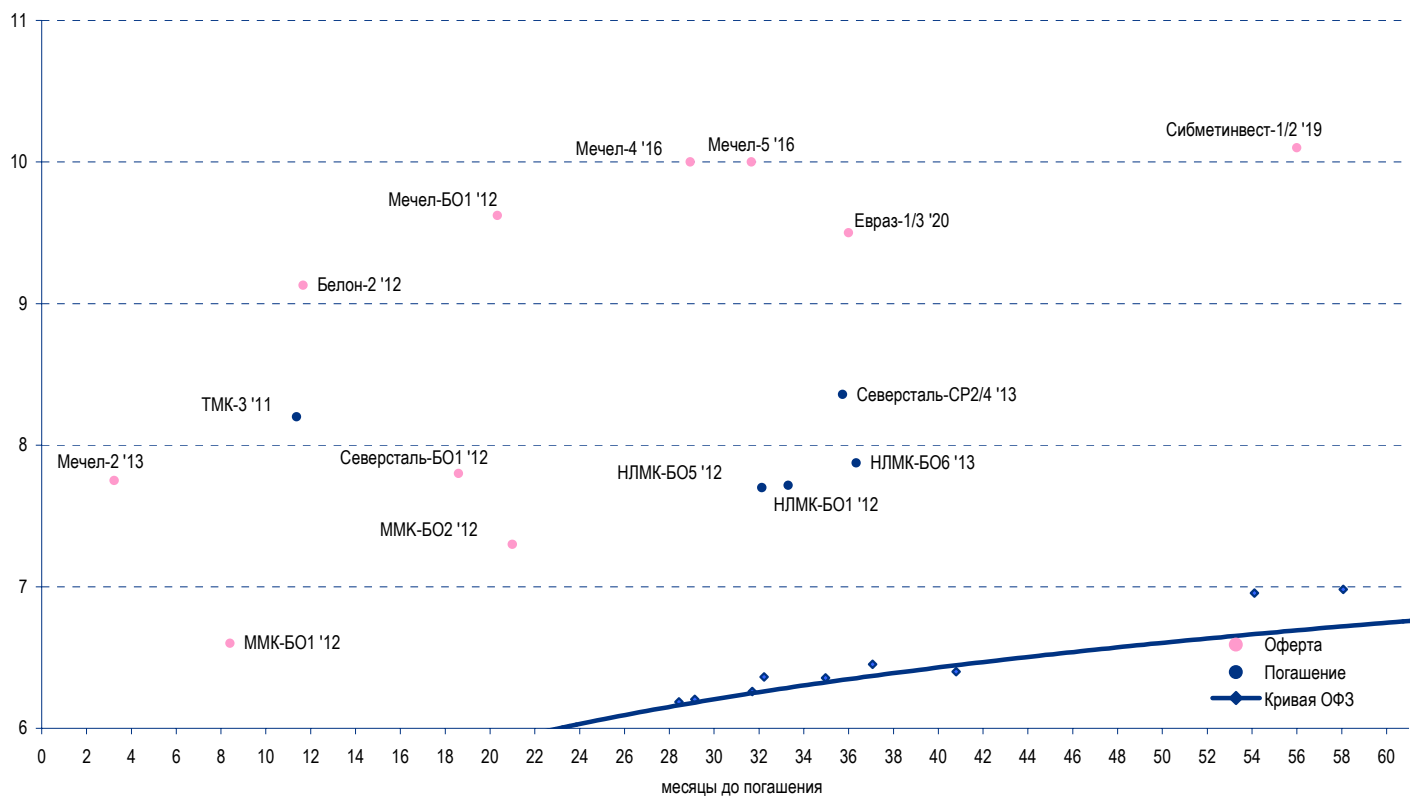
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ПОКАЗАТЕЛИ P&L НИЖЕ ПРОГНОЗОВ, НО КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ ОТЛИЧНЫЕ

- ✧ С I полугодия 2010 г. российские производственные мощности Евраза работают с полной загрузкой. Совокупная загрузка мощностей Евраза с учетом американских активов достигла 90%.
- ✧ Мы считаем, что загрузка мощностей на уровне 90% и более вполне достаточна для того, чтобы сталепроизводители приобрели значительную рыночную силу и начали перекладывать рост затрат на потребителей.
- ✧ Рост цен на сталелитейную продукцию уже очевиден. Например, в середине марта издание «Металл Курьер» сообщило, что только за первые недели месяца экспортная цена на горячекатаную сталь выросла на 50 долл. до 650 долл./т. Экспортная цена на слябы также растет. Между тем Евраз является одним из основных российских экспортеров стали.
- ✧ Продолжающийся рост цен на уголь выгоден Евразу, так как компания на 130% самостоятельно покрывает свои потребности в коксующемся угле. Повышение цен на железную руду также не наносит Евразу ущерба, так как самообеспеченность компании железной рудой составляет 97%.

Поскольку в 2010 г. капзатраты Евраза не превысят 800 млн долл., мы считаем, что в течение года компания сможет сократить чистый долг приблизительно на 850 млн долл. до 6,4 млрд долл. В результате коэффициент Чистый долг/EBITDA снизится у Евраза до 2,5 против 5,9 в 2009 г. – это лишний раз подтверждает нашу точку зрения о том, что Евраз обладает наиболее высоким потенциалом улучшения кредитных метрик и в этом отношении сопоставим лишь с Мечелом.

Облигации российских сталелитейных компаний
Рублевые выпуски горно-металлургических компаний

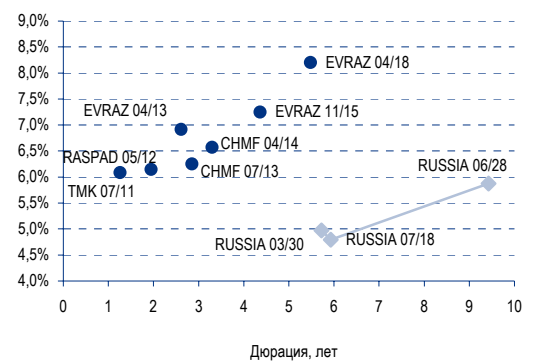


Источники: ММВБ

Ковенанты не проблема. Условия кредитных ковенантов Евраза выглядят следующим образом: метрики на 2009 г. не оцениваются; на I полугодие 2010 г. установлено предельное отношение Долг/LTM EBITDA, равное 6,5, по итогам 2010 г. – 6,5, на I полугодие 2011 г. – 5,5, по итогам 2011 г. и в дальнейшем – 3,5. Уже сейчас по финансовым результатам 2009 г. можно судить о том, что компания не нарушает ковенантов, установленных на I полугодие 2010 г. Учитывая ожидаемое быстрое улучшение кредитных метрик, ковенанты тем более не станут проблемой в обозримом будущем.

Наша основная инвестиционная рекомендация – облигации Евраза. На российском рынке наиболее привлекателен выпуск Сибметинвест-1/2, торгующийся с доходностью 10,1% к оферте через пять лет. Мы уже неоднократно писали, что справедливая доходность по этим бумагам существенно ниже 10%, и по-прежнему убеждены в этом. Размещенные недавно рублевые облигации Евраз1/3 с доходностью 9,5% сроком на три года также достаточно привлекательны, но торги по ним сейчас не ведутся, так как идет регистрация выпуска. На рынке еврооблигаций бумаги Евраза также находятся в числе самых доходных бумаг второго эшелона и мы, безусловно, рекомендуем их к покупке. Так, Evraz'18 торгуется с доходностью 8,2%, а Evraz'13 – 7% к погашению. Выпуск Evraz'15 несколько дороговат при доходности 7,25%, однако не исключено, что наши информационные источники не совсем точны.

**Внешние выпуски
сталелитейных компаний
Долларовые еврооблигации
горно-металлургических компаний**



Источники: Bloomberg

Прогноз УРАЛСИБА по металлургическому сектору
Исходя из финансовых показателей по МСФО, млн долл.

	Рейтинг	Выручка	ЕБИТДА	Денежная позиция	Краткоср. долг	Долгоср. долг	Процентные расходы	Рентабельность по ЕБИТДА	Чистый долг	Чистый долг / ЕБИТДА	Доля краткоср. долга, %	ЕБИТДА / Проценты
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	В+/Ва3	5690	828	143	2216	994	272	14,6	3067	3,7	69,0
2009*	ММК	5346	1015	733	1448	1184	103	19,0	1899	1,9	55,0	9,9
	Евраз	9505	1237	675	1992	5931	677	13,0	7248	5,9	25,1	1,8
	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	В/В1	3630	485	243	1355	2408	400	13,4	3520	7,3	36,0
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

*Данные за 2009 г.: фактические для Северстали и Евраза и прогнозные для других компаний

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБА

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, grinkrug@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