

ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ УЛУЧШЕНИЕ КРЕДИТНЫХ МЕТРИК

Результаты за 2010 г. по МСФО

Выручка увеличилась на 9%, EBITDA незначительно сократилась. Вчера Евраз опубликовал отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по МСФО и провел телефонную конференцию для аналитиков. В IV квартале выручка компании составила 3,67 млрд долл., увеличившись по сравнению с предыдущим кварталом на 9,4%. В то же время в рамках общеотраслевого тренда EBITDA сократилась на 4,6% квартал к кварталу до 584 млн долл., а рентабельность по EBITDA снизилась до 15,9% против 18,3% кварталом ранее. Более значительного сокращения EBITDA удалось избежать благодаря хорошим результатам горнодобывающего сегмента на фоне продолжающегося роста цен на уголь и железную руду.

Операционные показатели за весь 2010 г. заметно выросли. Выручка Евраз по итогам 2010 г. достигла 13,4 млрд долл. (+37,1% год к году), в то время как EBITDA практически удвоилась до 2,35 млрд долл., как мы и ожидали. Рентабельность по EBITDA в 2010 г. составила 17,5% (+4,8 п.п. год к году). Рост выручки был обусловлен как благоприятной рыночной конъюнктурой, так и увеличением продаж на внутреннем рынке в 2010 г. до 35% (в 2009 г. – 30%). При этом рост EBITDA прежде всего был обеспечен позитивной динамикой горнодобывающего сегмента, вклад которого в EBITDA Евраз в 2010 г. составил почти 40% при доле в выручке на уровне лишь 19%. Рентабельность по EBITDA горнодобывающего сегмента достигла впечатляющего уровня 37,3% (против 19,2% годом ранее).

Учетная политика вновь изменилась. Важно отметить, что в IV квартале Евраз вновь изменил подход к учету основных средств, что привело к переоценке основных средств в сторону понижения и, соответственно, сокращению собственного капитала. С позиций долговой нагрузки в результате данного изменения заметно увеличился показатель Долг/Капитал (см. таблицу). Однако мы не видим оснований для беспокойства, поскольку в данном случае долговая нагрузка Евраз не вызывает опасений, а ликвидность улучшается.

Евраз – основные результаты

Финансовые показатели по МСФО, млн долл.								
	2009 (до переоценки)	2009	9 мес. 2010	III кв. 2010	IV кв. 2010	2010	Изм. IV кв. 2010/ III кв. 2010, %	Изм. 2010/ 2009, %
Выручка		9 772	9 729	3 350	3 665	13 394	9,4	37,1
EBITDA		1 237	1 766	612	584	2 350	(4,6)	90,0
Ден.поток от операц. деят-ти		1 698				1 662		(2,1)
Капитальные затраты		441				832		88,7
							Изм. 2010/ 9 мес. 2010, %	
Совокупный долг		7 998	7 851			7 868	0,2	
в т.ч. Краткоср. задолженность		2 009	1 373			733	(46,6)	
Денежные средства		671	698			683	(2,1)	
Чистый долг		7 327	7 153			7 185	0,4	
Капитал	10 608	5 442				5 998		
Активы	23 424	17 601				17 601		
Коэффициенты:								
Рентабельность по EBITDA, %		12,7	18,2	18,3	15,9	17,5		
Долг / EBITDA		6,5	3,7			3,3		
Чистый долг / EBITDA		5,9	3,4			3,1		
EBITDA / Процентные расходы		1,8	3,5			3,2		
Долг/Капитал	0,8	1,5				1,3		
Доля краткосроч. долга в общем долге, %		25,1	17,5			9,3		
Денежные средства / Краткосроч. долг		0,3	0,5			0,9		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка снизилась, ликвидность улучшилась. Решение проблемы краткосрочного долга можно назвать, пожалуй, основным достижением Евраз в 2010 г. По итогам года отношение Чистый долг/EBITDA снизилось до комфортного уровня 3,1, а доля краткосрочного долга сократилась до менее чем 10%. При этом объем денежных средств на балансе Евраз лишь немного уступает размеру краткосрочного долга. Объем кредитов к погашению в 2012 г. является более чем скромным – всего 300 млн долл. Улучшение кредитных метрик Евраз не осталось незамеченным и для рейтинговых агентств – совсем недавно агентство S&P повысило рейтинг Евраз на одну ступень до уровня «B+». По нашему мнению, кредиторы Евраз также позитивно воспримут введение более жестких ограничений роста долговой нагрузки, позволяющих им рассчитывать на более консервативную финансовую стратегию компании. Так, ковенанты по привлеченному в конце 2010 г. экспортному кредиту на сумму 950 млн долл. устанавливают потолок коэффициента Чистый долг/EBITDA на конец 2011 г. на уровне 3,0 (в соответствии с ранее действующими ограничениями, отношение Чистого долга к EBITDA не должно было превышать 3,5).

Перспективы I квартала и всего 2011 года довольно благоприятные. Согласно прогнозу менеджмента Евраз, EBITDA по итогам I квартала может увеличиться на 25–37% до 725–800 млн долл. Компания с оптимизмом смотрит на перспективы российского рынка строительной стали, объем которого в 2011 г., по оценке Евраз, увеличится более чем на 10%. Мы ожидаем, что EBITDA продолжит расти и во II квартале 2011 г. за счет повышения цен на сортовой прокат и сезонного восстановления спроса на строительную сталь. По прогнозу компании, отношение чистого долга к EBITDA может снизиться до уровня 2,4–2,9 уже к концу I полугодия. Инвестпрограмма Евраз на текущий год запланирована в объеме 1,24 млрд долл., что почти на 50% превышает уровень 2010 г., однако, как мы полагаем, рост капзатрат не ухудшит кредитные метрики компании. Наш прогноз EBITDA Евраз на 2011 г. составляет 3,5 млрд долл. К сожалению, никакой новой информации в отношении продажи акций Распадской в ходе телеконференции сообщено не было.

Улучшение кредитного профиля не учтено в котировках рублевых облигаций, евробонды оценены справедливо. Мы продолжаем считать облигации Евраз одними из самых привлекательных среди рублевых выпусков металлургических компаний. На сегодняшний день рублевые бонды Евраз торгуются на одном уровне с выпусками сопоставимого по уровню кредитных рейтингов Мечела (B1) и предлагают доходность на уровне 7,5–8,7%, что соответствует премии к ОФЗ в размере 150–170 б.п. Несмотря на то, что рынок одинаково оценивает кредитный риск обязательств Мечела и Евраз, мы считаем кредитный профиль последнего более прочным, а премию к ОФЗ в размере 170 б.п. – избыточной. Наибольшим потенциалом снижения доходности, по нашему мнению, обладают длинные выпуски ЕвразХолдинг Финанс 2 и 4. Что касается еврооблигаций, то, на наш взгляд, они оценены справедливо (спред к свопам 290–340 б.п.). Вместе с тем, при оценке с позиции спреда к базовому активу, валютные обязательства Евраз выглядят интереснее.

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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

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

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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 2011