

### НАИБОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНАЯ СТАВКА В СЕКТОРЕ

#### Финансовые результаты за 2011 г. по МСФО

**Несмотря на снижение в 4 кв., по итогам года Евраз сохранил показатели рентабельности на прежнем уровне.** Выручка компании по итогам 2011 г. составила 16,4 млрд долл. (наш прогноз – 16,7 млрд долл.), увеличившись за год на 22%. Рост выручки в значительной мере объясняется ростом цен на реализуемую продукцию. В 4 кв. 2011 г. выручка снизилась по отношению к предыдущему кварталу на 7%. По итогам 2011 г. показатель EBITDA вырос на 23% до 2,9 млрд долл., рентабельность не претерпела существенных изменений, составив 17,7%. В 4 кв. на фоне ухудшения рыночной конъюнктуры EBITDA упала на 36% к значению в 3 кв. 2011 г., а рентабельность снизилась на 5,7 п.п. до 12,9%. В целом за год рост выручки (в абсолютном выражении) в основном был обеспечен сталелитейным сегментом, в то время как основной прирост EBITDA был обеспечен результатами добывающего бизнеса, рентабельность которого выросла до 43%. Чистая прибыль компании за год составила 453 млн долл., снизившись на 15%. При этом на показателе отразился в том числе негативный разовый эффект от выплаты поощрительной премии в результате конвертации облигаций Группы.

**Прогноз компании на 2012 г. крайне осторожен.** Менеджмент ограничился достаточно общим прогнозом, отметив, что ожидает, не самых благоприятных перспектив развития рынка стали в 2012 г., однако у Евраза есть успешный опыт управления бизнесом в период нестабильности. По прогнозам компании, загрузка мощностей в ближайшей перспективе сохранится на нынешнем, максимальном, уровне. В 1 кв. 2012 г. Евраз не прогнозирует значительного роста цен на стальную продукцию, что расходится с ранее появившейся информацией о росте цен реализации в секторе, как минимум у ММК и НЛМК. При этом Евраз ожидает повышения издержек на фоне укрепления рубля в 1 кв. 2012 г. На основании результатов уже отчитавшихся металлургических компаний, показавших падение рентабельности в 4 кв. 2011 г. до минимальных уровней, мы склонны полагать, что последний квартал 2011 г. стал худшим для российских сталелитейных компаний, и в 1 кв. 2012 г. ожидаем частичного восстановления их рентабельности, в том числе это касается и Евраза.

**Сильный операционный денежный поток.** Евраз продемонстрировал сильный чистый операционный денежный поток за 2011 г., составивший 2,7 млрд долл., что на 25% выше показателя 2010 г. и отчасти объясняется сокращением оборотного капитала. Объем капитальных затрат за год составил 1,3 млрд долл., что сопоставимо с прогнозом компании, равным 1,2 млрд долл. Таким образом, по итогам года величина свободного денежного потока, по нашей оценке, составила 1,4 млрд долл. Запланированный объем капзатрат на 2012 г. остается на прежнем уровне – 1,2 млрд долл. Ранее мы писали о возможности его сокращения, однако устойчивая динамика денежных потоков пока позволяет этого не делать. В 2011 г. компания потратила 492 млн долл. на выплату дивидендов. По итогам года Евраз объявил окончательные дивиденды за 2011 г. в размере 0,17 долл. на акцию или 228 млн долл. в совокупности. Реестр акционеров будет закрыт 8 июня 2012 г., а свое отражение в отчетности данная выплата найдет, видимо, во 2 п/г 2012 г. Тем не менее величина этих выплат не принципиальна для стабильности профиля компании.

#### Обращающиеся выпуски

EVRAZ (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Evrz '13	1 300 \$	8,88	24 апр 13	3,84
Evrz '15	750 \$	8,25	10 ноя 15	5,87
Evrz '18 9.5%	550 \$	9,50	24 апр 18	7,21
Evrz '18 6.75%	850 \$	6,75	27 апр 18	7,28
ЕвразХолдинг-1	10 000 R	9,25	26 мар 13	8,40
ЕвразХолдинг-3	5 000 R	9,25	26 мар 13	8,18
СибМетИнв-2	10 000 R	13,50	20 окт 14	9,09
СибМетИнв-1	10 000 R	13,50	20 окт 14	9,08
ЕвразХолдинг-4	5 000 R	9,95	28 окт 15	9,47
ЕвразХолдинг-2	10 000 R	9,95	28 окт 15	9,49
ЕвразХолдинг-7	15 000 R	8,40	1 июн 16	9,81
ЕвразХолдинг-5	5 000 R	8,40	3 июн 16	9,80

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые финансовые показатели Евраза

	МСФО, млн долл.			
	2010	4 кв. 2011	2 011	2012П
Выручка	13 394	3 863	16 400	16 111
Валовая прибыль	3 075		3 927	
EBITDA	2 350	497	2 898	2 818
Чистая прибыль	532		453	782
Долг	7 868		7 245	
Чистый долг	7 185		6 444	5 719
Капитал	5 998		5 781	
Активы	17 539		16 975	
Операц. рентаб., %	23,0		23,9	
Рентаб. по EBITDA, %	17,5	19,2	17,7	17,5
Долг/EBITDA	3,3		2,5	
Чистый долг / EBITDA	3,1		2,2	2,0
Акц. капитал/Активы	0,3		0,3	
Акц. капитал/Долг	0,8		0,8	
Козф. тек. ликвидности	1,8		1,8	
Доля краткоср. долга, %	9,3		8,6	
Опер. ден. поток	1 662		2 647	2 194
Ден. поток от инв. деят-ти	(757)		(1 188)	
Ден. поток от фин. деят-ти	(886)		(1 282)	
Капзатраты	(832)	(336)	(1 281)	(1 079)
Свобод. ден. поток	830		1 366	1 115
Опер. ден. поток/Капзатраты	2,0		2,1	2,0

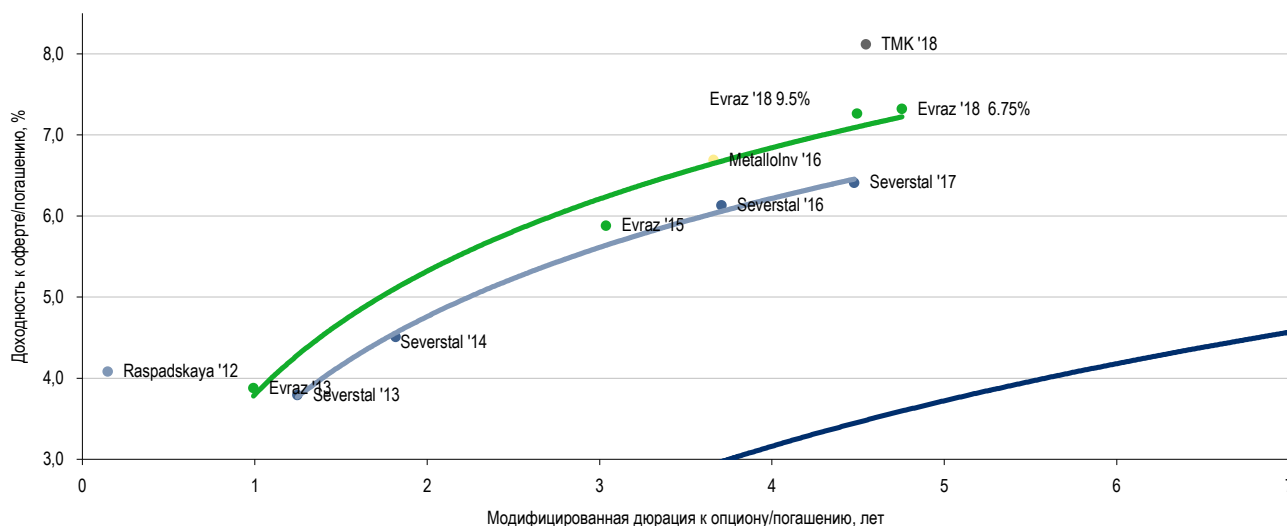
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Долговая нагрузка на комфортном уровне.** За 2011 г. общий и чистый долг компании снизились на 8% до 7,3 млрд долл. и на 10% до 6,4 млрд долл. соответственно. Снижению долга способствовал значительный денежный поток, а также конвертация евробондов с погашением в 2014 г. В результате к концу 2011 г. коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА снизился с 3,1 на конец 2010 г. до 2,2, что почти совпало с нашим прогнозом, равным 2,1. Между тем, относительно значения на конец 3 кв. 2011 г. изменений не произошло. Нынешний уровень показателя представляется вполне комфортным, а его динамика, как и динамика сокращения абсолютного долга, в очередной раз отражает хорошую финансовую дисциплину компании. Коэффициент текущей ликвидности на конец года не претерпел изменений и находится на вполне приемлемом уровне 1,8. Соотношение капитала и активов также не изменилось, оставшись на уровне 0,3. Долг компании на 64% представлен рыночными инструментами, остальная часть приходится на банковские займы.

**В 2012 г. объем погашения долга невелик.** По итогам года доля краткосрочного долга не изменилась по сравнению со значением на конец 1 п/г 2011 г. и составила 8,6%. В 2012 г. компании предстоит погасить/рефинансировать задолженность на сумму 533 млн долл., максимальный объем погашения приходится на 1 кв. При этом, по данным отчетности, к концу 2011 г. компания имела доступ к 1,3 млрд долл. кредитных средств. Таким образом, способность компании обслуживать свой долг в обозримой перспективе не вызывает сомнений. В период с 2013 по 2016 гг. включительно средний объем ежегодных выплат колеблется в диапазоне 1,2–1,4 млрд долл. Так, в 2013 г. компании предстоит погасить 1,3 млрд долл., причем большую часть в 1 п/г, на которое приходятся оферты по рублевым облигациям на 15 млрд руб. и погашение выпуска евробондов (насколько мы понимаем, в обращении остаются бумаги, объемом около 534 млн долл.). В ходе телефонной конференции менеджмент заявил, что в рабочем режиме рассматривает все возможности рефинансирования данных займов, в том числе и выход на первичный рынок облигаций (рублевых облигаций и евробондов) в конце текущего – начале следующего года.

### Длинные евробонды Евразы особенно привлекательны

Еврооблигации российских металлургических компаний, 28.03.2012

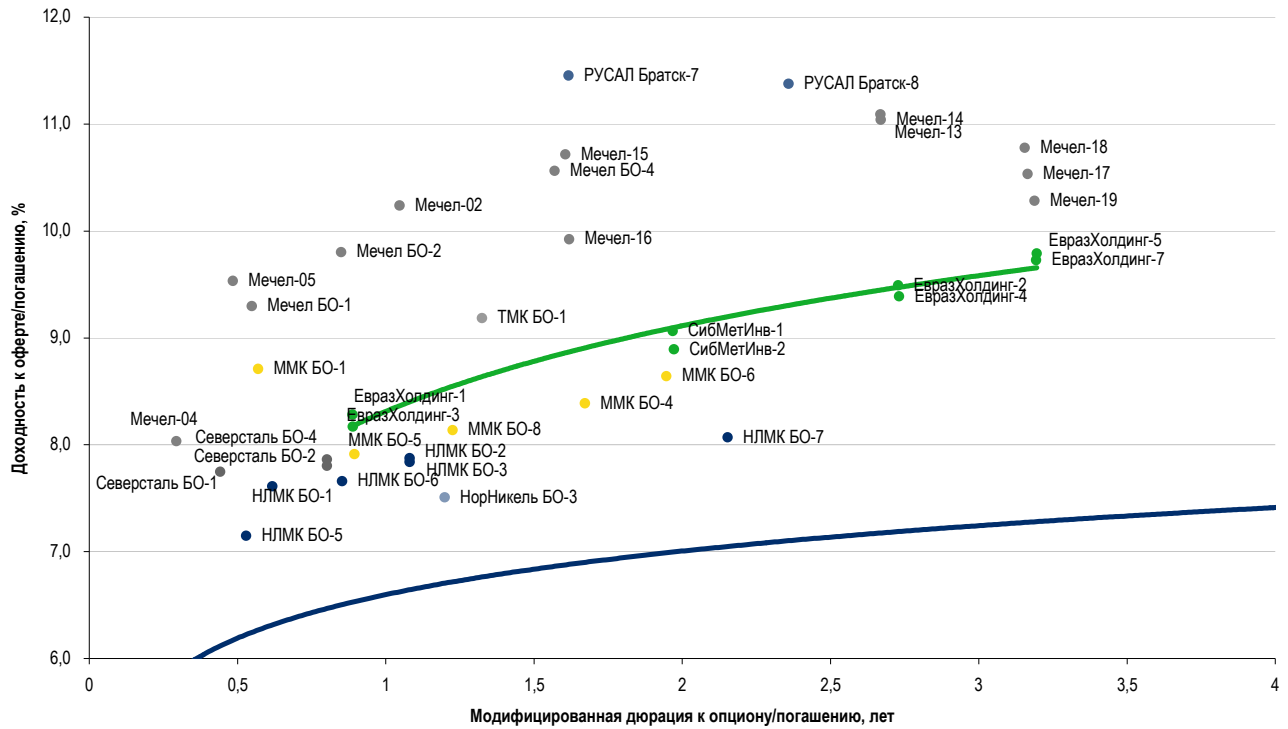


Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

**Евраз – наш фаворит в секторе облигаций металлургических компаний.** Опубликованная отчетность, на наш взгляд, носит нейтральный характер для облигаций Евразы. Спред бумаг компании 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 Евразы, как за последнее время, мы не видим существенных угроз кредитным показателям компании и считаем ее бонды недооцененными. На наш взгляд, при стабильной конъюнктуре на рынке облигации Евразы 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 2,7 года; YtP 9,44%), 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; YtP 8,97%). Еврооблигации Евразы 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 Евразы предлагают инвесторам, более склонным к риску, возможность дополнительного дохода.

## Облигации Евразы – наш фаворит среди российских металлургических компаний

Рублевые облигации металлургических компаний, 28.03.2012



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

21 марта 2012 г. Горно-металлургический сектор – Сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321\\_Fl\\_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321_Fl_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru)

См. таблицу на следующей странице.

Наиболее привлекательная ставка в секторе

## Основные финансовые показатели металлургических и горнодобывающих компаний

Сравнение эмитентов

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатр., млн долл.	ОДП / Капзатр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чист. Долг/ ЕБИТДА	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы
<b>2009</b>											
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
<b>Развитые страны</b>											
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
<b>Развивающиеся страны</b>											
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
<b>2010</b>											
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	0,8	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
<b>Развитые страны</b>											
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
<b>Развивающиеся страны</b>											
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
<b>2011Г</b>											
Евраз*	В+/Вa3/ВВ-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
Северсталь	ВВ/Вa2/ВВ-	16 800	4 200	25,0	1 750	1,1	6 231	1,5	1,0	1,6	0,4
ММК	WR/Вa3/ВВ+	10 000	1 550	15,5	1 100	0,4	3 964	2,6	2,5	1,3	0,5
НЛМК*	BBB-/Baa3/BBB-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
РУСАЛ*	NR	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
Мечел	-В1/-	12 900	2 243	17,4	1 800	0,4	8 786	3,9	3,8	1,3	0,3
ТМК*	В+/В1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
Распадская	-В1/В+	854	427	50,0	176	2,0	303	0,7	(0,4)	8,4	0,8
Металлоинвест	-Вa3/ВВ-	10 984	3 936	35,8	476	4,9	5 117	1,4	1,2	1,6	0,4
Кокс	В/В2/-	1 814	289	15,9	212	1,5	743	2,6	2,5	0,8	0,4
СУЭК*	-Вa3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
АЛРОСА	ВВ-/Вa3/ВВ-	4 800	2 000	41,7	543	2,5	2 795	1,4	1,3	1,1	0,3
<b>2012Г</b>											
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

## 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  
Яна Шнайдер, shnayderyi@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 Мырсыкова, myrsikovannv@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, kondratievsd@uralsib.ru

#### Стратегия

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

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@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  
Тимоthy Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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