

УВЕЛИЧЕНИЕ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ, СНИЖЕНИЕ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ

Финансовые результаты за 1 п/г 2012 г. по МСФО

Неубедительные результаты. В пятницу Распадская опубликовала слабые финансовые результаты за 1 п/г по МСФО и провела телефонную конференцию для инвесторов, в ходе которой представила осторожный прогноз на ближайший год. Выручка сократилась на 24% (здесь и далее – относительно предыдущего полугодия, если не указано иное) до 285 млн долл., тогда как EBITDA уменьшилась на 46% до 99 млн долл. Как следствие, рентабельность по EBITDA снизилась на 14 п.п. до 35%. По итогам 1 п/г компания зафиксировала чистый убыток на сумму 19 млн долл., во многом в связи с убытком от курсовых разниц в размере 31 млн долл.

Затраты преподнесли неприятный сюрприз. Основной причиной слабых показателей компании в отчетном периоде стал более высокий, чем прогнозировалось, уровень совокупных денежных издержек, который отчасти был обусловлен сокращением объемов добычи угля, что, в свою очередь, в основном стало следствием неполного восстановления шахты «Распадская» и отказом компании от планов наращивания производства угля на фоне низкого спроса. Совокупные денежные издержки производства угля выросли на 40% год к году до 45,5 долл./т, а соответствующий показатель в пересчете на тонну угольного концентрата составил 62 долл./т. По мере роста производства менеджмент компании ожидает снижения издержек производства на тонну угольного концентрата во 2 п/г 2012 г. и 2013 г.

Пересмотр производственного плана на 2012 г., осторожный прогноз на 2013 г. В ходе телефонной конференции менеджмент сообщил о понижении производственного прогноза на 2012 г. до 7 млн т коксующегося угля, в то время как в 2013 г. Распадская планирует произвести 11,4–12 млн т. Мы консервативно оцениваем перспективы производства компании и полагаем, что по итогам 2012 г. Распадская сумеет произвести 7,5 млн т коксующегося угля, а в 2013 г. – 9,5 млн т. Цены на коксующийся уголь остаются под давлением, по данным компании текущая цена FCA Междуреченск равна 103–105 долл./т, тогда как издержки, связанные с транспортировкой угольного концентрата на дальневосточные порты, составили 65 долл./т с учетом ж/д тарифов и портовых издержек. Исходя из того, что EBITDA Распадской в пересчете на тонну продукции в 1 п/г 2012 г. составила 99 долл., а также учитывая обновленный прогноз производства компании на 2012 г., предполагаемую среднюю цену тонны угольного концентрата во 2 п/г на уровне 100–105 долл. и ожидающееся нами 20-процентное падение совокупных денежных издержек, мы отмечаем 20–25-процентный риск для текущего консенсус-прогноза EBITDA 2012 г. по версии Bloomberg (296 млн долл.).

Обращающиеся выпуски

RASPAD (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Raspadskaya '17	400 \$	7,75	27 апр 17	7,41

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Распадской

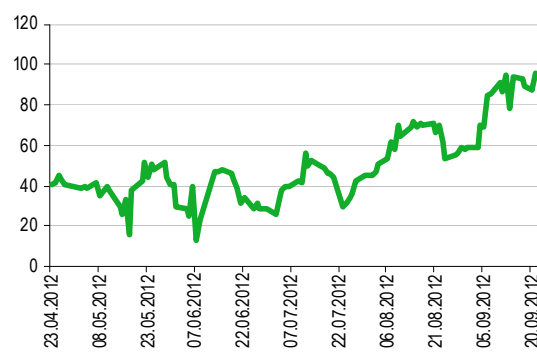
МСФО, млн долл.

	1п/11	2011	1 п/г 12
Выручка	377	708	285
EBITDA	182	318	99
Чистая прибыль	99	136	(19)
Рентаб. по EBITDA, %	48,3	45,0	34,7
Долг/EBITDA	1,2	1,0	2,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Наша оценка справедливого спреда к Евразу – 50 б.п.

RASPAD'17 VS EVRAZ'17



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Увеличение долговой нагрузки не приведет к нарушению финансовой дисциплины. Совокупный долг Распадской на конец 1 п/г 2012 г. составил 554 млн долл. и представляет собой кредит Райффайзенбанка на сумму 150 млн долл., а также еврооблигационный заем RASPAD'17 в объеме 400 млн долл., размещенный во 2 кв. 2012 г. На фоне слабой динамики финансовых показателей долговая нагрузка компании в терминах Долг/ЕБИТДА возросла до 2,4 (Чистый долг/ЕБИТДА 1,7), тогда как еще в начале года коэффициент составлял всего 1,0. При этом, несмотря на ухудшение показателей, финансовый профиль Распадской по-прежнему устойчивый благодаря комфортной структуре долга. В ходе телеконференции руководство компании сообщило о том, что погашение банковского кредита пролонгировано до декабря 2015 г. (вместо февраля 2014 г.) и будет носить единовременный характер (ранее предполагалась амортизационная структура). Кроме того, были пересмотрены ковенанты: ранее действовавшее ограничение долговой нагрузки по коэффициенту Чистый долг/ЕБИТДА (не выше 3) было заменено отношением Долг/ЕБИТДА (также на уровне 3), что соответствует условиям выпуска евробондов. В связи со слабыми операционными результатами и корректировкой прогнозов производства мы ожидаем, что левередж компании до конца года сохранится вблизи текущих значений (Долг/ЕБИТДА на уровне 2) и будет находиться в пределах установленных ковенантов. Впрочем, даже нарушение ковенантов не предполагает необходимости досрочного погашения, а лишь ограничит компанию в привлечении нового долга.

Денежный поток сохраняется в положительной зоне, риск выплаты дивидендов незначительный. По итогам отчетного периода операционный денежный поток составил 73 млн долл., сократившись фактически вдвое против соответствующего периода прошлого года. Несмотря на существенное снижение, эти средства в полной мере покрыли потребности компании в капитальных затратах (39 млн долл.) для поддержания и развития производственных мощностей. Согласно пресс-релизу, совокупные затраты на восстановление шахты «Распадская» составляют 280 млн долл., из которых на конец июня было освоено 190 млн долл. Мы полагаем, что Распадская в состоянии самостоятельно профинансировать запланированные капзатраты – за счет собственного операционного денежного потока, а при необходимости инвестпрограмма вполне может быть скорректирована с учетом рыночной конъюнктуры. Согласно прогнозу, капзатраты во 2 п/г 2012 г. и 2013 г. составят около 12 долл./т, что не превышает 80 млн долл. за весь 2012 г. против 144 млн долл. за 2011 г. В ходе телеконференции менеджмент признал (несмотря на то, что решение по дивидендам пока не принято), что настоящее время не является удачным для выплаты дивидендов, объявление которых могло еще больше ослабить финансовые показатели.

Снижение рентабельности на фоне роста издержек и увеличение долговой нагрузки

Финансовые результаты Распадской по МСФО, млн долл.

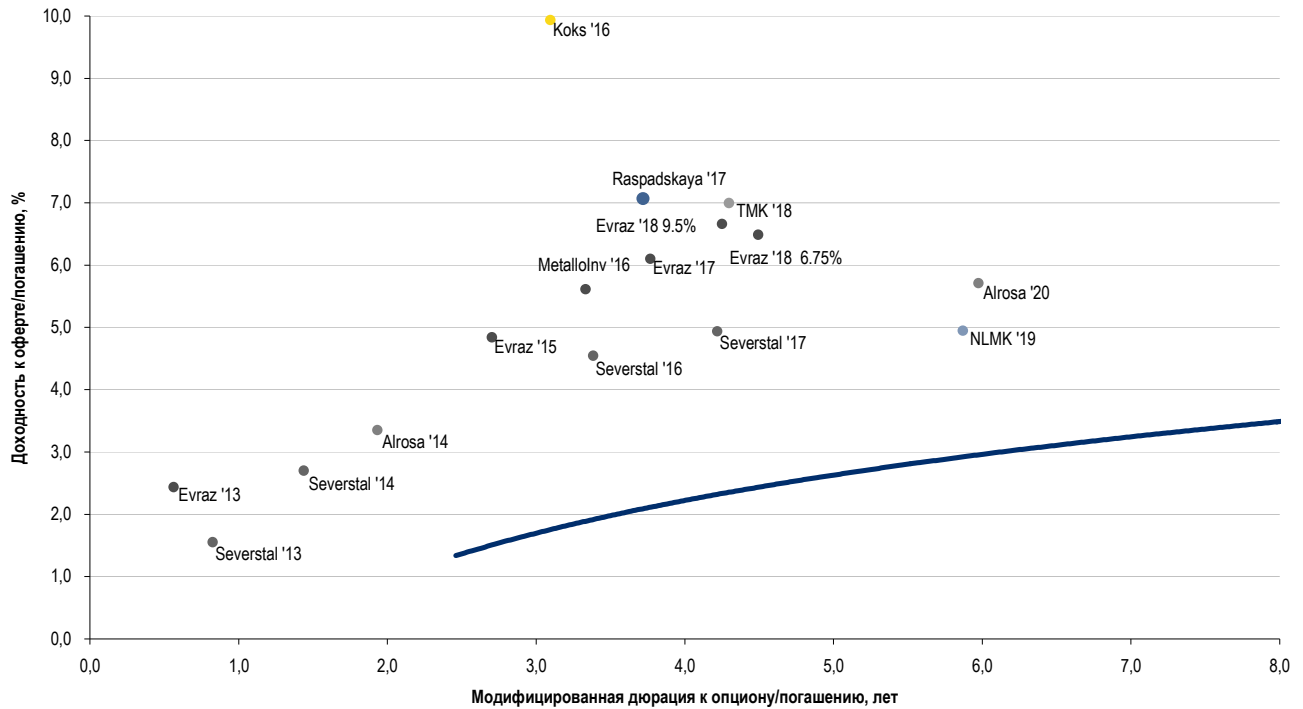
	2007	2008	2009	2010	1 пг 11	2011	1 пг 12
Выручка	784	1 200	497	706	377	708	285
Валовая прибыль	428	850	246	392	199	367	74
ЕБИТДА	494	808	238	300	182	318	99
Чистая прибыль	240	531	117	244	99	136	(19)
Краткосрочный долг	39	37	28	6	303	304	57
Долгосрочный долг	308	314	303	304	4	1	497
Чистый долг	265	280	303	146	50	45	406
Долг	347	351	332	311	307	305	554
Капитал	1 070	1 184	1 275	1 504	1 733	1 062	1 027
Активы	1 726	1 761	465	490	2 335	1 978	1 838
Валовая рентабельность, %	55	71	50	56	53	52	26
Рентабельность по ЕБИТДА, %	63	67	48	42	48	45	35
Долг / ЕБИТДА	0,7	0,4	1,4	1,0	1,2	1,0	2,4
Чистый долг / ЕБИТДА	0,5	0,3	1,3	0,5	0,2	-	1,7
Акционерный капитал / Активы	0,6	0,7	2,7	3,1	0,7	0,5	0,6
Акционерный капитал / Долг	3,1	3,4	3,8	4,8	5,6	3,5	1,9
Кэфф. текущей ликвидности	2,3	4,0	3,6	6,4	1,6	8,4	2,5
Доля краткосрочного долга, %	11	11	9	2	99	100	10,3
Операционный денежный поток	328	585	222	308	160	233	73
Денежный поток от инв. деят.	(160)	(405)	(210)	(129)	(67)	(44)	(26)
Денежный поток от фин. деят.	(139)	(176)	(50)	(43)	(16)	(164)	(196)
Капзатраты	(166)	(286)	(153)	(138)	(81)	(144)	(39)
Свободный денеж.поток	162	300	69	170	78	88	34
ОДП / Капзатраты	2,0	2,0	1,4	2,2	2,0	1,6	1,9

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

Излишний спред к кривой Евраз. Кредитный профиль Распадской в целом сохраняет устойчивость. Компания продолжает генерировать положительный денежный поток, достаточный для покрытия текущих обязательств (процентных выплат, основной платеж по которым наступает не ранее 2015 г.) и поддерживающийся гибкостью капитальных затрат. В настоящее время на рынке эмитент представлен единственным выпуском RASPAD'17 (YTM 7,5%). На протяжении двух последних месяцев бумаги Распадской не пользовались спросом у инвесторов, что отразилось в расширении спреда к выпуску EVRAZ'17 практически вдвое до 90 б.п. Мы по-прежнему полагаем, что с учетом текущих рисков справедливый спред бумаг Распадской к кривой Евраз (B+/Ba3/BB-) должен составлять 45–50 б.п.

Выпуск RASPAD'17 сохраняет привлекательность

Еврооблигации ряда эмитентов горнодобывающего и металлургического сектора, 20.09.2012



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

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

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 Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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