

## СНИЖЕНИЕ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ПОВЫШАЕТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ

### Опубликованы результаты за I полугодие 2010 г. по МСФО

**Компания не обманула ожиданий инвесторов.** Вчера Евраз первым из сталелитейных компаний опубликовал отчетность за I полугодие 2010 г. по МСФО, показавшую улучшение кредитных метрик компании. Заметим, что опубликованные ранее высокие операционные результаты за период, а также объявленный Евразом прогноз по EBITDA за II квартал уже сориентировали инвесторов на заметный рост операционной прибыли и сокращение долговой нагрузки, что и нашло отражение в представленной отчетности.

**Восстановление рыночной конъюнктуры способствовало значительному росту операционных показателей.** В I полугодии 2010 г. выручка компании увеличилась на 37,5% по сравнению с аналогичным периодом 2009 г. и составила 6,4 млрд долл., а объем продаж во II квартале вырос на 14,8% относительно предыдущего квартала. Увеличение выручки Евраза в I полугодии текущего года было обусловлено как ростом объемов реализации, так и повышением цен, причем благоприятная ценовая конъюнктура оказала большее влияние на операционные показатели Евраза. В отчетном периоде EBITDA компании возросла до 1,15 млрд долл. (+147% год-к-году), а рентабельность по EBITDA повысилась на 7,7 п.п. относительно уровня годичной давности и составила 18,1%. Основной вклад в увеличение операционной прибыли Евраза за полугодие в целом внесли хорошие результаты II квартала, в течение которого благодаря быстрому восстановлению цен на свою продукцию компания смогла увеличить EBITDA на 72% относительно предыдущего квартала, повысив рентабельность по EBITDA до 21,4% с 14,3 в I квартале. Заметим, что по итогам I полугодия компания получила чистый убыток в размере 270 млн долл., однако он был обусловлен в первую очередь неденежными операциями по переоценке активов в связи с изменением учетной политики. Без этих списаний Евраз получил бы чистую прибыль в размере 284 млн долл.

**Структура продаж изменилась как с точки зрения географии, так и в отношении продуктовой линейки.** Более быстрое восстановление рынка стали в России и на Украине обусловило изменение географической структуры продаж Евраза в пользу внутреннего рынка, доля которого в объеме продаж компании по итогам I полугодия 2010 г. составила 53%, в то время как год назад она составляла 44%. Менеджмент компании отметил существенное увеличение продаж в сегменте строительства (+35% год к году) благодаря увеличению спроса со стороны государства в рамках реализации инфраструктурных проектов. Что касается структуры продаж в денежном выражении, то она практически не изменилась – доля сталелитейного сегмента в отчетном периоде составила 91% (против 92% в I полугодии 2009 г.), в то время как в структуре EBITDA доля сталелитейного сегмента заметно сократилась. Если в I полугодии 2009 г. на долю этого сегмента приходилось 83% EBITDA Евраза, то в I полугодии 2010 г. его удельный вес снизился до 64%, в то время как рентабельность по EBITDA добывающего сегмента увеличилась в отчетном периоде до 34,8% по сравнению с 14,4% год назад. Оговоримся, что Евраз представляет данные о структуре продаж без учета продаж внутри группы, что во многом затрудняет корректную оценку структуры выручки и операционной прибыли.

**Кредитные метрики, как мы и ожидали, демонстрируют заметное улучшение.** С начала года совокупный долг Евраза не изменился и на конец июня составил 7,94 млрд долл., чистый долг компании также остался практически на уровне начала года – 7,28 млрд долл. При этом благодаря заметному увеличению операционной прибыли долговая нагрузка Евраза существенно сократилась. На конец июня уровень долговой нагрузки, выраженной отношением Чистый долг/LTM EBITDA, снизился до уровня 3,8 с 5,9 на начало года, и, исходя из прогнозов компании по EBITDA за II полугодие, мы ожидаем дальнейшего снижения показателя. Несмотря на ожидаемое сокращение EBITDA в III квартале до 480–550 млн долл. (в отчетности за этот период найдет отражение снижение цен на сталь в мае–июне), текущая рыночная конъюнктура, по оценкам менеджмента, позволит компании получить EBITDA во II полугодии на уровне не ниже, чем в I полугодии, что приведет к снижению отношения Чистый долг/EBITDA по итогам 2010 г. до уровня 3,1–3,2.

**Ликвидная позиция улучшается.** Значительный объем краткосрочного долга, как мы думаем, играет весьма важную роль в восприятии кредитного риска Евраза инвесторами, и в связи с этим мы положительно оцениваем достижения компании в улучшении ликвидной позиции во II квартале. В этот период компания привлекла долгосрочный кредит Газпромбанка, рефинансировав краткосрочный кредит ВЭБа на сумму порядка 1 млрд долл. и снизив долю коротких кредитов в совокупном долговом портфеле до 22% по сравнению с 34% на конец I квартала. Напомним также, что уже после отчетной даты компания объявила о достижении договоренности с Nordea Bank о привлечении четырехлетнего кредита на сумму 404 млн долл. для рефинансирования предоставленного ранее тем же банком кредита, срок погашения кото-

рого наступал в декабре нынешнего года. Еще порядка 250 млн долл. приходится на револьверные линии, открытые для пополнения оборотного капитала. В итоге объем кредитов, которые компании предстоит погасить в ближайшие 12 месяцев составляет около 1,1 млрд долл., что, на наш взгляд, не должно составить для компании проблем. Стоит также учесть, что 60% указанной суммы покрываются денежными средствами на балансе Евраз.

**Увеличение инвестиций не должно отрицательно сказаться на кредитном качестве.** В I полугодии инвестиции Евраз составили 397 млн долл. при этом компания объявила о том, что рассчитывает в текущем году инвестировать порядка 950 млн долл. против заявленных ранее 800 млн долл. в связи с необходимостью увеличения объема производства, для того чтобы в полной мере воспользоваться улучшением рыночной ситуации. Таким образом во II полугодии инвестиции компании, по нашей оценке, составят 553 млн долл. при ожидаемом показателе EBITDA на уровне 1,1 млрд долл. Мы не думаем, что увеличение расходов на инвестиции представляет угрозу для кредитного профиля Евраз, и обращаем внимание инвесторов на то, что в ходе вчерашней телефонной конференции менеджмент Евраза особо отметил, что снижение долговой нагрузки остается приоритетной задачей компании.

**Рублевые облигации Евраза смотрятся дешево и мы ожидаем роста их котировок после публикации отчетности за I полугодие 2010 г.** Мы неоднократно писали, что считаем выпуски Евраз Холдинг Финанс 1 и 3 (УТР 9,8 к оферте в марте 2013 г.) едва ли не лучшей идеей в сегменте рублевых облигаций эмитентов металлургического сектора. На наш взгляд, премия на уровне 200 б.п., предлагаемая облигациями Евраза к сопоставимым по срокам выпускам Северстали (BB-/Ba3/B+), является чрезмерной и мы ожидаем ее сокращения на 75–100 б.п. с учетом улучшения кредитных метрик Евраза, а также потенциального включения этих выпусков в список РЕПО ЦБ, которое, как мы думаем, состоится уже в ближайшее время. Кстати, что касается еврооблигаций, спред выпусков Евраза к валютным облигациям Северстали не превышает 40 б.п.

### Евраз – основные результаты

Финансовые показатели по МСФО, млн долл.

	2008	I п/г 2009	2009	I кв. 2010	I п/г 2010	Изм I п/г 10 / I п/г 09
Выручка	20 380	4 639	9 505	2 970	6 379	37,5
ЕБИТДА	6 323	468	1 237	424	1 154	146,6
						<b>Изм I п/г 10 / I кв. 10</b>
Краткоср. задолженность	3 922	3 937	1 992	2 713	1 756	(35,3)
Долгосроч. задолженность	6 064	4 545	5 931	5 240	6 180	17,9
Совокупный долг	9 986	8 482	7 923	7 953	7 936	(0,2)
Чистый долг	9 056	7 804	7 248	7 160	7 282	1,7
Рентабельность по ЕБИТДА, %	31,0	10,4	13,0	14,3	18,1	
Долг / ЕБИТДА	1,6	9,1	6,4		4,1*	
Чистый долг / ЕБИТДА	1,4	8,3	5,9		3,8*	
ЕБИТДА / Процентные расходы	9,7	1,4	1,8	2,4	3,1	
Доля краткосроч. долга в общем долге, %	39,3	46,4	25,1	34,1	22,0	
Денежные средства / Краткосроч. долг	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	
Капзатраты	3 017	203	441	160	397	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

\*ЕБИТДА за последние 12 мес.

# 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  
Дмитрий Попов, popovdv@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

## Управление по рынкам долгового капитала

### 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

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Мырскова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

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

### Экономика

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

### Банки

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

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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, hovhannisyan@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

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