

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Комментарий к управленческой отчетности за 9 мес. 2011 года

Финансовые результаты

На днях Евраз опубликовал отдельные данные управленческой отчетности за 3 квартал и 9 месяцев 2011 года. Динамика финансовых результатов свидетельствует о первых признаках ухудшения конъюнктуры на рынке металлов. Так, выручка в 3 квартале сократилась относительно 2 квартала на 7,0% до \$4,2 млрд, а EBITDA – на 13,0% до \$0,7 млрд. Подобная динамика была предсказуема, учитывая слабые операционные результаты за 3 квартал текущего года. Так, производство стали в 3 квартале снизилось на 4,8% относительно 2 квартала до 4 024 тыс. тонн, а производство чугуна сократилось на 2,2% до 2 865 тыс. тонн. Менеджмент компании объясняет это сезонным спадом, однако мы склонны считать, что в этом снижении не последнюю роль сыграло замедление мировой экономики. Спрос на металлопродукцию основными потребителями немного снизился. Это в свою очередь, выражается в ценовом давлении на металлопродукцию. Отметим, что в операционных результатах за 3 кв. 2011 года, Евраз отмечает снижение цен практически во всех сегментах продаваемой продукции.

Тем не менее, по итогам 9 месяцев 2011 года и выручка, и EBITDA показали впечатляющий рост относительно 9 месяцев 2010 года за счет успешных первого и второго кварталов. Совокупная выручка увеличилась на 29,2% до \$12,5 млрд., а показатель EBITDA – на 33,4% до \$2,4 млрд. Рентабельность по EBITDA также достигла максимума в этом году – 19,2%.

В 4 квартале мы прогнозируем дальнейшее замедление темпов продаж и основных показателей Евраза. Так, мы прогнозируем выручку на уровне \$1,4 млрд. за последние 3 месяца 2011 года, и \$17,2 млрд. – за весь 2011 год. Темы роста EBITDA еще более снизятся, в 4 квартале она составит \$550 млрд., и около \$3,0 млрд. – за 2011 год. Рентабельность EBITDA сократится до 17,2%.

Финансовые результаты

	9М 2011	2011П
Выручка	12 537	17 150
ЕБИТДА	2 401	2 951
Финансовый долг	7 214	7 649
Чистый долг	6 636	6 964

Основные коэффициенты

	9М 2011	2011П
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,1	0,1
Чистый долг/ЕБИТДА	2,3	2,4
Рентабельность по ЕБИТДА, %	19,2%	17,2%

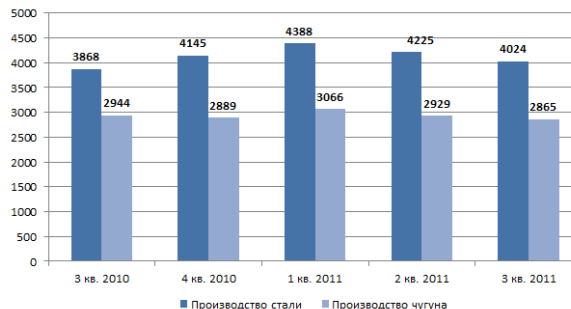
Кредитный рейтинг

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
B+	B1	BB-

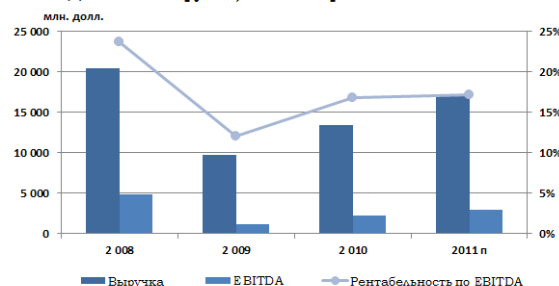
Еврооблигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Евраз-13	104,2	5,8
Евраз-15	101,3	7,9
Евраз-18	103,5	8,8
Евраз-18-1	90,0	8,8

Объем производства стали и чугуна поквартально, тыс. тонн



Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS



Кредитный профиль

Совокупный финансовый долг почти не изменился относительно конца 1 полугодия и составил \$7,2 млрд. Структура долга по срочности также не претерпела существенных изменений: долгосрочная задолженность составляет 91,0%. Правда, в 2 раза снизился объем денежных средств, до \$578 млн. В этой связи размер чистого долга вырос до 6,6 млрд. рублей. Несмотря на это, коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА почти не изменился относительно 30 июня текущего года и составил 2,32. Коэффициент Долг/ЕБИТДА сократился с 2,8 до 2,5.

Отметим, что уже в конце октября Евраз привлек у Газпромбанка 5-летний кредит в размере \$500 млн. Условием привлечения кредита стало досрочное погашение старого кредита в размере \$300 млн. Таким образом, чистое увеличение долга составило как минимум \$200 млн. в 4 квартале. Часть этих средств Евраз, вероятно направит на выплату дивидендов объемом \$500 млн.

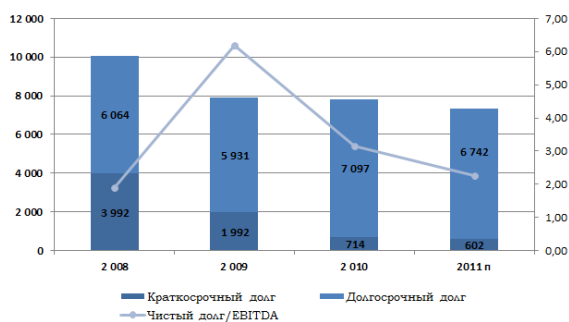
В этой связи, мы прогнозируем до конца года рост совокупного долга до \$7,3 млрд., при этом несмотря на замедление темпов роста выручки и ЕБИТДА, наиболее вероятно, что коэффициенты покрытия еще немного улучшатся. Мы ожидаем коэффициент Финансовый долг/ЕБИТДА в районе 2,5, а Чистый долг/ЕБИТДА – на уровне 2.25 по итогам текущего года.

Еврооблигации

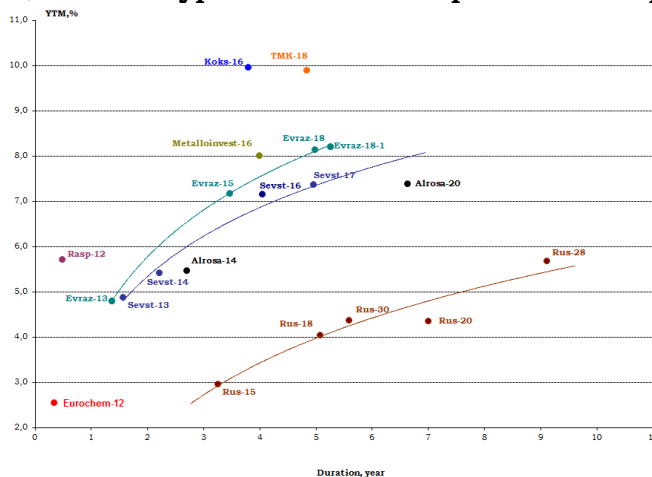
В настоящий момент мы нейтрально смотрим на обращающиеся выпуски Евраз-18 и Евраз-15. «Длинные» выпуски Евраз-18 и Евраз-18-1 торгуются со спрэдом к кривой доходности Северстали, хотя Евраз и Северсталь имеют одинаковый кредитный рейтинг от Fitch (BB-), на одну ступень ниже от S&P, и на две ступени ниже – от Moody's. В течение года спрэд между выпусками Евраза и Северстали сокращался до нуля. В течение нескольких дней выпуски Евраза торговались с дисконтом к евробондам Северстали. Сейчас подобный спрэд кажется большим, однако, мы не ожидаем его сокращения в связи с сохранением высоких рисков на внешних рынках.

Короткий выпуск Евраз-13, который торгуется с доходностью 4,8% годовых, может быть интересен в рамках стратегии buy&hold. Однако на российском рынке еврооблигаций, с нашей точки зрения, сейчас есть куда более интересные выпуски с перспективами купить и держать до погашения.

Динамика и структура долга (\$ млн.) и динамика коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



Еврооблигации металлургического сектора на 17 ноября 2011 года



Приложение

Показатели, \$млн.	2 009	9М 2010	2 010	1П 2011	9М 2011	2011 п	2011п/2010
Выручка	9 772	9 700	13 394	8 380	12 537	17 150	28,0%
ЕБИТДА	1 174	1 800	2 255	1 360	2 401	2 951	30,9%
Процентные расходы	677	н/д	728	387	551	775	6,5%
Капитальные затраты	441	н/д	832	462	945	1 155	38,8%
Финансовый долг	7 923	7 900	7 811	7 198	7 214	7 344	-6,0%
Краткосрочный долг	1 992	1 400	714	604	672	602	-15,7%
Долгосрочный долг	5 931	6 500	7 097	6 594	6 542	6 742	-5,0%
Денежные средства	671	700	683	1 155	578	685	0,3%
Чистый долг	7 252	7 200	7 128	6 043	6 636	6 659	-6,6%

Показатели	2 009	9 мес. 2010	2 010	1П 2011	9 мес. 2011	2011 п
Коэффициенты						
Финансовый долг/активы	0,47	н/д	0,44	0,37	н/д	н/д
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,25	0,18	0,09	0,08	0,09	0,08
Финансовый долг/ЕБИТДА	6,75	3,29	3,46	2,78	2,53	2,49
Чистый долг/ЕБИТДА	6,18	3,00	3,16	4,44	2,76	2,26
ЕБИТДА/проценты	1,73	н/д	3,10	3,51	4,36	3,81
Рентабельность по ЕБИТДА	12,0%	18,6%	16,8%	16,2%	19,2%	17,2%



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Хомяков Илья Маркович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

