

Вадим Ведерников, vva@ufs-federation.com

Evraz выходит с евробондами: рекомендуем участие, несмотря на слабый отчет

Evraz выходит с евробондом для снижения риска по ковенанту.

Компания Evraz Plc. (Евраз) сегодня размещает долларовые евробонды сроком на 7 лет под 6,75% годовых. У компании есть синдицированный кредит на \$950 млн с погашением в 2015 году и ковенантами на возврат на уровне соотношения чистый долг к EBITDA в 3,5х. Поскольку на конец 2012г. это соотношение составляло 3,1х, то из-за риска увеличения показателя, компания, скорее всего, использовать новый евробонд для досрочного погашения этого кредита. Кроме того, только в этом году Евразу предстоит погасить \$2,0 млрд, из которых \$534 млн пойдут на погашение евробонда в конце апреля¹. В этой связи мы ожидаем выхода компании на рынок международного капитала с займом в объеме \$750-1000 млн.

Оценка привлекательности займа: рекомендуем участие.

В оценке справедливого уровня доходности мы сравнивали новый выпуск Евраз-20 с размещенным 2 недели назад займом компании ТМК с аналогичным сроком до погашения. Согласно озвученному ориентиру, новый займ Евраза выходит на уровне доходности выпуска еврооблигаций ТМК-20. При этом кредитные рейтинги компаний совпадают за исключением рейтинга BB- от агентства Fitch у Евраза. Однако спред между длинными выпусками Евраза (17 и 18) и кривой доходности Северстали составляет 140-150 б.п. При этом озвученный ориентир нового выпуска Евраза предполагает спред к кривой Северстали на уровне 170-180 б.п. На этом фоне, а также в связи с вышедшим в четверг слабым отчетом компании, мы оцениваем справедливый уровень доходности нового выпуска на уровне 6,4-6,5% годовых. Таким образом, озвученный компанией ориентир

Параметры выпуска	
Эмитент	EVRAZ Group S.A.
Заемщик	Evraz Plc.
Рейтинг заемщика	Ba3(stab)/B+(stab)/BB-(stab)
Рейтинг выпуска	-/B+/BB-
Валюта	USD
Срок обращения	7 лет
Ориентир доходности (от эмитента)	6,75%
Справедливая доходность (оценка UFS IC)	6,5-6,6%
Объем (оценка UFS IC)	750-1000 млн

Финансовые результаты, \$ млн.		
	2011	2012
Выручка	16 400	14 726
EBITDA	2 898	2 012
Финансовый долг	7 206	6 379
Чистый долг	6 442	6 184

Основные коэффициенты		
	2011	2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,1	0,3
Чистый долг/EBITDA	2,2	3,1
Рентабельность по EBITDA, %	17,7%	13,7%

Кредитный рейтинг			
	Standard and Poor's	Moody's	Fitch
	B+	Ba3	BB-

Еврооблигации			
	Выпуск	Цена, %	Доходность, %
	Евраз-13	100,1	1,1
	Евраз-15	110,8	3,8
	Евраз-18	115,3	5,9
	Евраз-18-1	104,3	7,8

¹ На текущий момент в обращении находится 5 евробондов компании - один с погашением в конце апреля, один в 2015 году, еще один - в 2017 и 2 выпуска с погашением в 2018 году.



предполагает премию в размере 25-35 б.п. к справедливому уровню доходности. Мы оцениваем данный выпуск как интересный и рекомендуем инвестором участие.

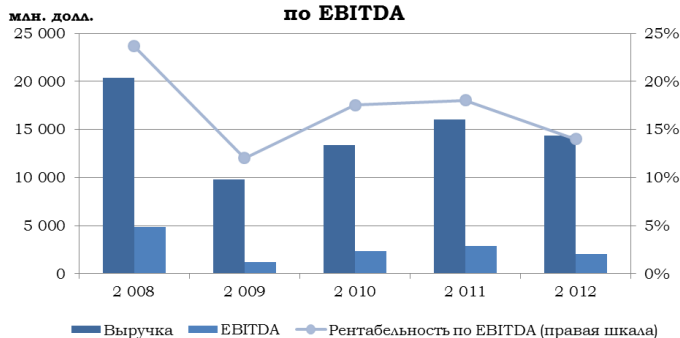
Ключевые моменты отчета за 2012 год.

В четверг крупнейший сталелитейный холдинг РФ, Evraz Plc., представил финансовые результаты в соответствии с МСФО за 2012 год. За рассматриваемый период выручка снизилась на 10% до \$14,7 млрд., а EBITDA упала на 31,% до \$2,0 млрд, что привело к чистому убытку в размере \$335млн против прибыли в \$453 млн годом ранее. Операционный денежный поток сократился на 19% до \$2,1 млрд, а капитальные затраты составили \$1,3 млрд, оставшись вблизи уровня 2011 года, в результате чего свободный денежный поток сократился на 35% до \$882 млн. Ухудшение финансовых результатов стало следствием сложной рыночной конъюнктуры и негативной динамики цен на сталь в течение года, связанной с падением спроса по причине замедления темпов роста мировой экономики.

Кредитный профиль компании в течение года также ухудшился.

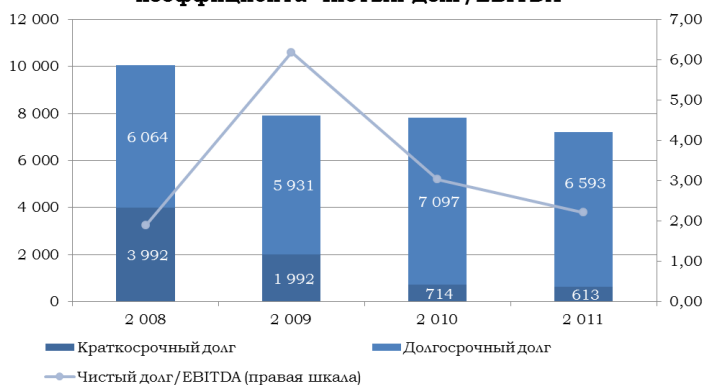
Уровень чистого долга компании сократился до \$6,2 млн с \$6,4 млн., хотя краткосрочный долг вырос почти в три раза до \$1,8 млрд. Несмотря на существенный рост ликвидных активов на балансе, покрытие краткосрочного долга снизилось с 1,4 до 1,1. Так как EBITDA сократилась более сильно, чем чистый долг, соотношение Чистый Долг/EBITDA составило 3,1X против 2,2X на начало года. Напомним, что летом Группа договорилась о послаблении ковенантов по синдицированному кредиту объемом \$950 млн. Допустимое соотношение Чистый Долг/EBITDA было увеличено с 3,0 до 3,5. После публикации отчетности за 2012 год, страхуясь от возможного невыполнения данного ковенанта, Евраз принял решение о размещении еврооблигаций с целью рефинансирования синдицированного кредита.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



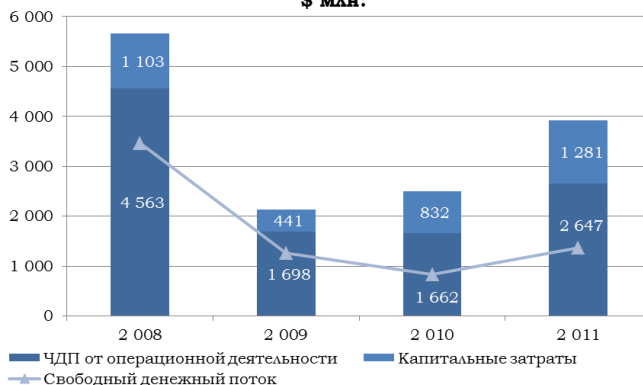
Источник: данные компании, расчеты UFS IC

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



Источник: данные компании, расчеты UFS IC

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, \$ млн.



Источник: данные компании, расчеты UFS IC



Евраз вынужден будет привлекать дополнительные заемные средства для рефинансирования долга. По нашим оценкам в 2013 году Евразу предстоит выплатить около \$2,2 млрд долга, включая проценты по долгосрочному долгу. Капитальные затраты составят по планам эмитента около \$1,1 млрд долл. Объем денежных средств и их эквивалентов вместе с депозитами на балансе на конец 2012 года составлял \$2 млрд. Исходя из того, что объем выплат в 2014 году должен составить \$1,2 млрд., что существенно меньше, чем в 2013 году, мы считаем, что менеджмент Евраза будет стремиться удержать объем ликвидный активов на балансе к концу 2013 года на уровне около \$1,5 млрд. Если операционный денежный поток останется на уровне прошлого года в размере \$2,1, то в случае успешного рефинансирования синдицированного кредита, минимальный объем долга, который необходимо будет привлечь компании (для рефинансирования долга) составит приблизительно \$800-900 млн.

Вывод: высокие кредитные риски компенсируются прочными позициями на мировом рынке стали. Уровень кредитных рисков компании остается одним из самых высоких в отрасли. Риски самой отрасли также остаются высокими, о чем свидетельствует слабая отчетность компаний сектора. При этом краткосрочные кредитные риски остаются невысокими в связи с доверием инвесторов к компании. Статус крупнейшего производителя стали в стране позволяет компании надеяться на государственную поддержку. Прочные позиции на мировом рынке снижают возможные негативные последствия продолжения замедления роста мировой экономики.



Департамент Аналитики

Павел Василяди Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Вадим Ведерников Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
Александр Черкасов Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 caa@ufs-federation.com
Анна Милостнова Аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Каролина Беломестнова Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 bkv@ufs-federation.com
Елена Селезнева Переводчик	Тел. +7 (495) 781 02 02 evs@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
Илья Хомяков Начальник отдела Репо	Тел. +7 (495) 781 73 05 him@ufs-federation.com
Алексей Куц FI Sales and Trading	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com
Николай Полторанов Репо-Треjder	Тел. +7 (495) 781 73 04 pnv@ufs-federation.com
Игорь Ким Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 05 kim@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 32 02

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 «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «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 «ИК «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 «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «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 «ИК «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 «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

