

Дмитрий Назаров, [nds@ufs-federation.com](mailto:nds@ufs-federation.com)
**Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО «Распадская»**

Сегодня Распадская завершила роуд-шоу еврооблигаций и открыла книгу заявок на их покупку. Компания может занять до \$500 млн. сроком на 5 лет. Диапазон доходности составляет от 7,75% до 8,0% годовых. Мы полагаем, что участие в займе интересно ближе к верхней границе указанного диапазона.

**Финансовые результаты**

Прошедший год оказался слабым для Распадской. Добыча угля в 2011 году сократилась на 13,0% до 6,25 млн. тонн. При этом выручка по итогам года выросла на 3,0% до \$726 млн. Очевидно, что единственным фактором роста выручки стал рост цен на реализуемый уголь. При этом основной вклад в рост выручки внесло первое полугодие, поскольку во втором полугодии выручка упала на 7,6%.

В то же время, уже на уровне валовой прибыли, по итогам 2011 года компания зафиксировала снижение результатов. Операционная прибыль сократилась 0,5%, а показатель EBITDA на 5,4% до \$319,7 млн. относительно 2010 года. Причиной падения EBITDA стал опережающий рост себестоимости над выручкой. Так, себестоимость в 2011 год увеличилась на 10,2%. Возросла и себестоимость на тонну продукции в связи с падением добычи и распределением постоянных затрат на меньший объем продукции.

По этой причине, рентабельность по EBITDA упала до 44,0% - минимального уровня за последние 3 года.

Среди негативных моментов отметим и возросшую в географическом разрезе концентрацию продаж. Так, если в 2010 году на долю России пришлось 76,0% выручки, а на Китай и Южную Корею – еще 19,0%, то в 2011 году 99,0% выручки было получено от покупателей из России. Продажи в Азию в прошедшем году отсутствовали.

Компания продолжает восстановительные работы на шахте «Распадская». В 2011 году расходы на ее восстановление составили \$90,6 млн. Всего за последние 2 года было потрачено \$183,6 млн., а общий восстановительный бюджет составляет около \$280 млн. Таким образом, в ближайший год компания вновь потратит значительные средства на восстановительные работы, что не позволит существенно нарастить прибыль. В то же время, ввод в эксплуатацию восстановленных лав позволит увеличить добычу. Кроме того, после прекращения восстановительных работ, в 2013 году мы ожидаем резкий скачок прибыли из-за высвобождения части средств.

**Параметры выпуска**

Выпуск	Распадская-17
Объем размещения	до \$500 млн.
Срок обращения	5 лет
Предполагаемая доходности (по информации организаторов), %	7,75-8,00
Справедливая доходность (оценка UFS IC), %	7,6-7,7
Потенциал снижения доходности, б.п.	15-30

**Финансовые результаты, \$млн.**

	2011	2012 П
Выручка	726	726
ЕБИТДА	320	301
Финансовый долг	305	600
Чистый долг	125	450

**Основные коэффициенты**

	2011	2012 П
Краткосрочный долг/совокупный долг	1,0	0,2
Чистый долг/ЕБИТДА	0,4	1,5
Рентабельность по ЕБИТДА, %	44,6%	41,4%

**Кредитный рейтинг**

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

**Еврооблигации**

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Распадская-12	100,0	7,3



Чистый поток от операционной деятельности рухнул в 2011 году на 24,4% до \$233 млн. Столь сильное падение связано с прибылью по разовой статье, зафиксированной в 2010 году от выгодной покупки шахты «Коксовая» на \$104,7 млн. В 2011 году прибыли по этой разовой статье не было, поэтому произошло резкое сокращение чистой прибыли и операционного денежного потока.

Тем не менее, его вполне хватило на финансирование капитальных затрат, которые составили \$144,0 млн. Свободный денежный поток составил \$88,3 млн.

Мы не ожидаем увеличения капитальных затрат в 2012-2013 году, полагаем, что компания сможет полностью финансировать CAPEX за счет операционного денежного потока, не прибегая к увеличению долга.

В 2012 году положение Распадской пока выглядит слабо. Так, согласно представленным производственным результатам за 1 квартал текущего года, объем добычи угля составил 1,59 млн. тонн, что на 10% ниже, чем в 1 квартале прошлого года, и на 32,0% (!) ниже прогнозов самой компании. Причиной отставания производственных результатов Распадской стала приостановка работ на двух шахтах в связи временными техническими сложностями. Напомним, что ранее менеджмент Распадской прогнозировал рост добычи угля в 65,0% до 10,5 млн. тонн. Очевидно, что с учетом результатов первого квартала и сохранения неблагоприятной конъюнктуры на рынке угля в ближайшие месяцы подобные результаты не будут достигнуты. В то же время, уже в апреле Распадская планирует запустить новую лаву, что поможет восстановить производство. По нашим оценкам, добыча угля в 2012 году составит 6,9-7,0 млн. тонн.

Помимо падения производства и реализации, в 1 квартале упали и цены. Так, средневзвешенная цена реализации концентрата упала на 17,0% относительно 4 квартала 2011 года. Очевидно, что в 1 полугодии 2012 года Распадская покажет падение финансовых результатов относительно аналогичного периода предыдущего года. Оживление экономической активности в мире, который мы ожидаем во втором полугодии 2012 года, позволит выправить ситуацию.

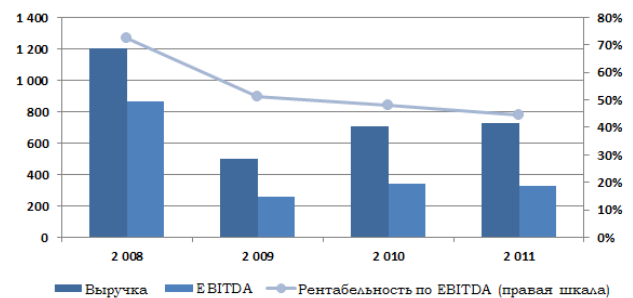
По итогам 2012 года мы ожидаем, что выручка компании не изменится, при этом за счет роста себестоимости, EBITDA компании вновь упадет на 5,0-6,0%.

### Кредитный профиль

В 2011 году финансовая устойчивость Распадской осталась на высоком уровне. Весь долг был представлен единственным выпуском еврооблигаций объемом \$300 млн. с погашением в мае текущего года. По итогам года доля долга в активах осталась на уровне 15%, а показатель Чистый долг/EBITDA сократился до 0,39 (0,43 по итогам 2010 года). Напомним, что в этом году помимо погашения еврооблигаций объемом \$300 млн., компании необходимо завершить расчеты по выкупу 10,0% собственных акций на 11,7 млрд. рублей (около \$300 млн.), который компания произвела в январе.

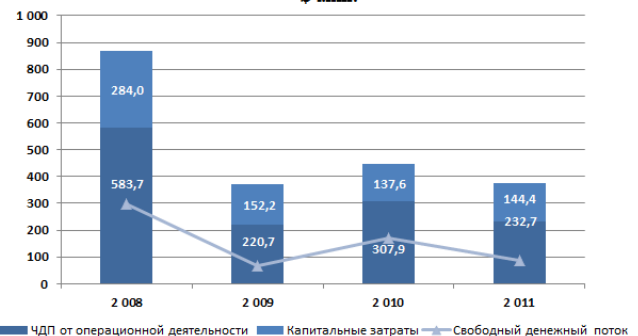
На начало года на балансе компании находилось \$180,1 млн. денежных средств и еще \$80,2 млн. – в виде краткосрочных банковских депозитов. Для того, чтобы рассчитаться и с кредиторами, и с держателями акций, Распадской необходимо как рефинансировать

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS

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



Источник: данные компании, расчеты UFS



займ, так и привлекать дополнительные заимствования. Компания сообщила в своем пресс-релизе, что в 1 квартале 2012 года открыла кредитную линию в Сбербанке на \$300 млн. Также компания привлекла займ от Райффайзенбанк на \$150 млн. для обеспечения текущей деятельности.

Таким образом, в текущем году, совокупный долг компании по нашим расчетам вырастет минимум до \$600 млн., а объем чистого долга составит от \$450 до 500 млн. в зависимости от остатков денежных средств.

Мы ожидаем ухудшение финансового состояния Распадской в 2012 году. Рост долговой нагрузки будет сопровождаться падением денежных потоков. В этой связи, мы прогнозируем ухудшение показателей покрытия долга, в частности, рост коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА до 1,5. Впрочем, мы не считаем подобный уровень угрожающим кредитоспособности компании. После 2012 года мы ожидаем увидеть значительный рост операционных и финансовых результатов, связанных с вводом в действие новых лав на основной шахте компании.

### Оценка инвестиционной привлекательности нового займа

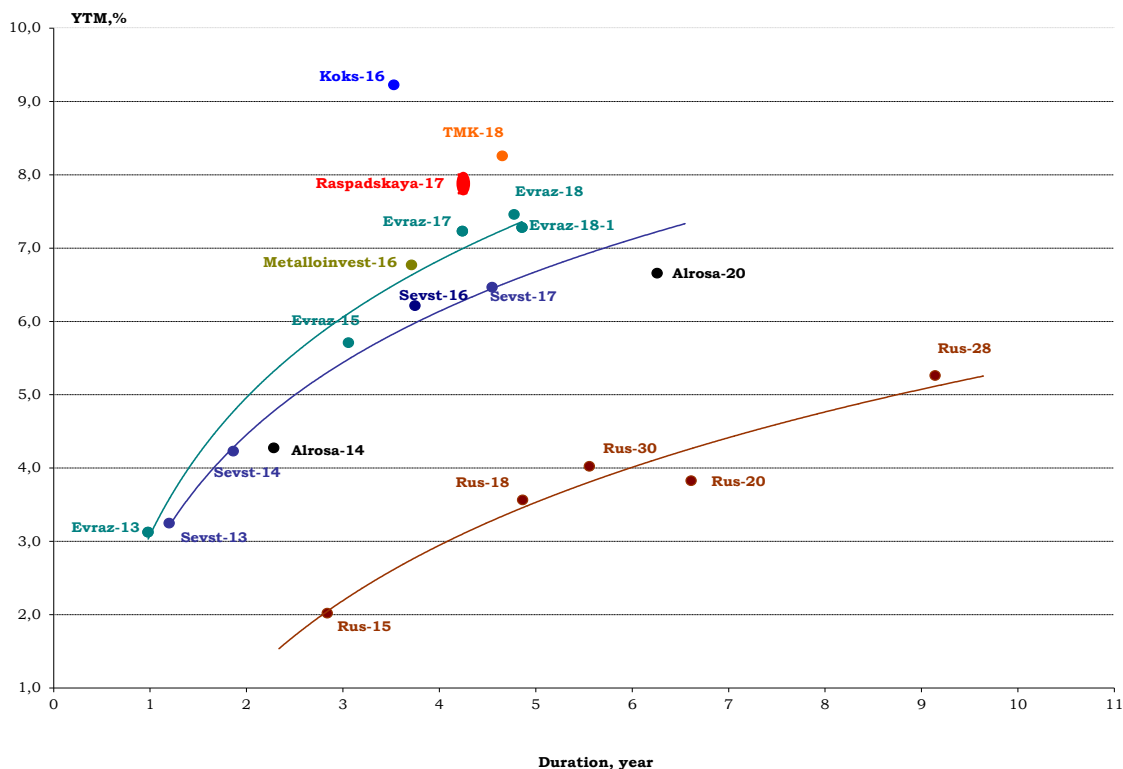
Как мы отметили выше, диапазон доходности по новому выпуску составляет от 7,75% до 8,0% годовых. С учетом текущего положения эмитента, его рейтингов, а также наших прогнозов на 2012 год, мы полагаем, что компания должна торговаться с премией относительно выпусков Евраза не ниже чем 50 б.п.

Нижняя граница диапазона, т.е. доходность 7,75% годовых предполагает премию к недавно разместившемуся выпуску Евраз-17 в 52 б.п. Т.е. с этой точки зрения компания размещается по своему справедливому уровню.

С другой стороны, сам выпуск Евраз-17 сейчас недооценен и торгуется с премией к своей собственной кривой в 25 б.п. Таким образом, премия относительно кривой Евраза по Распадской составляет уже 75 б.п., что представляется интересным для участия в займе.

Таким образом, размещаемый выпуск интересен, но мы рекомендуем выставлять заявки ближе к верхней границе макетируемого диапазона.

### Еврооблигации металлургических и горнодобывающих компаний России на 19 апреля 2012 года



## Приложение

Показатели, \$млн.	2 008	2 009	2 010	1П 2011	2 011	2012 II
Выручка	1 200	497	706	377	726	726
Операционная прибыль	685	163	189	132	189	192
ЕБИТДА	868	255	338	180	320	301
Процентные расходы	27	25	27	14	28	39
ЧДП от операционной деятельности	584	221	308	160	233	220
Капитальные затраты	284	152	138	78	144	140
Свободный денежный поток	300	69	170	81	88	80
Активы	1 761	1 850	2 075	2 335	1 978	2 110
Финансовый долг	351	332	311	307	305	600
Краткосрочный долг	37	28	7	303	304	120
Долгосрочный долг	314	303	304	4	1	480
Денежные средства	72	28	165	257	180	150
Чистый долг	280	303	146	50	125	450

Показатели	2 008	2 009	2 010	1П 2011	2 011	2012 II
<b>Коэффициенты</b>						
Финансовый долг/активы	0,20	0,18	0,15	0,13	0,15	0,23
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,11	0,09	0,02	0,99	1,00	0,20
Финансовый долг/ЕБИТДА	0,40	1,30	0,92	1,71	0,94	2,00
Чистый долг/ЕБИТДА	0,32	1,19	0,43	0,28	0,39	1,50
ЕБИТДА/проценты	31,91	10,08	12,75	12,77	11,52	7,71
Рентабельность по ЕБИТДА	72,3%	51,3%	47,9%	47,7%	44,6%	41,4%

**Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: [research@ufs-federation.com](mailto:research@ufs-federation.com) в свободной форме.**



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

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

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

### Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Дормидонтова Полина Олеговна

Тел. +7 (495) 781 02 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 «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.

