

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций Группы Евраз

Вчера завершилось роуд-шоу нового выпуска еврооблигаций Группы Евраз. Компания планирует разместить еврооблигации объемом до \$750 млн. По предварительным данным срок обращения выпуска составит 5 лет, предполагаемая доходность – 7,75% годовых. Мы полагаем, что подобные ориентиры являются привлекательными и рекомендуем участвовать в размещении.

Финансовые результаты

Прошедший год для Евраза, как и для других представителей металлургического сектора, можно назвать успешным. Так, выручка Евраза по итогам 2011 года выросла на 20,0% до \$16,1 млрд. Главным драйвером роста выручки стало увеличение цен на продукцию во всех сегментах бизнеса. Вклад за счет роста объемов производства оказался незначительным. Более того в некоторых бизнес-сегментах было зарегистрировано существенное падение объемов производства.

Стальной сегмент остается ключевым, его доля в совокупных доходах составила 73,1%. Еще около 19,0% доходов принес горнодобывающий сегмент. Однако, в отличие от 2010 года, доля горнодобывающего сегмента в EBITDA превысила долю стального сегмента, за счет более высоких темпов роста цен на железную руду и уголь, чем на стальную продукцию. При этом рентабельность по EBITDA горнодобывающего сегмента выросла до 43,0%, тогда как рентабельность стального сегмента составила всего 8,0%.

Совокупный показатель EBITDA за год вырос на 23,0% и достиг \$2,9 млрд. Рентабельность по EBITDA при этом не изменилась относительно 2010 года, и осталась на прежнем уровне в 18,0%.

Впрочем, эти цифры не отражают разнородную динамику в доходах поквартально в течение 2011 года. Так, четвертый квартал оказался для Евраза провальным, в связи с замедлением мировой экономики и падением цен на реализуемую продукцию. Так, выручка в 4 квартале упала относительно 3 квартала на 7,0%, EBITDA сократилась на 36,0% кв./кв.

Параметры выпуска

Выпуск	Евраз-17
Объем размещения	до \$750 млн.
Срок обращения	5 лет
Предполагаемая доходности (по информации организаторов), %	7,75
Справедливая доходность (оценка UFS IC), %	7,25
Потенциал снижения доходности	50 б.п.

Финансовые результаты, \$млн.

	2010	2011
Выручка	13 394	16 077
ЕБИТДА	2 350	2 898
Финансовый долг	7 811	7 206
Чистый долг	7 128	6 405

Основные коэффициенты

	2010	2011
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,1	0,1
Чистый долг/ЕБИТДА	3,0	2,2
Рентабельность по EBITDA, %	17,5%	18,0%

Кредитный рейтинг

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

Еврооблигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Евраз-13	105,0	3,8
Евраз-15	106,5	6,2
Евраз-18	108,5	7,7
Евраз-18-1	96,0	7,6



Мы не ожидаем снижения финансовых результатов в 1 квартале текущего года относительно 4 квартала 2011 года. Представленные производственные результаты Евраз за 1 квартал показали увеличение производства стали на 5,0% относительно 4 квартала 2011 года. Это было связано с завершением плановых работ на заводах в России и Северной Америки. Значительно прибавил в 1 квартале и горнодобывающий сегмент компании. Так, добыча угля выросла на 41,4% относительно 4 кв. 2011 года, производство коксующегося угля выросло на 8,7%. Главным риском для всей отрасли является дальнейшее падение цен на металлы вследствие замедления китайской экономики.

Мы полагаем, что финансовые результаты в 1 полугодии окажутся сходными с результатами, которые Евраз показал во 2 полугодии 2011 года.

В 2011 году Евраз показал впечатляющий рост денежного потока от операционной деятельности. Показатель вырос на 59,0% до \$2,5 млрд. за счет роста ЕБИТДА и уменьшения оборотного капитала. Капитальные затраты выросли на 54,0% относительно 2010 года, до \$1,28 млрд. Значительный объем денежного потока от операционной деятельности позволил Евразу полностью профинансировать инвестиционную программу за счет собственных средств. При этом свободный денежный поток за год вырос на 65,0% до \$1,4 млрд.

В 2012 году объем Сарех не будет увеличен и останется в районе \$1,2 млрд. Отсутствие роста Сарех в 2012 году является позитивным моментом. С учетом текущих денежных потоков, компания сможет профинансировать инвестиционную программу, не прибегая к увеличению долговой нагрузки. Заметим, что по итогам 2011 года окончательный размер дивидендов составит \$228 млн. Эта сумма не повлияет на финансовую устойчивость компании.

Кредитный профиль

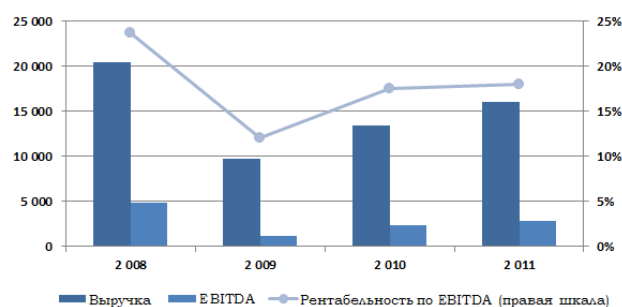
Рост денежных потоков позволили компании снизить долговую нагрузку и улучшить кредитные метрики. Так, совокупный долг снизился на 8,0% (около \$600 млн.) относительно начала года и составил \$7,21 млрд. Сокращение задолженности произошло в основном за счет конвертации облигаций с погашением в 2014 году объемом \$533 млн.

При этом структура долга по срочности не изменилась, доля краткосрочного долга в общем долге осталась на уровне 9,0%. Чистый долг сократился на 10,0% до \$6,4 млрд. за счет роста остатков денежных средств.

Снижение чистого долга и рост показателя ЕБИТДА позволил сократить коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА с 3,0 на начало года до 2,2 в конце года. Доля долга в активах осталась в районе 0,4.

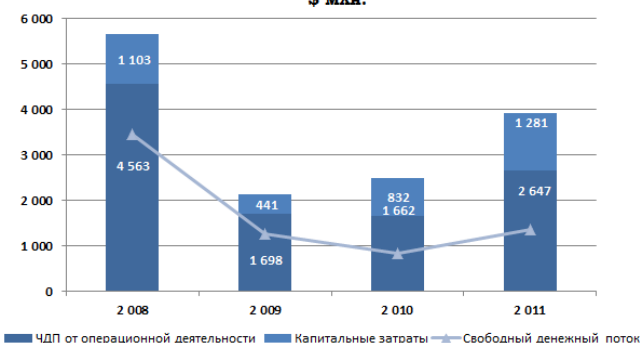
Улучшение финансовой устойчивости эмитента привело к повышению рейтингов. Так, Fitch год назад повысил рейтинг эмитента до ВВ-/Стабильный. Агентство Moody's в конце января 2012 года повысил рейтинг до Вa3/Стабильный. Пока рейтинг от S&P остается на уровне В+. Мы полагаем, что до конца года он также будет повышен.

Динамика выручки, ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА



Источник: данные компании, расчеты UFS

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



Источник: данные компании, расчеты UFS



Евраз имеет комфортную структуру долга и позицию по ликвидности. Так, до конца 2012 года компании предстоит погасить только \$136 млн. долга и \$444 млн. процентных платежей по облигациям. На начало года объем «кэша» на счетах составлял \$0,8 млрд. С 2013 по 2016 годы объем погашений долга равномерно распределен и составляет \$1,2-1,3 млрд. в год. При текущем уровне денежных потоков и объеме капитальных затрат, возможность выплатить долг не вызывает сомнений.

Мы полагаем, что по итогам года кредитное качество компании не ухудшится.

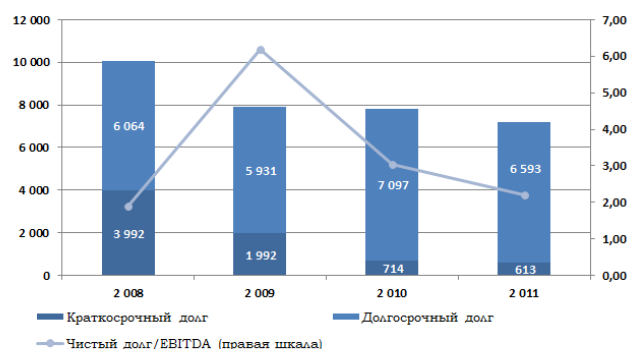
Выход на рынок публичных заимствований в этом году будет связан с желанием занять под низкие доходности и рефинансировать более дорогие кредиты. Впрочем, объективно, Евраз не нуждается в привлечении нового долга и мы полагаем, что текущее размещение станет единственным в этом году.

Еврооблигации. Планируемый выпуск привлекателен.

Как мы отметили в начале обзора, Евраз при размещении предлагает премию к собственной кривой доходности на уровне 50 б.п. При этом премия по новому выпуску к кривой Северстали составляет 140 б.п., что не соответствует разнице в финансовом состоянии эмитентов.

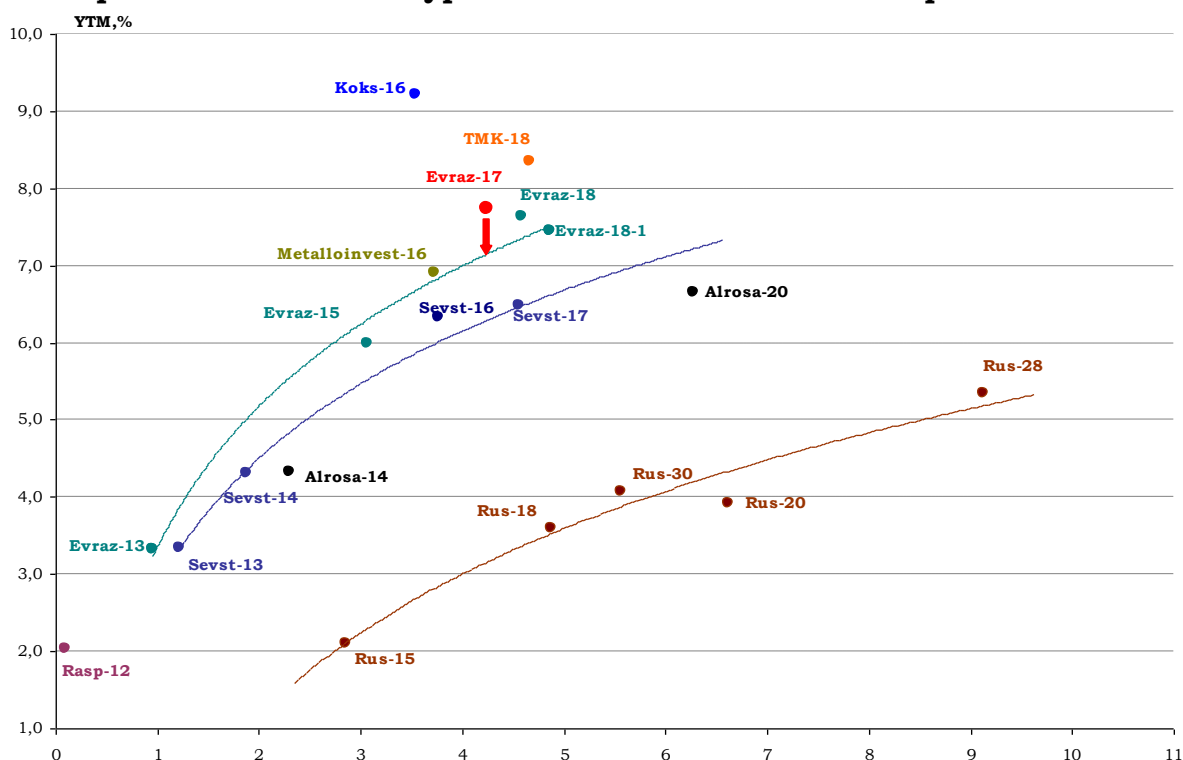
После выхода на вторичный рынок мы ожидаем снижение доходности на 50 б.п., что предполагает рост цены в районе 1,0%. Полагаем, что планируемый выпуск привлекателен и рекомендуем участвовать в размещении.

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



Источник: данные компании, расчеты UFS

Еврооблигации металлургических компаний на 17 апреля 2012 года



Приложение

Показатели, \$млн.	2 008	2 009	2 010	2 011
Выручка	20 380	9 772	13 394	16 077
Операционная прибыль	3 632,0	195,0	1 330,0	1 860
ЕБИТДА	4 827	1 174	2 350	2 898
Процентные расходы	655	677	728	708
ЧДП от операционной деятельности	4 563	1 698	1 662	2 647
Капитальные затраты	1 103	441	832	1 281
Свободный денежный поток	3 460	1 257	830	1 366
Активы	19 448	16 952	17 601	16 975
Финансовый долг	10 056	7 923	7 811	7 206
Краткосрочный долг	3 992	1 992	714	613
Долгосрочный долг	6 064	5 931	7 097	6 593
Денежные средства	930	671	683	801
Чистый долг	9 126	7 252	7 128	6 405

Источник: данные компании

Показатели	2 008	2 009	2 010	2 011
Коэффициенты				
Финансовый долг/активы	0,52	0,47	0,44	0,42
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,40	0,25	0,09	0,09
Финансовый долг/ЕБИТДА	2,08	6,75	3,32	2,49
Чистый долг/ЕБИТДА	1,89	6,18	3,03	2,21
ЕБИТДА/проценты	7,37	1,73	3,23	4,09
Рентабельность по ЕБИТДА	23,7%	12,0%	17,5%	18,0%

Источник: данные компании

**Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:
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.

