

Специальный комментарий

Металлургические компании «второй лиги»: в условиях рыночной волатильности

- ④ Перспектива негативного развития ситуации на рынках стали и углей актуальна для вертикально интегрированных металлургических компаний, для узкопрофильных металлургов эта проблема стоит еще более остро из-за большей подверженности их финансовых показателей ценовым колебаниям на рынке. Настоящий обзор является продолжением исследования [«Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию»](#) и затрагивает компании «второй лиги».
- ④ К металлургическим и добывающим компаниям «второй лиги» мы относим пять игроков: **Мечел**, **Металлоинвест**, **СУЭК**, **Распадскую** и **Кокс**; каждый из которых занимает лидирующие позиции на сравнительно узком рынке сырья для металлургической и энергетической отраслей.
- ④ Если кредитное качество металлургов «первой лиги» отличается не слишком кардинально, а их вертикальная интеграция позволяет проводить многочисленные параллели между ними, то металлурги «второй лиги» отличаются уже более заметно, а присутствие на совершенно разных рынках серьезно ограничивает возможность их непосредственного сравнения.
- ④ Из рассматриваемых компаний нам больше всего импонирует кредитное качество **СУЭКа** и **Распадской**, которое обеспечивается их отличными позициями на рынках присутствия и устойчивостью к негативному развитию ситуации на рынках углей.
- ④ При самых высоких операционных показателях, формально позволяющих отнести **Мечел** к металлургам «первой лиги», его долговая нагрузка остается самой высокой в отрасли, что делает его позиции крайне уязвимыми в случае развития рецессионного сценария в мировой экономике.
- ④ Формальные кредитные метрики **Металлоинвеста** выглядят крепко, однако слишком короткая публичная кредитная история, а также риски первоочередного исполнения приоритетов акционеров в ущерб интересам кредиторов не позволяют нам оценивать стоимость заимствований компании на одном уровне с долговыми инструментами Евраза.
- ④ Кредитное качество **Кокса** поддерживается его экспортной ориентированностью и хорошими позициями на рынках товарного чугуна и кокса, однако неполная обеспеченность собственным сырьем и сравнительно небольшой размер бизнеса оказывают негативное влияние на отношение инвесторов, из-за чего евробонды Кокса имеют наибольшую волатильность по сравнению с другими длинными евробондами металлургов.
- ④ Среди рублевых бумаг явных кандидатов для рекомендаций мы не выделяем, однако считаем бумаги **Мечела** в большей степени подверженными негативным движениям рынка.
- ④ На рынке еврооблигаций нам нравятся бумаги **Распадской**, которые полностью подходят под определение защитных; в способности компании расплатиться с публичными кредиторами мы не сомневаемся.

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Металлургия традиционно рассматривается рыночными участниками как циклическая отрасль, поэтому нынешняя напряженная ситуация на глобальных рынках может пошатнуть кредитное качество некоторых металлургов.

Компании «первой лиги», к которым мы относим **НЛМК, Северсталь, ММК и Евраз**, благодаря своей вертикальной интеграции и сравнительно гибкой структуре производства должны без существенного ущерба для своего финансового состояния преодолеть турбулентный период, если он будет иметь место. Компании же «второй лиги», к которым мы относим **Мечел,Metalloинвест, СУЭК, Распадскую и Кокс**, и о которых пойдет речь в этом обзоре, вызывают большие опасения. Это связано и с гораздо меньшим уровнем вертикальной интеграции этих компаний, и с их присутствием на более волатильных рынках, и с большими различиями в их кредитном качестве в настоящий момент.

Большинство металлургов «первой лиги», уже опубликовавших операционные показатели ЗК 2011 г., высказывают сдержанные ожидания по поводу перспектив рынков металлургического сырья и стали на 4К текущего года и 1К 2012 г. Цены на железную руду и коксующийся уголь уже начали снижаться, реагируя на спад спроса со стороны металлургических компаний, что лишним раз поднимает вопрос устойчивости кредитного качества производителей сырья.

ДИАГРАММА 1. ИНДИКАТИВНЫЕ ЦЕНЫ НА ЖЕЛЕЗНУЮ РУДУ



Источник: Bloomberg

ОСОБЕННОСТИ СТРУКТУРЫ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Для компаний «второй лиги» большое значение при оценке их кредитного профиля играют основные акционеры. В стресс-сценарии акционерная поддержка может оказаться чуть ли не единственным источником денежных средств при закрытии долговых рынков для той или иной компании.

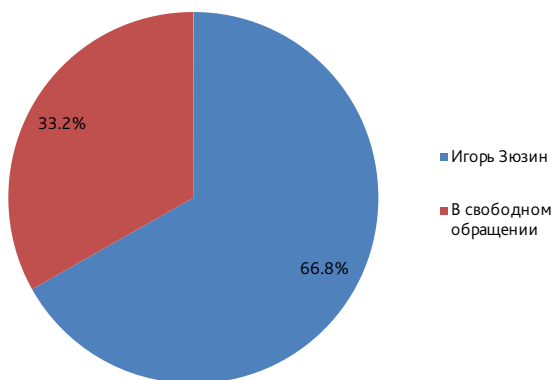
Среди рассматриваемых компаний «второй лиги» только **Мечел** и **Распадскую** можно назвать публичными компаниями – акционерный капитал **Металлоинвеста**, **СУЭКа** и **Кокса** распределен между несколькими крупными частными инвесторами. На наш взгляд, выгодно выглядит структура акционеров **Металлоинвеста** – основные бенефициары компании имеют интересы в других отраслях, поэтому в случае развития негативного сценария в металлургии вполне можно ожидать от них финансовой помощи. Мы склонны считать самой сильной структуру акционерного капитала у **Металлоинвеста** и **СУЭКа**, чуть более слабой у **Мечела** и **Кокса**. Наименьшие среди компаний «второй лиги» преимущества для кредитного качества, по нашему мнению, дает акционерный капитал **Распадской**.

СУЭК после разделения угольного и энергетического бизнесов между основными бенефициарами не раскрывает точных долей **А. Мельниченко** и **С. Попова**, однако известно, что доля более 75% принадлежит г-ну **Мельниченко**. С этой точки зрения позиции **СУЭКа** выглядят наиболее крепко: второй значительные актив основного бенефициара – крупный химический холдинг **ЕвроХим**, кредитное качество которого даже несколько лучше, чем у **СУЭКа**.

Практически весь акционерный капитал **Кокса** сконцентрирован в руках семьи Зубицких, для которых Кокс является основным активом, поэтому мы также расцениваем вероятность помощи со стороны акционеров в стресс-сценарии как очень высокую. В то же время финансовый потенциал акционеров Кокса, очевидно, уступает аналогичному у СУЭКа и Металлоинвеста.

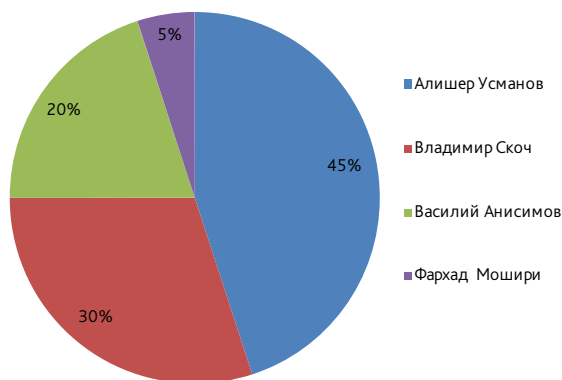
Среди компаний «второй лиги», пожалуй, наименьшие преимущества дает акционерный капитал **Распадской**. Основные владельцы компании – Евраз, бизнес которого подвержен цикличности в такой же степени, как и бизнес Распадской, и менеджмент, который в этом году объявлял о намерении продать свою долю в компании. На наш взгляд, Распадская могла бы рассчитывать на поддержку основных акционеров, однако объем такой поддержки не будет значительным.

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА МЕЧЕЛА



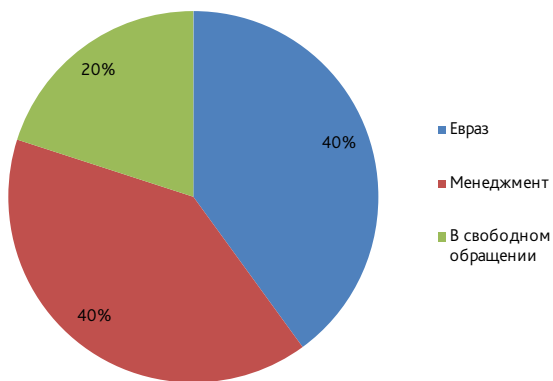
Источник: Мечел, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА МЕТАЛЛОИНВЕСТА



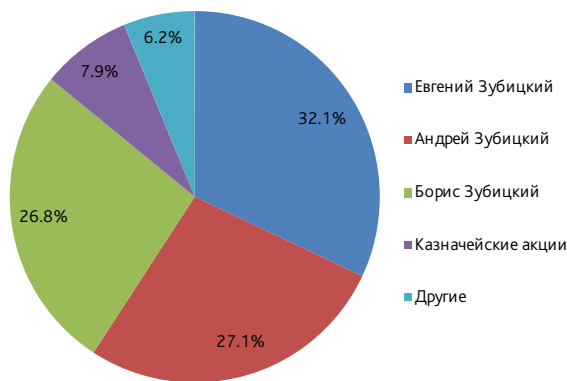
Источник: Металлоинвест, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА РАСПАДСКОЙ



Источник: Распадская, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 5. СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА КОКСА



Источник: Кокс, НБ «Траст»

ПОЗИЦИИ НА РЫНКАХ ПРИСУТСТВИЯ И ОСОБЕННОСТИ ОПЕРАЦИОННОГО ПРОФИЛЯ

Металлургические компании «первой лиги» – это исключительно вертикально интегрированные производители стали; эмитенты «второй лиги» – преимущественно специализируются на одном-двух видах продукции, и на этом рынке занимают существенную долю. Исключением является, пожалуй, только Мечел, который с определенными оговорками можно также отнести к вертикально интегрированным производителям стали.

ТАБЛИЦА 1. КЛЮЧЕВЫЕ РЫНКИ ПРИСУТСТВИЯ МЕТАЛЛУРГОВ «ВТОРОЙ ЛИГИ»

	Основные рынки присутствия	Объем выпуска в 1П 2011г., млн. тонн	Доля в производстве в России
Мечел	Коксующийся уголь (концентрат и товарный уголь)	5.6	20%
	Энергетический уголь	3.3	3%
	Железная руда	2.1	4%
	Сталь	3.6	11%
Металлоинвест	Сталь	2.9	9%
	Железная руда и окатыши	31.4	42%
	ГБЖ/ПВЖ	1.2	100%
СУЭК	Энергетический уголь	44.7	34%
Распадская	Коксующийся уголь	2.4	10%
Кокс	Товарный кокс	1.4	27%
	Товарный чугун	1.1	42%

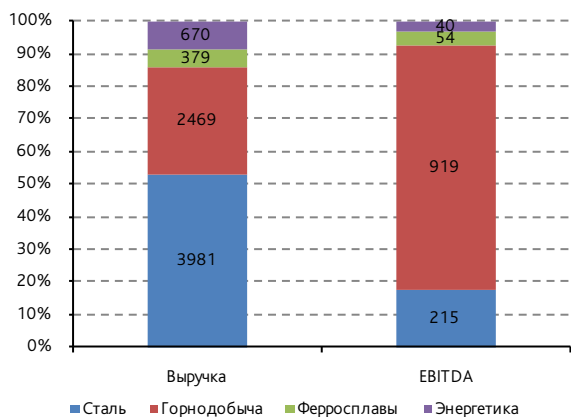
Источник: данные компаний, MetalExpert, НБ «Траст»

Мечел является крупнейшей по размеру консолидированной выручки компанией среди рассматриваемых в данном обзоре. В структуре его бизнес-модели присутствуют четыре направления: добывающее, сталелитейное, ферросплавное и энергетическое. Однако почти 85% выручки и более 90% EBITDA приходятся на первые два направления. С одной стороны, увеличение глубины вертикальной интеграции должно помочь Мечелу в стресс-сценарии смягчить падение выручки за счет менее волатильных рынков электроэнергии и цветных металлов. С другой стороны, вклад этих двух направлений деятельности в консолидированные показатели компании слишком невелик, чтобы их можно было рассматривать в качестве надежной защиты операционных показателей в стресс-сценарии.

В последние кварталы Мечел демонстрирует картину, характерную для большинства вертикально интегрированных компаний: при наибольшей доле в выручке сталелитейного бизнеса его вклад в консолидированную EBITDA оказывается сравнительно скромным – около 18-20%. Основным зарабатывающим подразделением компании остается его горнодобывающий сегмент, который обеспечивает более 100% собственных потребностей в коксующемся угле, и около 70% – в железной руде. Рентабельность по EBITDA горнодобывающего сегмента бизнеса по итогам 1П 2011 г. составила около 37%. Добывающий бизнес Мечела специализируется преимущественно на производстве различного вида металлургических и энергетических углей, около половины которых потребляется собственными сталелитейными заводами. Рентабельность по EBITDA угледобычи несколько ниже, чем у добычи железной руды, поэтому консолидированный показатель рентабельности по EBITDA Мечела (около 17% в 1П 2011 г.) несколько ниже, чем у вертикально интегрированных металлургов «первой лиги».

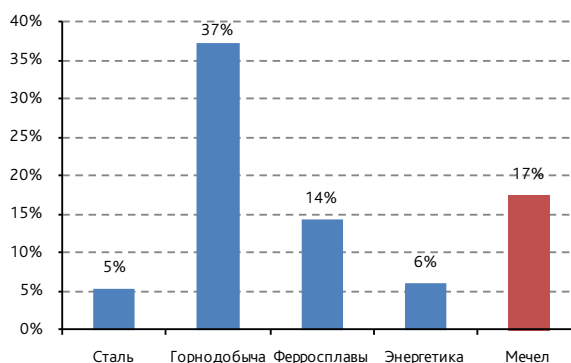
Очевидные проблемы с эффективностью есть у Мечела и в его сталелитейном направлении бизнеса – рентабельность по EBITDA даже с учетом очень высокого уровня собственной обеспеченности коксующимся углем, ЖРС и электроэнергией крайне низка и составляет чуть более 5%. На наш взгляд, при усугублении ситуации на рынках стали этот сегмент бизнеса компании может и вовсе уйти в отрицательную зону по показателю EBITDA.

ДИАГРАММА 6. ВЫРУЧКА И ЕБИТДА БИЗНЕС-СЕКТОРОВ МЕЧЕЛА В 1П 2011



Источник: Мечел, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 7. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО ЕБИТДА БИЗНЕС-СЕКТОРОВ МЕЧЕЛА В 1П 2011



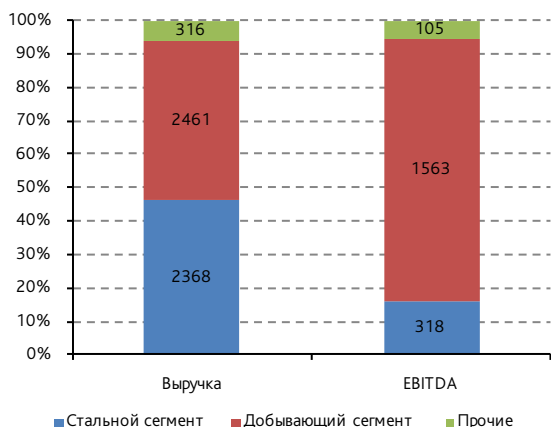
Источник: Мечел, НБ «Траст»

Бизнес **Металлоинвеста** состоит из четырех основных производственных площадок: Лебединского и Михайловского ГОКов, Оскольского электрометаллургического комбината, металлургического комбината «Уральская сталь», а также ряда сопутствующих бизнесов (ломозаготовительная и транспортная компании). Основные активы объединены в две бизнес-единицы – стальную и добывающую. Выручка между этими двумя сегментами распределена приблизительно равномерно: по 45-47% от консолидированной, тогда как большая часть ЕБИТДА приходится на добывающий сегмент бизнеса (около 78%).

Добывающий сегмент бизнеса демонстрирует отличную рентабельность по ЕБИТДА: в 1П 2011 г. этот показатель составил около 64%, что лишний раз подтверждает тот факт, что производство ЖРС для российских сырьевых компаний является более рентабельным направлением бизнеса, чем добыча угля. Отметим также, что Металлоинвест занимает лидирующие позиции на российском рынке железной руды: на него приходится более 40% всей производимой в России товарной руды и окатышей. На наш взгляд, подобное положение является одним из самых сильных факторов поддержки кредитного качества компании и с положительной стороны отличает ее от Мечела.

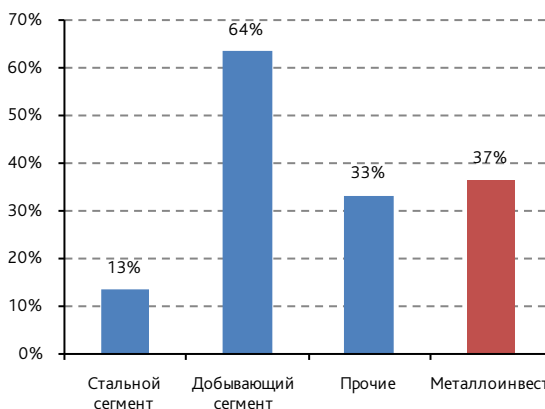
Сталелитейное подразделение, представленное мощностями Оскольского электрометаллургического комбината, демонстрирует средний по отрасли уровень рентабельности по ЕБИТДА. Это примечательно по нескольким причинам: во-первых, компания не обеспечена собственным угольным сырьем, что не позволяет ей в полной мере воспользоваться преимуществами вертикальной интеграции и полностью контролировать себестоимость стали; во-вторых, по некоторым товарным позициям (горячебрикетированное железо – ГБЖ) Металлоинвест занимает 100% российского рынка, что помогает увеличить консолидированный уровень рентабельности по ЕБИТДА всего сегмента.

ДИАГРАММА 8. ВЫРУЧКА И ЕБИТДА БИЗНЕС-СЕКТОРОВ МЕТАЛЛОИНВЕСТА В 1П 2011 Г.



Источник: Металлоинвест, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 9. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО ЕБИТДА БИЗНЕС-СЕКТОРОВ МЕТАЛЛОИНВЕСТА В 1П 2011 Г.



Источник: Металлоинвест, НБ «Траст»

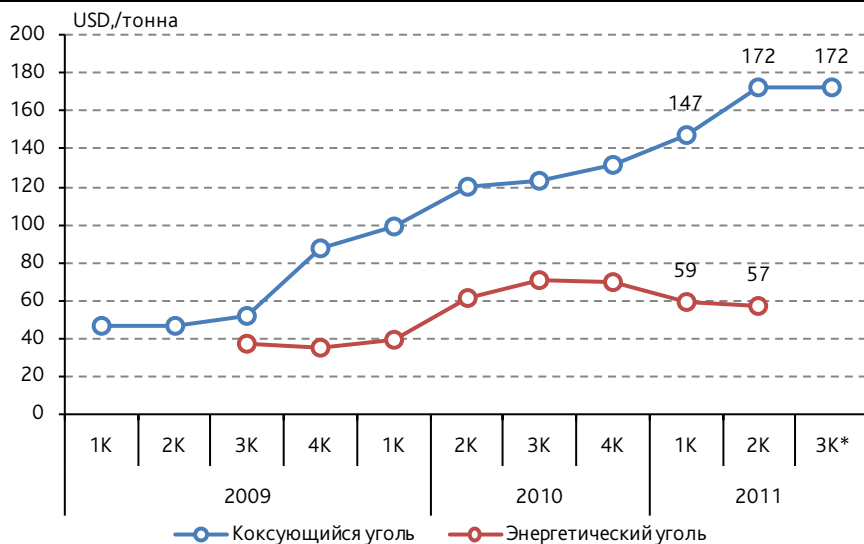
Сравнивая операционную структуру бизнеса Мечела и Металлоинвеста, мы отдаем предпочтение и считаем более устойчивой модель второй компании благодаря сравнительно равномерному распределению выручки между основными сегментами бизнеса, гораздо большей консолидированной рентабельности по EBITDA, более крепким позициям на рынках присутствия.

Несколько особняком от металлургических компаний «второй лиги» по структуре производственных активов стоят **Распадская** и **СУЭК**, специализирующиеся преимущественно на добыче угля – коксующегося у Распадской и энергетического у СУЭКа.

Распадская до аварии на основной шахте в 2010 г. занимала лидирующие позиции на российском рынке коксующегося угля и его концентрата, по итогам 1П 2011 г. на долю компании приходилось около 10% всего произведенного в России коксующегося угля, и по мере восстановления основной шахты и запуска проекта Распадская-Коксовая доля компании на внутреннем рынке, на наш взгляд, будет возрастать. Большая часть производимого Распадской угля потребляется крупнейшими российскими металлургами: Евразом (около 37%), Коксом (20%), ММК (23%) и НЛМК (8%).

Рентабельность по EBITDA Распадской исторически была крайне высокой, в докризисном 2008 г. этот показатель доходил до 70%. По итогам 1П 2011 г. рентабельность по EBITDA составила около 52%, что является самым высоким значением среди металлургических компаний «второй лиги». И это, безусловно, рассматривается нами, как одна из самых сильных черт кредитного профиля компании.

ДИАГРАММА 10. ИНДИКАТИВНЫЕ ЦЕНЫ НА КОКСУЮЩИЙСЯ И ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ УГОЛЬ В РОССИИ



* данные за 3К 2011 г. – на основе контрактов Распадской на этот период
 Источник: Мечел, Распадская

СУЭК специализируется на производстве энергетического угля, доля компании в производстве которого составляет, по нашим оценкам, около 42-45%. До отделения угольного бизнеса от энергетического СУЭК был вертикально интегрированной компанией, однако из-за сравнительно невысокой эффективности угольных электростанций Кузбассэнерго и Енисейэнерго консолидированная рентабельность компании была несколько ниже, чем у угольного направления бизнеса. В 1П 2011 г. энергетический бизнес был отделен от угольного, и СУЭК, сохранив долгосрочные контракты на поставку угля на электростанции, существенно улучшил показатели рентабельности – до 32% по итогам 1П 2011 г. (с уровня около 18-21% в 2009-2010 гг.)

В 1П 2011 г. около 75% внутренних продаж (или чуть менее 50% от совокупных продаж) компании пришлось на предприятия российской энергетической отрасли, т.е. формально эти продажи были обеспечены долгосрочными контрактами. Подобная структура выручки вместе с доминирующим положением на рынке энергетического угля, на наш взгляд, страхует денежные потоки СУЭКа от резкого падения в случае развития рецессионного сценария в мировой экономике.

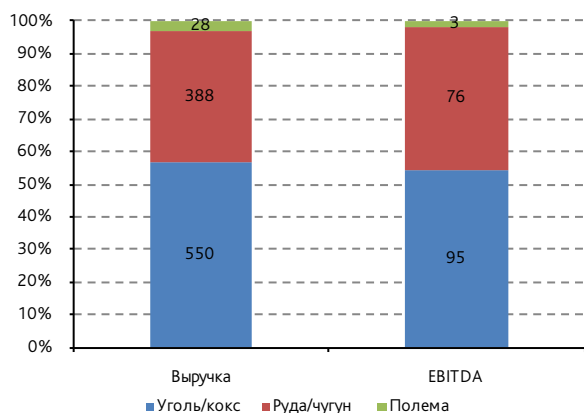
Главным преимуществом производителей энергетического угля является его сравнительно невысокая ценовая волатильность, что позволяет с достаточной точностью прогнозировать денежные потоки производителей этого вида угля. С другой стороны, транспортные затраты на перевозку угля, которые составляют около половины совокупных операционных затрат компании не контролируются СУЭКом, что в случае стабильных цен на энергетический уголь и одновременного увеличении тарифов на его перевозку может вылиться в существенное снижение операционной рентабельности.

Бизнес-модель **Кокса** основана на добыче коксующегося угля, железной руды и производстве продукции сравнительно невысокой степени передела – товарного чугуна и товарного кокса. Кроме того, в структуру группы входит предприятие порошковой металлургии, производящее порошки тугоплавких металлов: хрома, молибдена и вольфрама.

Отметим, что по двум основным производимым продуктам, товарному коксу и товарному чугуну, Кокс занимает весомую долю в российском производстве (здесь исключаются из расчета мощности крупных металлургических компаний, производящих чугуны для собственной дальнейшей переработки). Однако очевидным уязвимым местом Кокса на операционном уровне является его сравнительно невысокая степень самообеспеченности угольным сырьем. По словам представителей компании, в конце 2010 г. обеспеченность коксующимся углем чугунопроизводства составляла менее 70%, а производство товарного кокса еще меньше, порядка 35%. С учетом сравнительно невысокой глубины дальнейшей переработки и высокой зависимости Кокса от цен на товарный чугун и кокс на глобальном рынке, на наш взгляд, операционные показатели компании могут серьезно пострадать, если цены на сырье будут падать медленнее, чем цены на товарный чугун.

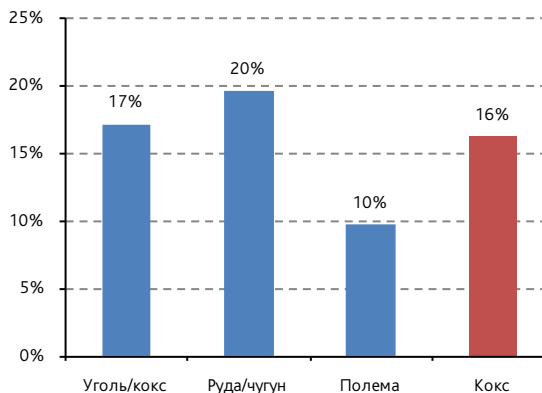
Два бизнес-направления Кокса, угольно-коксовое и рудно-чугунное, сравнительно сбалансированы и вносят приблизительно одинаковый вклад в консолидированные показатели выручки и EBITDA. Рентабельность обоих бизнес-направлений находится на уровне в 17-20%.

ДИАГРАММА 11. ВЫРУЧКА И EBITDA БИЗНЕС-СЕГМЕНТОВ КОКСА В 1П 2011



Источник: Кокс, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 12. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО EBITDA БИЗНЕС-СЕГМЕНТОВ КОКСА В 1П 2011



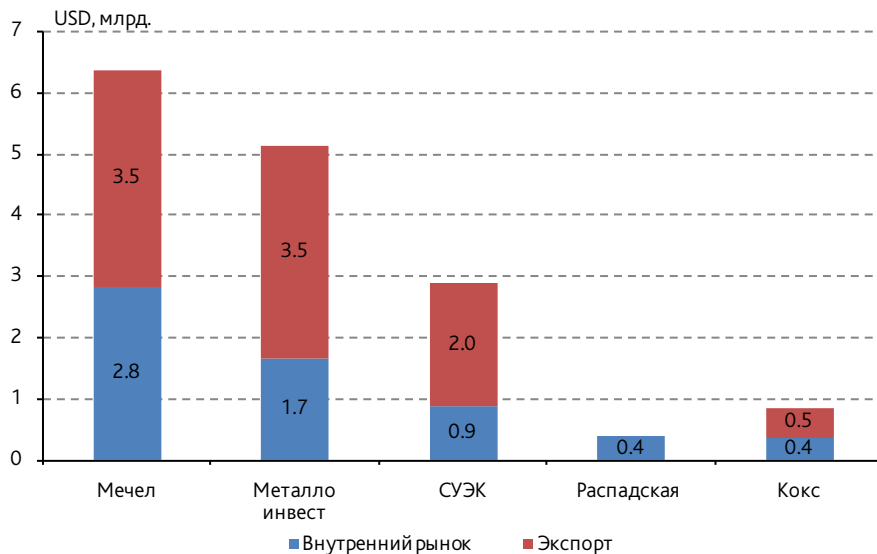
Источник: Кокс, НБ «Траст»

Отличительной чертой операционной деятельности металлургических компаний «второй лиги» является существенная (более 50%) доля выручки, получаемой от экспортных продаж. Это касается всех рассматриваемых нами компаний, за исключением Распадской, которая после аварии на основной шахте была вынуждена приостановить экспортные продажи. До аварии на зарубежные рынки приходилось более 20% совокупной выручки Распадской.

Отметим, что из-за того, что компании «второй лиги» специализируются на продукции малой степени переработки, на наш взгляд, большая доля экспорта в выручке может создавать для них дополнительные риски. Традиционно цены на сырье (уголь, железную руду, чугун) более волатильны, чем цены на сталь, которая является продуктом более высокой степени передела. С другой стороны, значительная часть экспорта в совокупной выручке снижает валютные риски эмитентов еврооблигаций.

Сравнивая соотношение внутренних и экспортных продаж в структуре выручки компаний «второй лиги», мы отмечаем хорошие позиции Металлоинвеста и Кокса. Кроме того, позиции СУЭКа мы не склонны считать уязвимыми из-за гораздо меньшей волатильности цен на энергетический уголь по сравнению с ценами на кокс.

ДИАГРАММА 13. ДОЛЯ ЭКСПОРТА В СОВОКУПНОЙ ВЫРУЧКЕ МЕТАЛУРГОВ «ВТОРОЙ ЛИГИ» В 1П 2011



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРОГРАММА

Запланированная инвестиционная программа на ближайшие годы, на наш взгляд, это один из потенциальных рисков для любой циклической компании. Для металлургов «второй лиги» этот вопрос стоит наиболее остро, особенно если в новое производство инвестируются преимущественно заемные средства.

Наиболее опасны для кредитного качества, по нашему мнению, планы **Мечела**. Компания сейчас осуществляет крайне затратный, но очень амбициозный проект разработки Эльгинского угольного месторождения. Мечел планирует затратить на этот проект минимум USD1.9 млрд., причем значительная часть из этих инвестиций связана со строительством железнодорожной ветки до БАМа, которая непосредственно не будет приносить компании денежных потоков.

Капитальные затраты Мечела в 2011 г., по оценкам самой компании, составят около USD1.8 млрд., и это притом, что компания продолжает генерировать отрицательный чистый операционный денежный поток, а значит будет финансировать инвестпрограмму из заемных средств. Необходимость дальнейших инвестиций в Эльгинский проект, а также стабильные вложения в сталелитейный сегмент бизнеса потребуют, по нашим оценкам, от Мечела в ближайшие 2 года совокупных затрат в размере не менее USD3.0–3.5 млрд. Такой объем расходов для отягощенной долгами компании, генерирующей отрицательный свободный денежный поток, может вылиться в полное закрытие долговых рынков.

Инвестиционную программу **Кокса** можно считать не слишком амбициозной: в проспекте к еврооблигациям компания обозначила совокупный объем инвестиций в размере около RUB50 млрд. на ближайшие 8 лет. Компания наметила капитальные затраты на 2011 г. в размере RUB6.2 млрд., на 2012 г. – RUB12.2 млрд., причем большую часть этих затрат планируется финансировать из собственных средств. По словам представителей компании, необходимый для поддержания производства объем затрат оценивается в размере RUB1.8–2.2 млрд., остальной объем инвестиционной программы Кокса может корректироваться в зависимости от рыночной ситуации и возможностей привлечения долгового финансирования.

Однако мы ставим риски инвестиционной программы Кокса на второе после Мечела место из-за его основной проблемы в нынешней рыночной ситуации – отрицательного операционного денежного потока по итогам 1П 2011 г. и финансирования даже сравнительно умеренной инвестпрограммы за счет привлечения нового долга. Негативное влияние на денежные потоки компании оказывает созданное в 2011 г. торговое подразделение, которое на первых этапах работы требует существенных инвестиций в собственный оборотный капитал. На наш взгляд, если ситуация на международных рынках товарного чугуна и кокса существенно не ухудшится, по итогам 2011 г. Кокс сможет продемонстрировать положительный уровень чистого операционного денежного потока.

Планы по органическому росту **Металлоинвеста** выгодно отличают его от большинства металлургов: в 2011 г. компания планирует капитальные расходы в размере около RUB11 млрд., на 2012 г. эта статья расходов должна составить около RUB14-15 млрд., причем большая часть проектов компании – краткосрочная, не требующая длительного финансирования для старта генерирования денежных потоков. Пожалуй, единственный долгосрочный проект **Металлоинвеста** – это расширение мощностей по производству окатышей на Михайловском ГОКе. Этот проект планируется запустить в 2013 г., а общие затраты на него в ближайшие 2 года запланированы в размере около RUB13.2 млрд.

Инвестиционная программа **Металлоинвеста** не слишком обременительна для него, по нашему мнению, а краткосрочный характер большинства проектов уменьшает риски роста долговой нагрузки в среднесрочной перспективе.

Главными инвестиционными рисками **Металлоинвеста** на данный момент мы считаем его участие в разработке крупнейшего в России медного месторождения, Удокан. Совокупные инвестиции в этот проект могут достичь USD3.5-4.0 млрд., хотя еще не определены сроки осуществления этого проекта, а также объемы расходов, которые «лягут» на плечи **Металлоинвеста**.

Определенные опасения вызывает также и последняя сделка **Металлоинвеста** по приобретению миноритарной доли в Норильском Никеле за USD2.2 млрд. Данную инвестицию сложно назвать профильной, и мы расцениваем ее как стремление основного бенефициара компании поучаствовать в акционерном конфликте Норильского Никеля. Тем не менее столь значительную инвестицию можно с определенными оговорками считать дополнительной подушкой ликвидности.

Планы по капитальным затратам **Распадской** преимущественно связаны с восстановлением основной шахты, пострадавшей во время аварии 2010 г., поддержанием существующих мощностей, а также выводом на проектную мощность шахты **Распадская-Коксовая**. Компания запланировала капитальные затраты на 2011-2012 гг. в объеме порядка USD400-450 млн. По нашему мнению, весь объем инвестиционной программы компания сможет профинансировать из собственных средств, не прибегая к заемному финансированию. Несмотря на то, что восстановление основной шахты несколько затягивается (по всей видимости, **Распадская** не успеет закончить восстановление даже к середине 2012 г.), основной объем затрат, связанных с этим проектом, уже был понесен **Распадской** в 2010-2011 гг., что для нас выглядит весомым кредитным плюсом.

ОСНОВНЫЕ ЧЕРТЫ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ

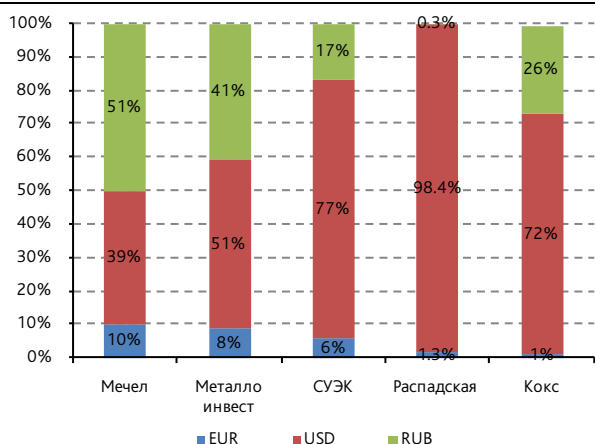
Некоторые металлургические компании «второй лиги» по размеру бизнеса и операционным показателям можно полноценно сравнивать с металлургами «первой лиги», однако высокая долговая нагрузка этих компаний не позволяет отнести их к этой категории.

Валютную структуру долга для всех рассматриваемых компаний можно считать комфортной, но только с точки зрения валютных рисков. Особое внимание привлекает только долг **Распадской**, практически полностью состоящий из еврооблигаций объемом USD300 млн., которые полностью обеспечены денежными средствами и краткосрочными депозитами компании.

На наш взгляд, большой объем валютных займов может представлять определенные сложности для компании в том случае, если по нему установлены жесткие ковенанты, а также, если их большая часть представлена банковскими кредитами. В стресс-сценарии привлечение финансирования от западных банков для отягощенной долгами компании – это более сложная задача, чем получение кредитов от российских финансовых институтов. Кроме того, западные кредиторы обычно занимают более жесткую позицию по отношению к корпоративному заемщику, испытывающему финансовые сложности.

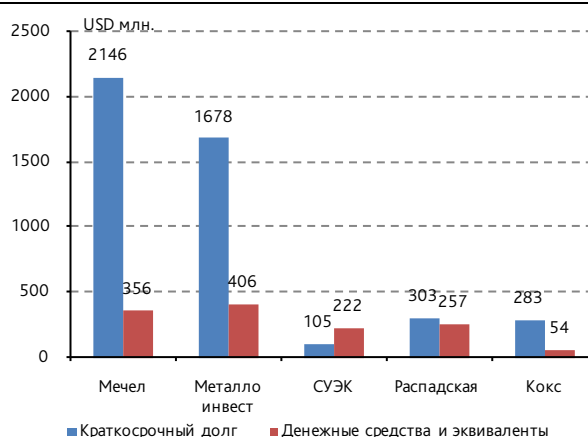
По этому показателю наиболее уязвимым выглядит положение **Мечела**, которому уже пришлось договариваться с банками о послаблении ковенант по синдицированному валютному займу объемом USD2 млрд. Согласно первоначальным договоренностям, показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» **Мечела** не должен превышать 3.0х, новая граница была установлена на уровне 3.5х, однако шаткое положение рынков угля и стали может негативно отразиться на операционных результатах компании и практически в 2 раз увеличить и без того крайне большой краткосрочный долг.

ДИАГРАММА 14. ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ «ВТОРОЙ ЛИГИ» ПО ИТОГАМ 1П 2011



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 15. СООТНОШЕНИЕ ЛИКВИДНЫХ СРЕДСТВ И КРАТКОСРОЧНОГО ДОЛГА КОМПАНИЙ «ВТОРОЙ ЛИГИ», 1П 2011



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Для металлургических компаний ликвидная позиция – крайне важная черта кредитного качества, и именно по этому параметру положение компаний «второй лиги» значительно хуже, чем у игроков «первой лиги». Практически у всех игроков «второй лиги» (исключение составляет только **СУЭК**) объем ликвидных средств меньше, чем размер краткосрочного долга, а в ряде случаев – существенно меньше (см. диаграмму 14).

Мечел, на наш взгляд, находится в самом затруднительном положении: объем долга для рефинансирования в ближайшем году составляет более USD2 млрд., тогда как денежных средств, которыми располагает компания, лишь около USD400 млн. Мечел в ходе последней телеконференции сообщал, что объем неиспользованных кредитных линий составляет около USD1.7 млрд., т.е. краткосрочный долг может быть «перекрыт» новыми займами. Однако подобная картина для нас выглядит не слишком убедительной: в случае ухудшения ситуации на рынках угля и стали Мечел неизбежно нарушит ковенанты по синдицированному кредиту. Это, во-первых, может увеличить размер короткого долга компании почти в 2 раза, а во-вторых, может заставить банки снизить лимиты по займам для отягощенного долгами Мечела, что существенно сократит доступный объем кредитных средств. Кроме того, не стоит забывать, что Мечел все еще не генерирует положительный свободный денежный поток, а его инвестпрограмма требует новых заимствований.

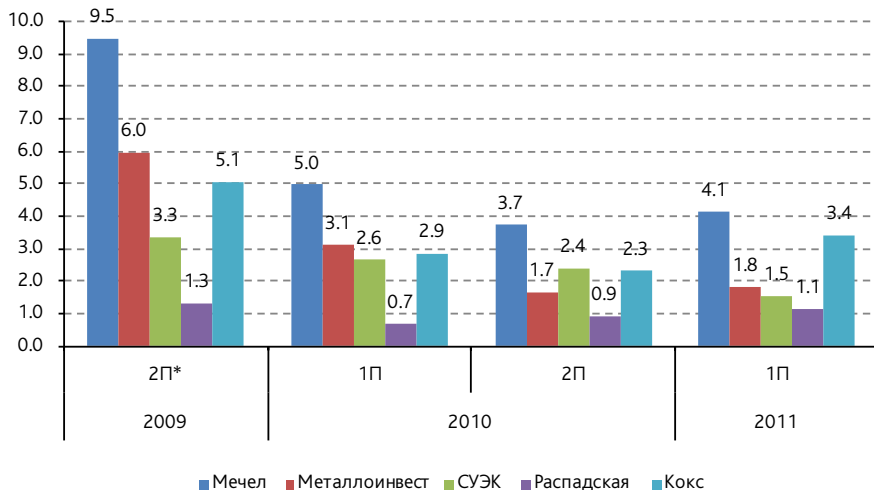
Ситуация с коротким долгом у **Металлоинвеста** в конце 1П 2011 г. была не слишком комфортной, однако за последние месяцы она существенно улучшилась. Компании предстоит в ближайший год погасить около USD700 млн., причем большая часть из этого долга приходится на 3К 2012 г. По словам представителей компании, Металлоинвесту доступны неизрасходованные кредитные линии объемом порядка USD1.2 млрд., т.е. проблем с рефинансированием у компании не должно возникнуть как минимум в течение года. Не стоит забывать, что пакет акций Норникеля также можно рассматривать как экстренную подушку ликвидности в случае развития негативного сценария в мировой экономике.

Практически весь долг **Распадской** состоит из еврооблигаций с погашением в мае 2012 г. Объем денежных средств на счетах компании практически полностью покрывает выплату по евробонду. Распадская стабильно генерирует положительный свободный денежный поток, и, по нашему мнению, такая тенденция сохранится как минимум до конца текущего года. Таким образом, Распадской не потребуется привлечение нового долга для рефинансирования еврооблигаций и осуществления запланированных дивидендных выплат объемом около USD135 млн. Краткосрочные депозиты совокупным объемом USD158 млн. рассматриваются нами как дополнительный запас «прочности» для финансового состояния компании.

Ликвидная позиция **Кокса** выглядит уязвимой, но все же не такой критичной, как у Мечела: объем ликвидных средств едва ли покрывает пятую часть от объема краткосрочного долга. Однако в абсолютных величинах объем краткосрочного долга Кокса (менее USD300 млн.) несравнимо меньше, чем у Мечела. Кроме того, представители Кокса также отмечают, что около 20% от совокупного долга в конце 1П 2011 г., т.е. порядка RUB5.3 млрд. – это краткосрочные револьверные кредитные линии торгового подразделения компании, поэтому рефинансирование сравнительно небольшого объема долга даже в случае развития негативного сценария на рынках не должно оказаться непосильной задачей.

Дополнительной гарантией безболезненного рефинансирования краткосрочного долга компании на данный момент являются кредитные ресурсы, полученные от Сбербанка в августе 2011 г. Две кредитные линии общим объемом USD530 млн. должны полностью решить вопросы рефинансирования на ближайший год, а также обеспечить компанию средствами, необходимыми для финансирования инвестиционной программы.

ДИАГРАММА 16. ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ПО ПОКАЗАТЕЛЮ «ДОЛГ / EBITDA» МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ «ВТОРОЙ ЛИГИ»



* данные за 1П 2009 г. для Кокса, СУЭКа и Metalloinvesta – оценка НБ «Траст»
 Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Динамика долговой нагрузки у компаний «второй лиги» во многом характерна для всех циклических компаний: во время кризиса показатель «Долг/EBITDA» у многих из них существенно вырос, однако за последние два года не каждая из рассматриваемых компаний следовала принципу постепенного снижения совокупного долга.

Так, **Распадская** уверенно удерживает показатель «Долг/EBITDA» вблизи отметки 1.0x, и даже авария на основной шахте и снижение операционных показателей не спровоцировали его увеличение. Наиболее показательна динамика долговой нагрузки у **Металлоинвеста** и **СУЭКа**, которые за последние два года снизили ее с уровней 6.0x и 3.3x до 1.8x и 1.5x соответственно. На наш взгляд, по этому показателю обе компании можно смело относить к компаниям «первой лиги».

Долговая нагрузка **Мечела** и **Кокса** вызывает у нас наибольшие опасения. Как мы уже писали выше, Мечелу уже пришлось договариваться с банками об изменении ковенантов по синдицированному кредиту. Кроме того, по абсолютному показателю «Долг/EBITDA» Мечел – абсолютный рекордсмен: за последние два года компания только наращивала уровень долга, сохраняя высокие планы по капитальным затратам. Столь высокие уровни долговой нагрузки – это еще одна очевидная проблема кредитного профиля Мечела.

Долговая нагрузка **Кокса** также вызывает у нас серьезные опасения: по итогам 1П 2011 г. показатель «Долг/EBITDA» компании вплотную приблизился к зафиксированной в ковенантах к еврооблигациям границе 3.5x. Вполне вероятно, что Коксу придется предложить публичным кредиторам премию за временный отказ от досрочного предъявления еврооблигаций к погашению.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ВЫВОД

Большинство компаний металлургической отрасли и «первой», и «второй» лиг извлекли уроки из кризиса 2008-2009 гг. и в намного лучшей форме пришли к концу 1П 2011 г., когда вероятность развития рецессионного сценария в мировой экономике весьма высока. Сравнивая эмитентов рублевых и еврооблигаций «второй» лиги, мы выделяем хорошие финансовые показатели Распадской, СУЭКа и Металлоинвеста, однако по той или иной причине эти компании не могут быть отнесены нами к игрокам «первой лиги», чье кредитное качество не вызывает у нас серьезного беспокойства.

Мечел по размеру бизнеса и глубине вертикальной интеграции можно было бы сравнить с игроками «первой лиги», ведь в его кредитном профиле есть ощутимые сильные стороны:

- лидирующие позиции на рынке коксующегося угля, высокая рентабельность этого подразделения бизнеса «вытягивает» консолидированные показатели;
- хорошие показатели вертикальной интеграции в стальном и электроэнергетическом сегментах;
- высокая обеспеченность собственным сырьем, что делает производство стали слабо подверженным ценовым движениям на сырьевых рынках.

Однако вместе с этим, по нашему мнению, Мечел окажется в наиболее уязвимом положении в случае развития негативного стресс-сценария в мировой экономике, и тому есть очевидные свидетельства:

- абсолютный уровень долговой нагрузки у компании – самый высокий среди компаний «второй лиги», что увеличивает для нее стоимость новых заимствований и усложняет вопрос рефинансирования долга;
- текущая ликвидная позиция компании составляет не более 17-20% от краткосрочного долга, что неизбежно потребует привлечения нового долга с целью рефинансирования;
- на операционном уровне у компании остаются определенные сложности: сталелитейное направление бизнеса даже при высокой самообеспеченности собственным сырьем демонстрирует крайне низкие уровни рентабельности по EBITDA;
- инвестиционная программа Мечела обширна и в ближайшие два года потребует средств в размере не менее USD3 млрд., что говорит в пользу сценария дальнейшего роста долга компании.

Металлоинвест по формальным признакам кредитоспособности также мог бы претендовать на место в одном ряду с Северсталью и Евразом:

- лидирующие позиции на российском рынке ЖРС обеспечиваются хорошим доступом к ресурсной базе и хорошим состоянием основных производственных активов;
- объем инвестиционной программы Металлоинвеста невелик, поэтому компания уверенно генерирует положительный свободный денежный поток;
- рентабельность сталелитейного направления поддерживается лидирующими позициями на рынке ГБЖ/ПВЖ, на котором Металлоинвест является крупнейшим в мире поставщиком;
- долговая нагрузка остается невысокой, а график выплат позволяет обойтись без новых заимствований вплоть до ЗК 2012 г.

Однако у компании есть несколько негативных черт, которые пока не позволяют нам отнести ее к «первой лиге»

- кредитная история пока исчисляется лишь несколькими месяцами, и, хотя менеджмент прикладывает значительные усилия для улучшения инвестиционной прозрачности, уровень раскрытия пока не «дотягивает» до аналогичного, например, у Северстали и Евраза;
- покупка миноритарного пакета акций Норильского Никеля не выглядит профильной, а скорее является свидетельством реализации планов главного бенефициара компании в ущерб ее кредитному качеству, к тому же нет гарантий, что подобные сделки не будут осуществляться в будущем;
- крупный инвестиционный проект разработки Удоканского месторождения может потребовать значительных инвестиций, однако планы развития этого проекта пока туманны.

СУЭК по формальным признакам также можно было бы отнести к игрокам «первой лиги»:

- компания является крупнейшим производителем энергетического угля в России;
- большая часть внутрироссийских поставок СУЭКа обеспечена долгосрочными контрактами с объектами энергетики, в частности с Кузбассэнерго и Енисейэнерго;
- после выделения энергетических активов, компания не обременена обязательствами по строительству электрогенерирующих мощностей, поэтому объем ее инвестиционной программы на ближайшие два года можно считать умеренным;
- долговая нагрузка СУЭКа невелика для масштабов отрасли, а краткосрочный долг полностью «перекрывается» денежными средствами на счетах.

Но, как и у Металлоинвеста, ряд негативных черт кредитного профиля омрачает общую картину:

- уровень информационного раскрытия СУЭКа оставляет желать лучшего;
- компания очень сильно зависит от тарифов на перевозку угля, рост которых может серьезно сократить рентабельность бизнеса;
- структура акционерного капитала непрозрачна, поэтому оценить возможность поддержки главных бенефициаров в стресс-сценарии не представляется возможным.

Мы не сомневаемся в способности **Распадской** безболезненно пройти погашение еврооблигаций и к сильным чертам ее кредитного профиля относим:

- устойчивое положение на высокомаржинальном рынке коксующихся углей со стабильным спросом от крупных металлургических компаний;
- долг компании почти на 100% состоит из еврооблигаций с погашением в мае 2012 г., которое компания способна пройти без привлечения долга на рефинансирование;
- исключительно консервативная стратегия относительно долга – долговая нагрузка компании за последние два года не превышала 1.3х.

Слабостями ее кредитного качества мы считаем:

- небольшой по меркам металлургических компаний как «первой», так и «второй лиги» размер бизнеса;
- необходимость восстановления основной шахты, которое может затянуться и потребовать дополнительных затрат в краткосрочной перспективе;
- рентабельность по EBITDA Распадской рискует существенно снизиться в случае резкого падения спроса на коксующийся уголь со стороны металлургических компаний.

Кредитное качество **Кокса** можно считать самым слабым среди рассматриваемых компаний «второй лиги», хотя, конечно, оно поддерживается следующим:

- высоким уровнем самообеспеченности железной рудой;
- хорошими рыночными позициями на нишевых рынках товарного кокса и товарного чугуна как внутри России, так и на мировом рынке;

Основными проблемами кредитного профиля Кокса мы считаем:

- небольшой по сравнению с другими металлургами «второй лиги» размер бизнеса;
- чугун и кокс – продукты низкого уровня передела, поэтому цены на них волатильнее, чем на стальную продукцию;
- сравнительно невысокий уровень самообеспеченности собственным угольным сырьем создает для компании дополнительные риски на операционном уровне;
- высокую долговую нагрузку, уровень которой уже вплотную приблизился к ковенантам, закрепленным в условиях выпуска еврооблигаций;
- отрицательный чистый операционный денежный поток по итогам 1П 2011 г. и не вполне ясные перспективы его улучшения;
- обслуживание краткосрочного долга и исполнение инвестиционной программы поддерживается только крупным кредитом Сбербанка и открытыми кредитными линиями.

ПРИЛОЖЕНИЕ. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

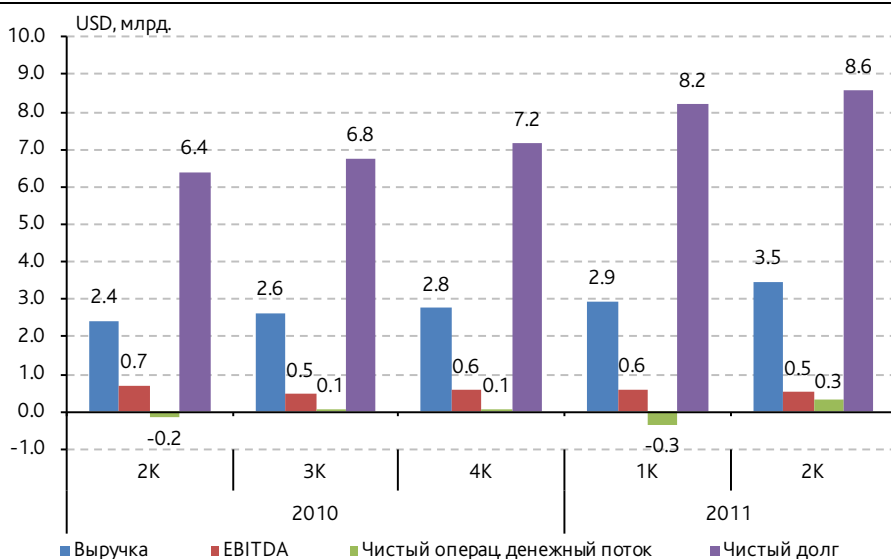
МЕЧЕЛ

ТАБЛИЦА 2. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МЕЧЕЛА

US GAAP, USD млн.	2008	2009	2010	3М 2011	1П 2011
Выручка	10.0	5.8	9.7	2.9	6.4
ЕБИТДА	3.1	0.6	2.0	0.6	1.1
Чистая прибыль	1.2	0.1	0.7	0.3	0.5
Чистый операц. денежный поток	2.2	0.6	-0.1	-0.3	-0.0
Капвложения и М&А	3.3	0.6	1.1	0.3	0.8
Свободный денежный поток	1.1	-0.0	-1.1	-0.7	-0.8
Совокупный долг, в т.ч.	5.4	6.1	7.5	8.4	8.9
краткосрочный долг	5.2	2.0	2.1	2.5	2.7
Денежные средства и эквиваленты	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4
Активы	12	13	16	18	18
Показатели					
ЕБИТДА margin	31%	11%	21%	20%	17%
ЕБИТДА/проценты	9.7	1.3	3.6	4.2	3.8
Долг/ЕБИТДА*	1.7	9.5	3.7	3.6	4.1
Чистый долг/ЕБИТДА*	1.7	8.8	3.6	3.5	4.0
Долг/Собственный капитал	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6

* значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 17. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МЕЧЕЛА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

МЕТАЛЛОИНВЕСТ

ТАБЛИЦА 3. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МЕТАЛЛОИНВЕСТА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	3М 2011	1П 2011
Выручка	230	150	220	71	147
ЕВITDA	90	28	76	30	54
Чистая прибыль	8	14	36	19	28
Чистый операц. денежный поток	59	19	48	19	50
Капвложения и M&A	44.7	20.3	14	5	69
Свободный денежный поток	34	10	35	14	42
Совокупный долг, в т.ч.	178	164	126	119	173
<i>краткосрочный долг</i>	<i>147</i>	<i>63</i>	<i>41</i>	<i>45</i>	<i>47</i>
Денежные средства и эквиваленты	5	12	4.6	10.7	11
Активы	271	258	250	262	319
Показатели					
ЕВITDA margin	39%	18%	34%	42%	37%
ЕВITDA/проценты	8.4	2.1	6.3	12.1	9.5
Долг/ЕВITDA*	2.0	6.0	1.7	1.2	1.8
Чистый долг/ЕВITDA*	1.9	5.5	1.6	1.1	1.7
Долг/Собственный капитал	5.3	3.4	1.6	1.2	1.7

* значение ЕВITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

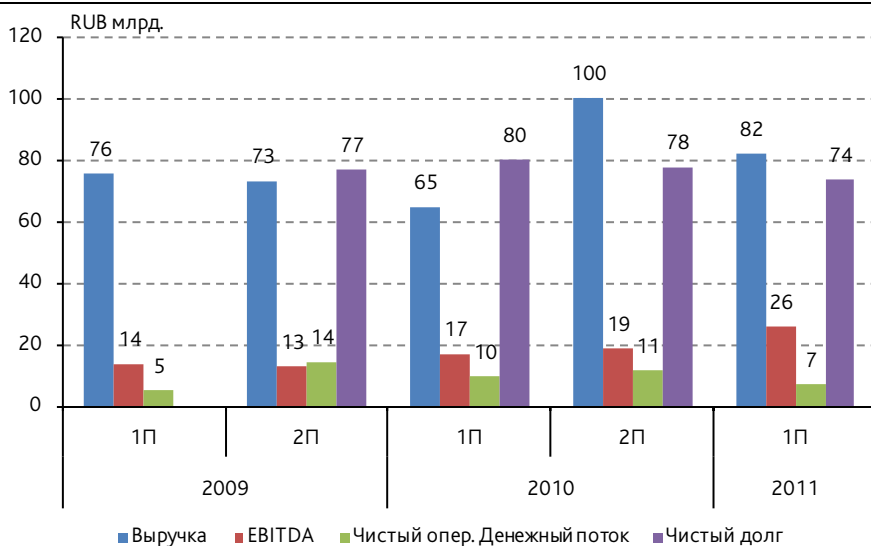
СУЭК
ТАБЛИЦА 4. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СУЭКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1П 10	2010	1П 11*
Выручка	116.0	149.0	65.0	165.2	82.1
ЕВITDA	15.3	27.0	17.0	35.8	26.0
Чистая прибыль	-10.6	3.6	5.6	9.1	18.9
Чистый операционный денежный поток	2.2	19.7	9.7	21.2	7.0
Капвложения и приобретение ДЗО	15.9	14.9	7.1	19.2	8.7
Свободный денежный поток	-13.7	4.9	2.6	2.0	-1.7
Совокупный долг, в т.ч.	79	90	90	86	80
краткосрочный долг	29	47	42	17	30
Денежные средства и эквиваленты	14.8	13.2	9.8	8.3	6.2
Активы	218	217	210	213	135
Показатели					
ЕВITDA margin	13.2%	18.1%	26.2%	21.6%	31.7%
ЕВITDA/проценты (x)	5.3	3.4	6.2	6.2	11.1
Долг/ЕВITDA** (x)	5.2	3.3	2.6	2.4	1.5
Чистый долг/ЕВITDA** (x)	4.2	2.9	2.4	2.2	1.4
Долг/Собственный капитал (x)	1.1	1.3	1.3	1.2	3.4

* в 1П 2011 г. произошло разделение энергетического и угольного бизнесов

** значение ЕВITDA за последние 12 месяцев (для 1П 2011 г. – аннуализированное значение)

Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 18. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ СУЭКА


Источник: данные компании, НБ «Траст»

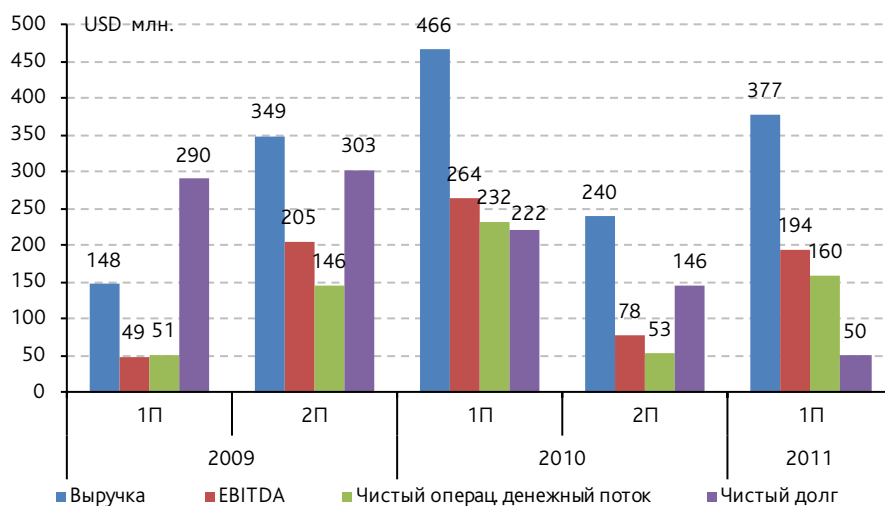
РАСПАДСКАЯ

ТАБЛИЦА 5. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РАСПАДСКОЙ

МСФО, USD млн.	2008	2009	1П 2010	2010	1П 2011
Выручка	1,200	497	466	706	377
ЕВITDA	873	254	264	342	194
Чистая прибыль	279	90	229	244	99
Чистый операц. денежный поток	558	197	232	285	160
Капвложения и M&A	284	152	109	172	78
Свободный денежный поток	274	45	157	147	81
Совокупный долг, в т.ч.	351	332	313	311	307
<i>краткосрочный долг</i>	37	28	14	6	303
Денежные средства и эквиваленты	72	28	90	165	257
Активы	1,761	1,850	2,007	2,075	2,335
Показатели					
ЕВITDA margin	72.7%	51.2%	56.6%	48.5%	51.5%
ЕВITDA/проценты	32.1	10.1	19.3	12.9	13.8
Долг/ЕВITDA*	0.4	1.3	0.7	0.9	1.1
Чистый долг/ЕВITDA*	0.3	1.2	0.5	0.4	0.2
Долг/Собственный капитал	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

* значение ЕВITDA за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 19. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РАСПАДСКОЙ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

КОКС

ТАБЛИЦА 6. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КОКСА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	3М 2011	1П 2011
Выручка	51.0	27.0	44.3	11.0	24.5
ЕВITDA	12.5	4.1	9.2	2.0	4.0
Чистая прибыль	7.5	-4.5	1.5	1.1	1.6
Чистый операц. денежный поток	9.4	5.8	5.6	-4.4	-3.1
Капвложения и М&А	7.1	5.8	-0.8	1.1	2.5
Свободный денежный поток	3.9	-0.3	1.8	-5.5	-5.6
Совокупный долг, в т.ч.	30.7	20.9	21.2	26.4	26.6
<i>краткосрочный долг</i>	<i>16.1</i>	<i>9.9</i>	<i>5.3</i>	<i>14.9</i>	<i>7.9</i>
Денежные средства и эквиваленты	1.9	0.6	2.7	1.4	1.5
Активы	81	55	52	57	58
Показатели					
ЕВITDA margin	25%	15%	21%	18%	16%
ЕВITDA/проценты	6.3	1.6	3.8	4.4	3.3
Долг/ЕВITDA*	2.5	5.1	2.3	2.8	3.4
Чистый долг/ЕВITDA*	2.3	4.9	2.0	2.7	3.2
Долг/Собственный капитал	0.9	0.8	1.1	1.2	1.2

* значение ЕВITDA за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентом Банка в США и предназначается только для тех лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентом Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.