

# **Динамика кредитоспособности российских нефтегазовых, горнодобывающих и металлургических компаний**

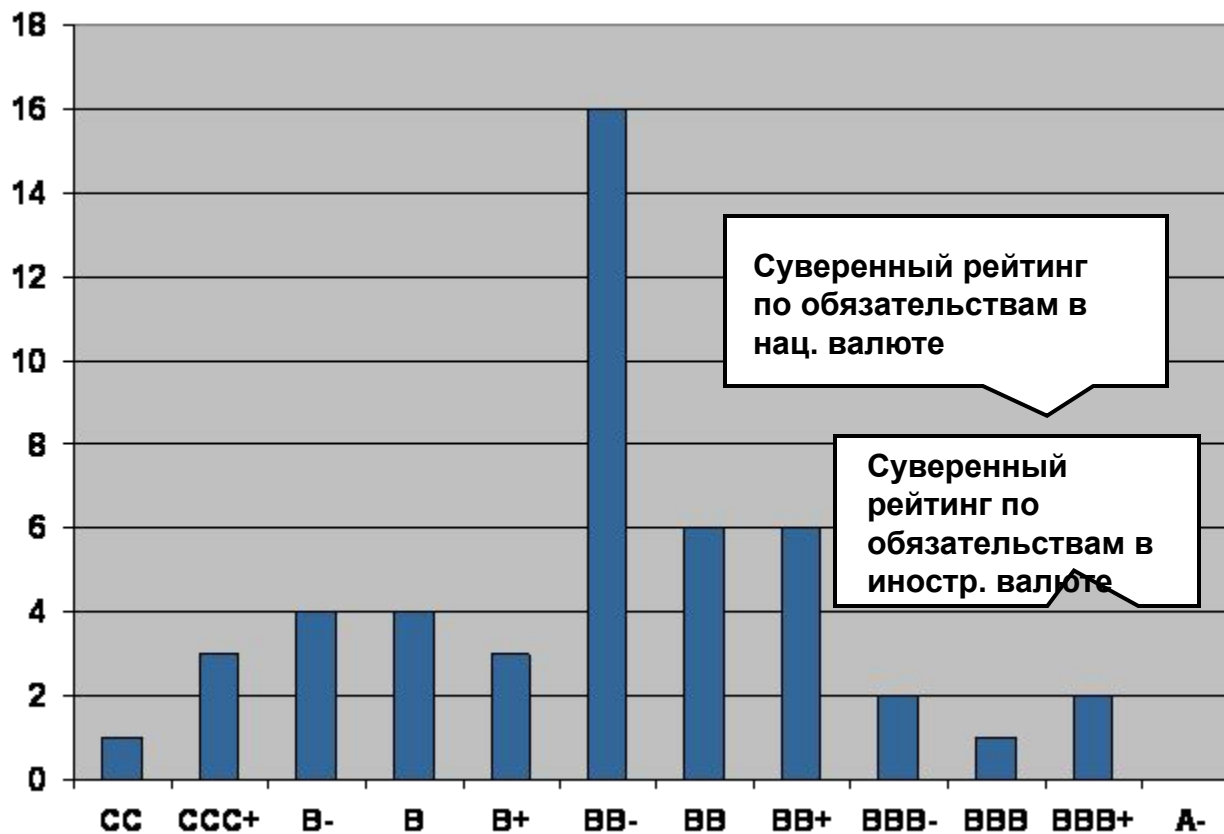
Елена Ананькина,  
Аналитический директор,  
Корпоративные рейтинги

# Основные вопросы

---

- **Рейтинги Standard & Poor's в России**
- **Основные факторы, влияющие на кредитоспособность российских нефтегазовых компаний**
  - Страновые риски, усиление роли государства
  - Налоги и прибыль
  - Динамика ситуации в газовой отрасли
  - Финансовые вопросы
- **Основные факторы, влияющие на кредитоспособность российских горнодобывающих и металлургических компаний**
  - Стабильность издержек
  - Способность влиять на цены
  - Капиталовложения и другие инвестиции
  - Слияния и поглощения, международная экспансия
- **Рейтинги компаний**
- **Вопросы и ответы**

# Корпоративные рейтинги в России





# Рейтинги нефтегазовых компаний России

Компания	Рейтинг	Бизнес-профиль	Финансовый профиль	Рейтинговая методика
Транснефть	BBB+/ Стабильный	Удовлетворительный	Средний	Собственные характеристики кредитоспособности + 2 ступени за чрезвычайную поддержку государства
Газпром	BBB/ Стабильный	Удовлетворительный	Агрессивный	Собственные характеристики кредитоспособности + 2 ступени за чрезвычайную поддержку государства
ЛУКОЙЛ	BBB-/ Стабильный	Удовлетворительный	Средний	Собственные характеристики кредитоспособности
Роснефть	BB+/ Позитивный	Удовлетворительный	Агрессивный	Собственные характеристики кредитоспособности + 1 степень за чрезвычайную поддержку государства
Газпром Нефть	BB+/ Позитивный	Ниже среднего	Агрессивный	Рейтинг материнской компании – 2 ступени
ТНК-BP	BB+/ Стабильный	Удовлетворительный	Средний	Собственные характеристики кредитоспособности
НОВАТЭК	BB/ Позитивный	Ниже среднего	Средний	Собственные характеристики кредитоспособности

-Рейтинги нефтегазовых компаний на границе инвестиционной категории; некоторый потенциал роста еще существует.

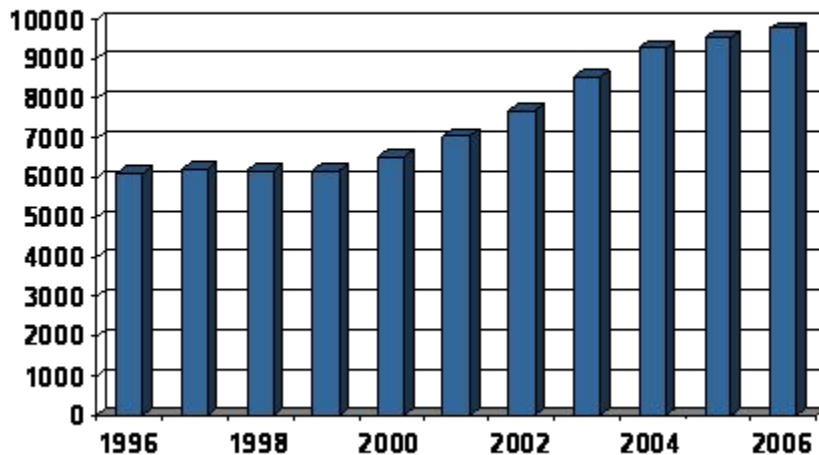
-Поддержка государства – важный рейтинговый фактор для компаний, связанных с государством.

Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.

# Российская нефтяная отрасль: основные моменты

- Рост нефтедобычи после 2004 г. стабилизировался:
  - институциональные факторы сдерживают развитие
  - налоговый режим не оставляет достаточных стимулов к инвестированию (см. ниже)
  - “легкие” проекты уже реализованы – для новых проектов («Ванкор» и др.) нужно больше капиталовложений
- После недавних приобретений «Роснефти» и «Газпрома» консолидация отрасли в основном завершена

Добыча нефти в России, 000 брд



Добыча нефти и конденсата в России  
(9.8 тбрд в 2006 г.)



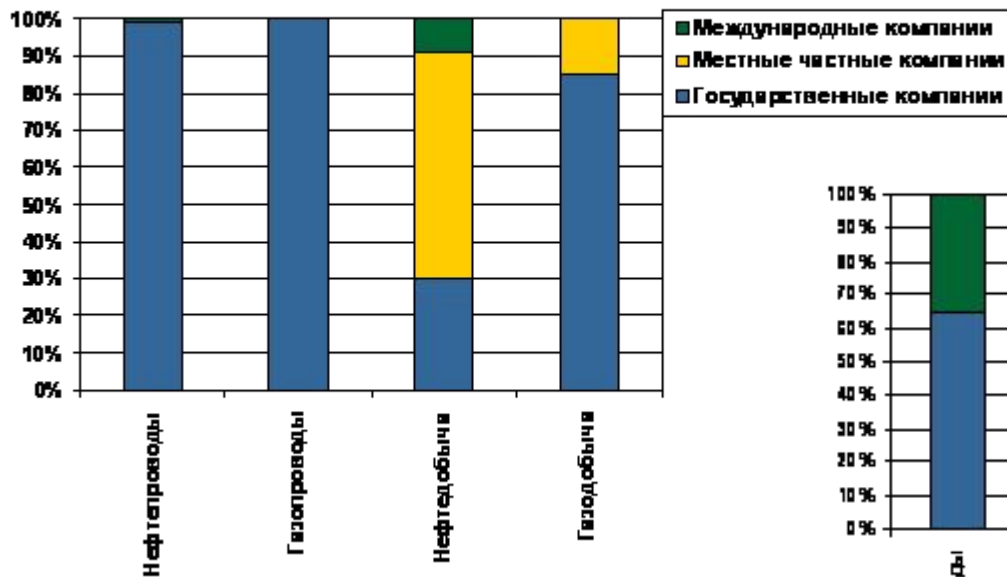
# Основные факторы, влияющие на рейтинги нефтегазовых компаний

- **Страновые риски, в особенности укрепление роли государства и налогообложение**
- **Факторы, влияющие на прибыль:**
  - Налоговый режим
  - Транспортировка
  - Рост операционных издержек
- **Инвестиционные программы и их влияние на будущие денежные потоки**
- **Ситуация в газовой отрасли**
- **Вопросы финансовой политики**
- **Слияния и поглощения**

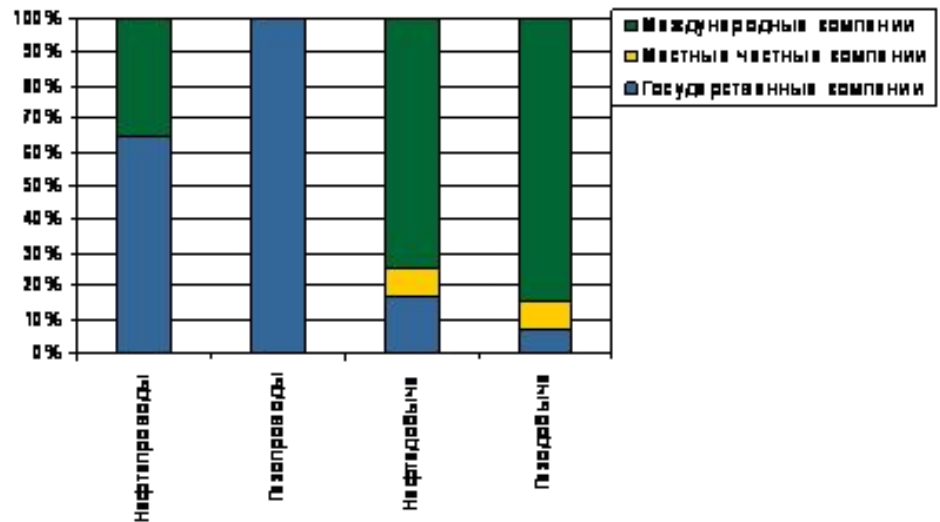
# Укрепление роли государства – основной фактор, влияющий на рейтинги нефтегазовых компаний всего мира

- Не только российский феномен: Казахстан, Латинская Америка и др.
- Множество примеров: Сахалин-II, Ковыкта, ЮКОС, Газпром Нефть, в некоторой степени – НОВАТЭК
- Исторически в российской нефтяной отрасли доминировали местные частные игроки, а роль международных нефтегазовых компаний была гораздо менее значительной

Структура российской нефтегазовой отрасли



Для сравнения - Казахстан:





# Последствия для связанных с государством компаний преимущественно позитивные

---

- **Доступ к новым прибыльным активам улучшает профиль бизнеса :**
  - Покупка «Роснефтью» активов ЮКОСа способствовала диверсификации и вертикальной интеграции
  - «Газпром» стал участником новых стратегических проектов (Сахалин-II и Ковыкта)
  - Текущая государственная поддержка включается в оценку собственных характеристик кредитоспособности
- **Политическое значение компаний и наличие ликвидных запасов у государства увеличивают вероятность чрезвычайной поддержки государства (например, за счет вливаний ликвидности) – отсюда повышение рейтингов компаний, связанных с государством, в 2005-2006 гг.**
  - Например, в начале 2007 г. денежные средства в ходе аукционов по ЮКОСу хранились в «Газпромбанке», что существенно улучшило показатели ликвидности «Газпрома»
- **Тем не менее рейтинги компаний, связанных с государством, ниже суверенного и основаны на методике «снизу вверх»:**
  - в российском нефтегазовом секторе несколько связанных с государством компаний, у каждой – своя роль и своя задача
  - слабые институты, отсутствие механизмов мониторинга финансового здоровья компаний и оказания им своевременной финансовой поддержки
  - приобретения финансируются корпоративным долгом без государственных гарантий, что ухудшает собственные характеристики кредитоспособности компаний
  - дефолт не останавливает операционную и инвестиционную деятельность компаний (а именно здесь сосредоточены интересы государства)
- **Мы используем методику «снизу вверх»:**
  - Рейтинги «Газпрома» и «Транснефти» включают две ступени за чрезвычайную поддержку государства (системно значимые компании)
  - Рейтинг «Роснефти» включает одну ступень за государственную поддержку (стратегическая, но менее системно значимая компания)

# ... И НЕ СЛИШКОМ НЕГАТИВНЫЕ ДЛЯ ЧАСТНЫХ КОМПАНИЙ

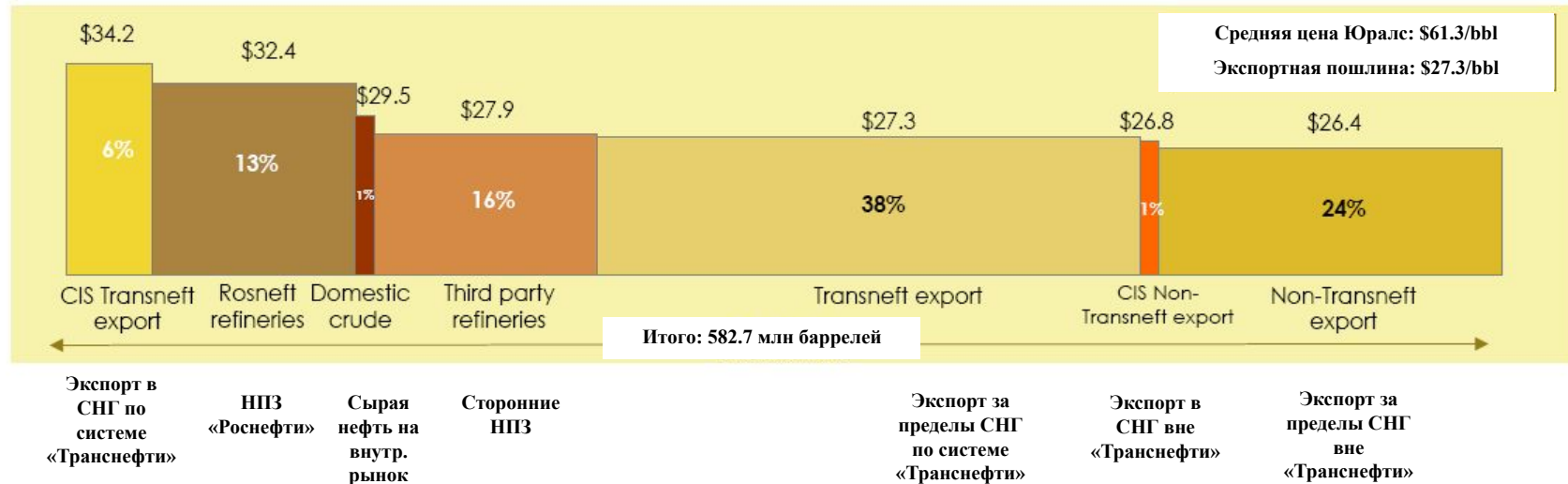
---

- **Риски в России становятся более предсказуемыми:**
  - Институциональная неопределенность сохраняется, но, как правило, она не так высока, чтобы оказывать существенное негативное влияние на бизнес и финансы компаний. Базовый уровень неопределенности в сферах налогообложения и регулирования включается в рейтинг
  - До сих пор компенсация обычно покрывала балансовую стоимость активов (но не обязательно будущую прибыль)
  - Сценарий ЮКОСа можно рассматривать как риск точечного события (но и в случае ЮКОСа возврат средств после дефолта – около 90%)
- **Долгосрочный потенциал роста, разумеется, снижается, но высокая обеспеченность запасами помогает смягчить этот риск**
- **Частные игроки находят свою нишу:**
  - Компании, связанные с государством (такие, как «Газпром» или «Роснефть») уже накопили существенную задолженность
  - Их новые проекты требуют огромного отраслевого опыта и капитала, так что сотрудничество с международными компаниями приобретает ключевое значение (например, Штокман, Сахалин)
  - Амбиции связанных с государством компаний в сфере международной экспансии могут реализовываться за счет обмена активами, что способствует сближению интересов
  - Создаются совместные предприятия между компаниями, связанными с государством, и местными частными игроками
  - Безусловно, есть ниши для таких игроков, как НОВАТЭК

# Прибыльность: ликвидация узких мест в транспортной инфраструктуре способствует сближению доходности

Пример сближения доходности: доходы «нетбэк» на примере «Роснефти» в 2006 г.

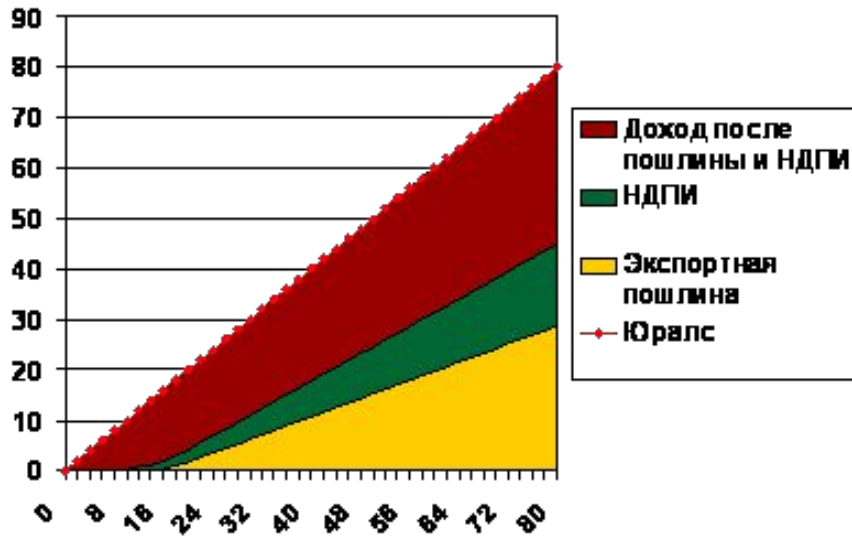
Доходы «нетбэк» в 2006 г.: пример «Роснефти»



- Доходы от внутренних продаж близки к экспортному уровню (радикально иная картина по сравнению с ситуацией пятилетней давности, так как узкие места транспортной инфраструктуры в основном ликвидированы)
- Разница в доходности объясняется преимущественно разницей в налогообложении

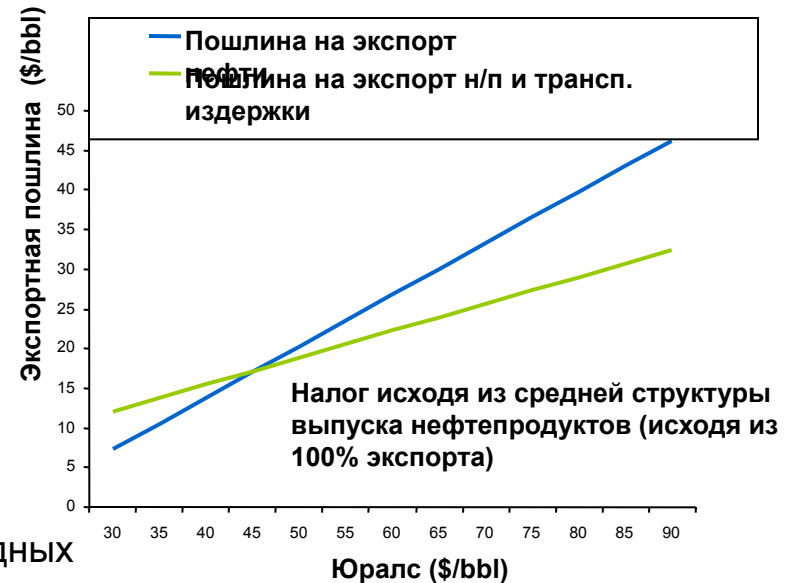
# Доходность нефтедобычи: основной вопрос - налоги

Фактически \$30+, а не \$80 за баррель, так как 90% разницы между ценой и \$30 за баррель изымается в виде налогов и пошлин (если экспортируется сырая нефть)



Пошлины на экспорт нефтепродуктов гораздо ниже, отсюда – разница в доходности и стимул к вертикальной интеграции.

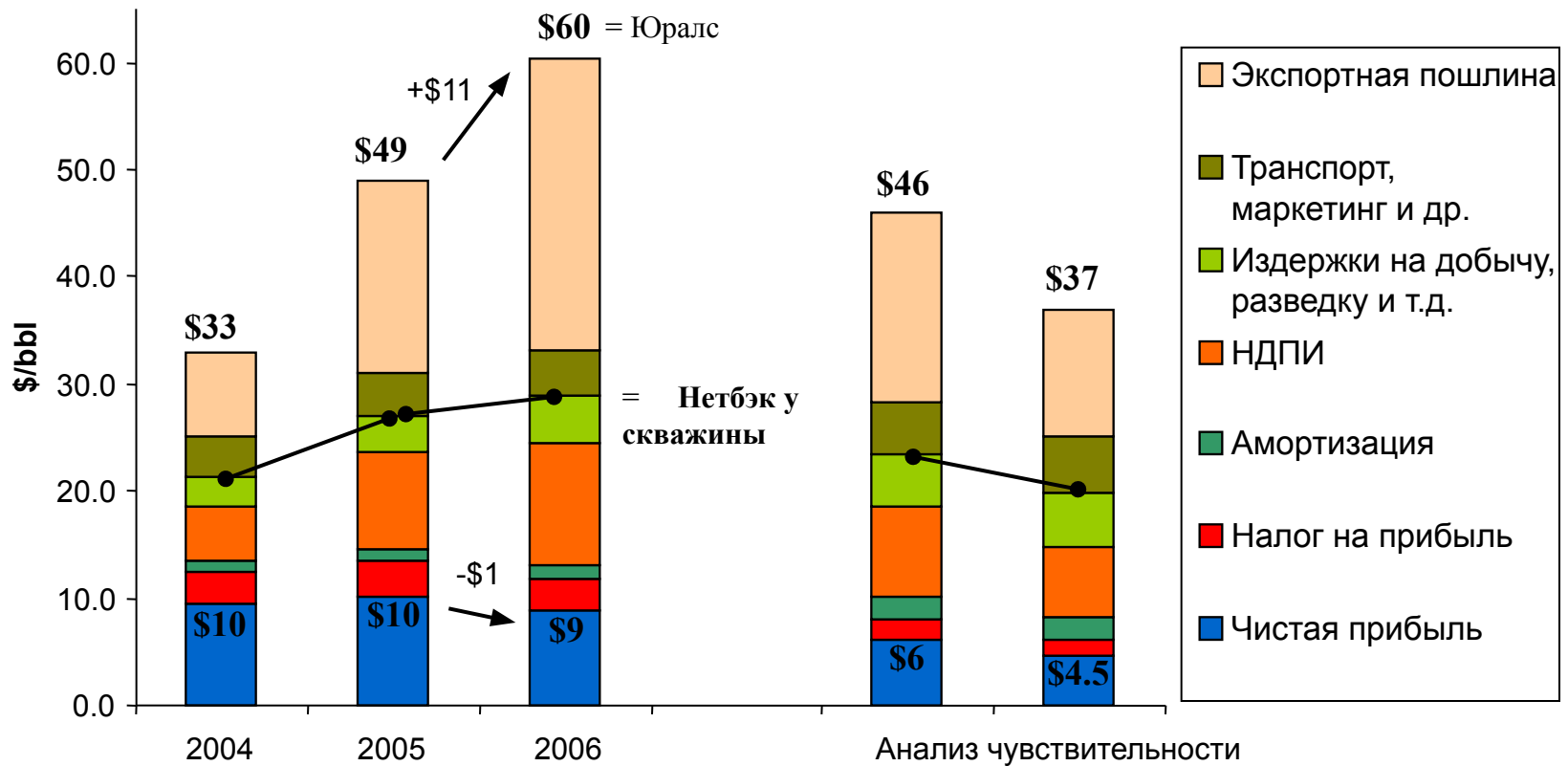
Но достаточно ли стабилен этот налоговый стимул, чтобы оправдать масштабные инвестиции в нефтепереработку?



- EBITDA на баррель гораздо ниже, чем у международных компаний
- Естественный хедж: ставки налогов и пошлин привязаны к цене нефти «Юралс»
- НО: устойчивость налоговой системы не была проверена в условиях действительно низких цен на нефть

# Доходность нефтедобычи снижается из-за колоссальной инфляции издержек

## Прибыль на баррель добываемой нефти



Экспортная пошлина ⇒ привязана к цене Юралс =  $65\% \times (\text{Юралс} - \$25/\text{bbl}) + \$4/\text{bbl}$   
 НДПИ ⇒ привязан к цене Юралс =  $22\% \times (\text{Юралс} - \$9/\text{bbl})$   
 Налог на прибыль ⇒ обычная ставка = 24%

# Почему растут издержки?

- Укрепление рубля толкает издержки вверх:

	2006	2005	2004
USD/RUR, конец года	26.33	28.78	27.75
USD/RUR, в среднем	27.14	28.31	28.81
Индекс потребительских цен	9.7%	12.7%	10.9%
Реальное укрепление рубля по отношению к доллару	16.0%	5.1%	14.6%

- Отраслевые факторы:

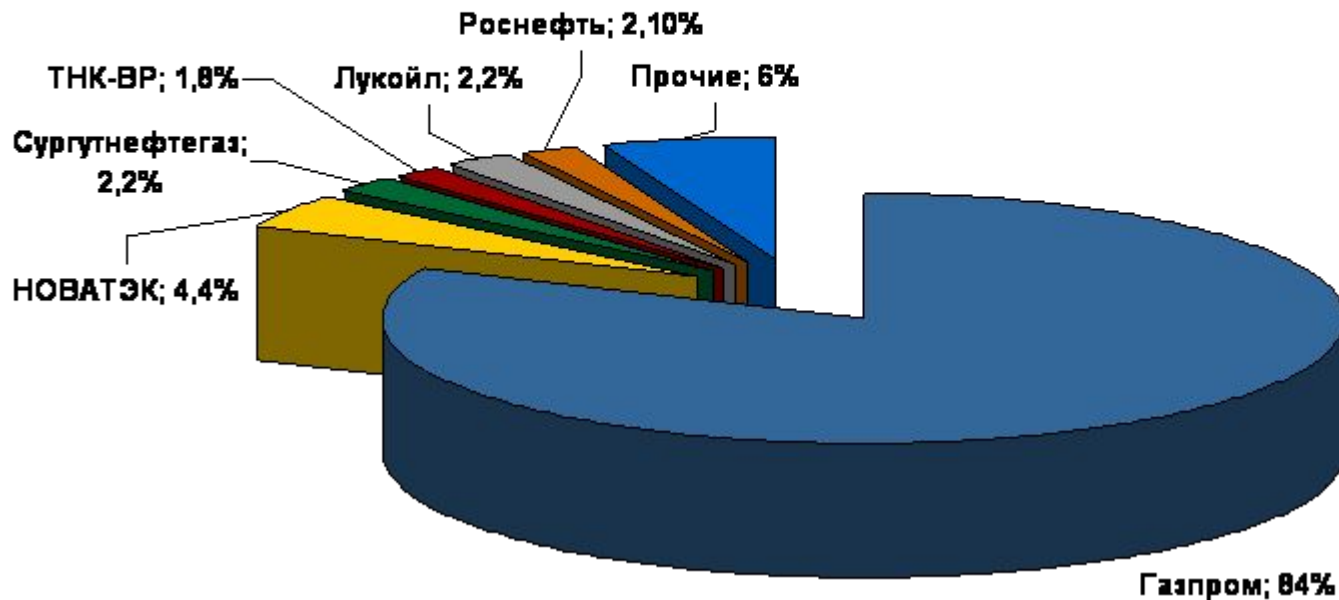
- Удорожание услуг сервисных компаний во всем мире
- Более сложные новые проекты (например, Восточная Сибирь)

- Рост свободных мощностей «Транснефти» может привести к дальнейшему росту транспортных издержек



## Газ: совершенно другая картина

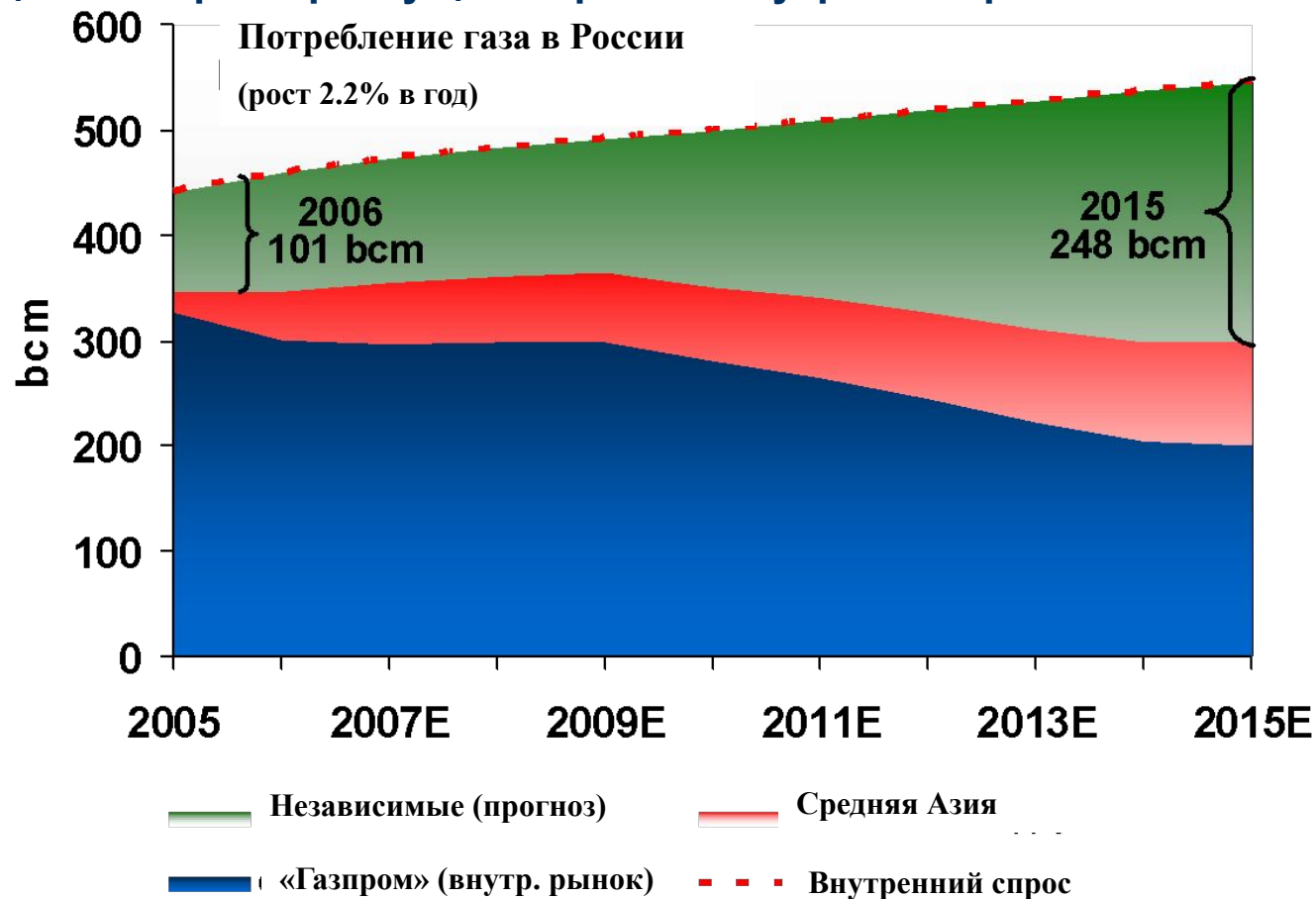
**Добыча газа в России**  
(включая попутный газ, 656 млрд куб.м. в 2006 г.)



**«Газпром»** : - доминирующий производитель

- собственник газопроводной системы страны
- монополист в сфере экспорта газа
  - ценовое регулирование на внутреннем рынке
  - доля государства 50.002% и ее сокращение не ожидается

## «Газпром» заинтересован в том, чтобы независимые производители удовлетворяли растущий спрос на внутреннем рынке



Источник: UBS, "Russian Gas", июль

- Спрос на внутреннем рынке растет, но цены остаются низкими:  
фактически это огромная социальная нагрузка для «Газпрома»

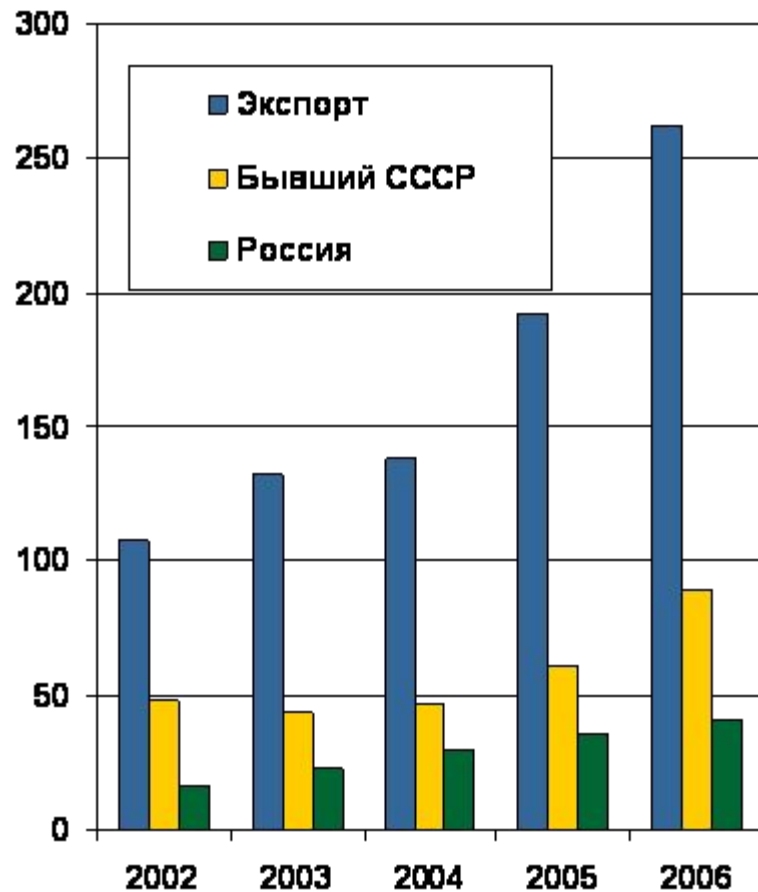
- Добыча «Газпрома» в целом стабильна

⇒ «Газпром» заинтересован в том, чтобы независимые производители (такие, как НОВАТЭК) снабжали газом внутренних потребителей, чтобы высвободить объемы для прибыльного экспорта

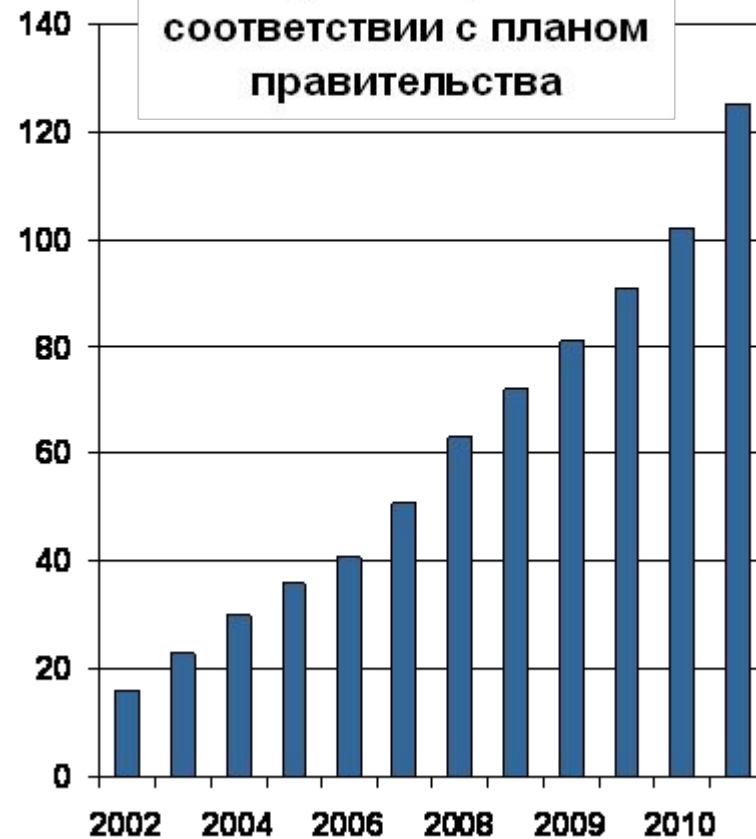


# Внутренние цены на газ пока низкие, но будут расти

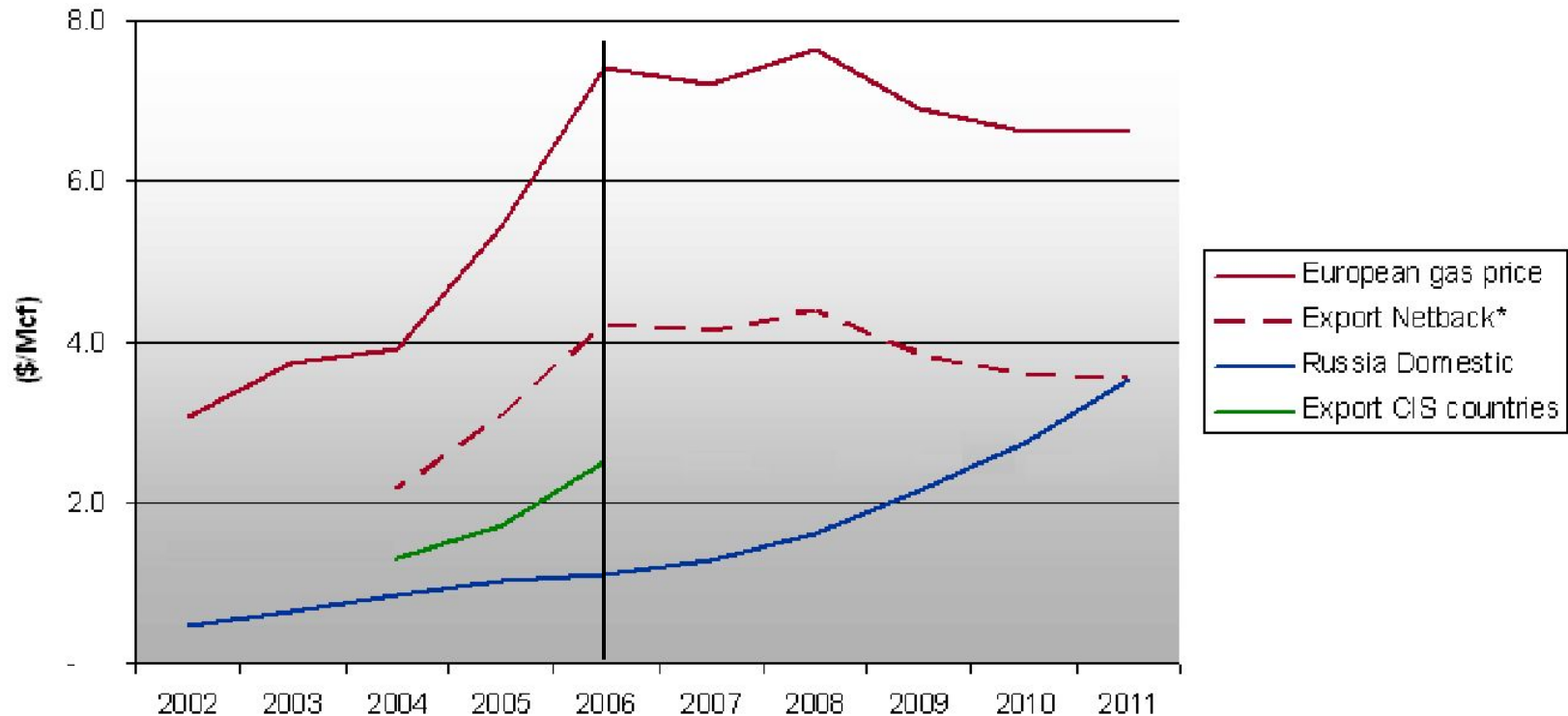
Цена газа "Газпрома",  
долл./ тыс.куб.м.



Цена газа на внутреннем  
рынке:  
ожидаемый рост в  
соответствии с планом  
правительства



## Динамика цен газа (оценочно \$60/bbl)



• «Нетбэк» экспортных продаж = на российской границе, с учетом транспортных издержек (включая транзит через Украину), за вычетом 30% пошлины.

# Новая тенденция: «Газпром» становится ключевым игроком в российской электроэнергетике

---

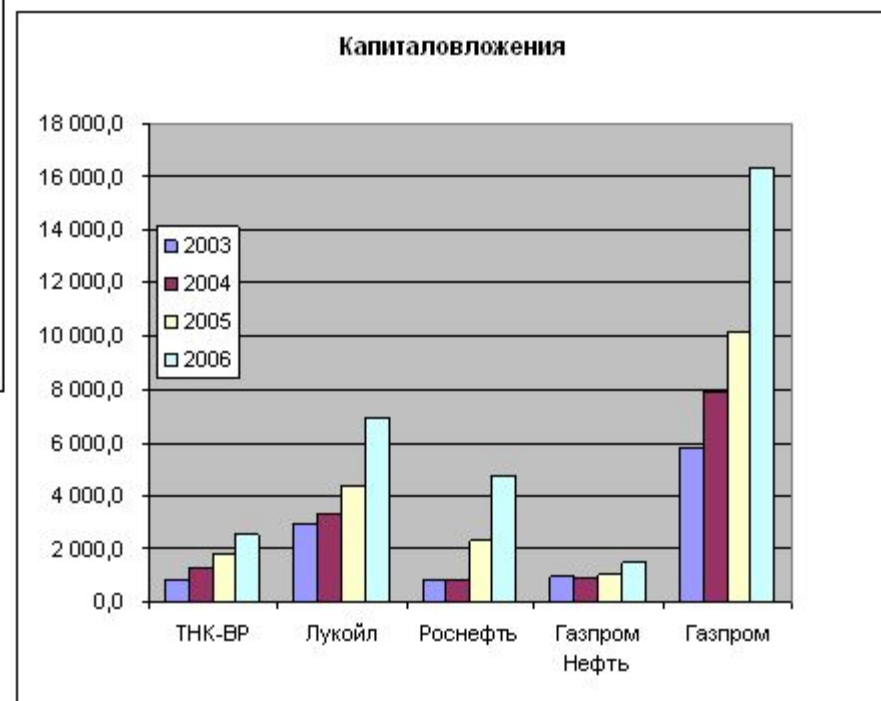
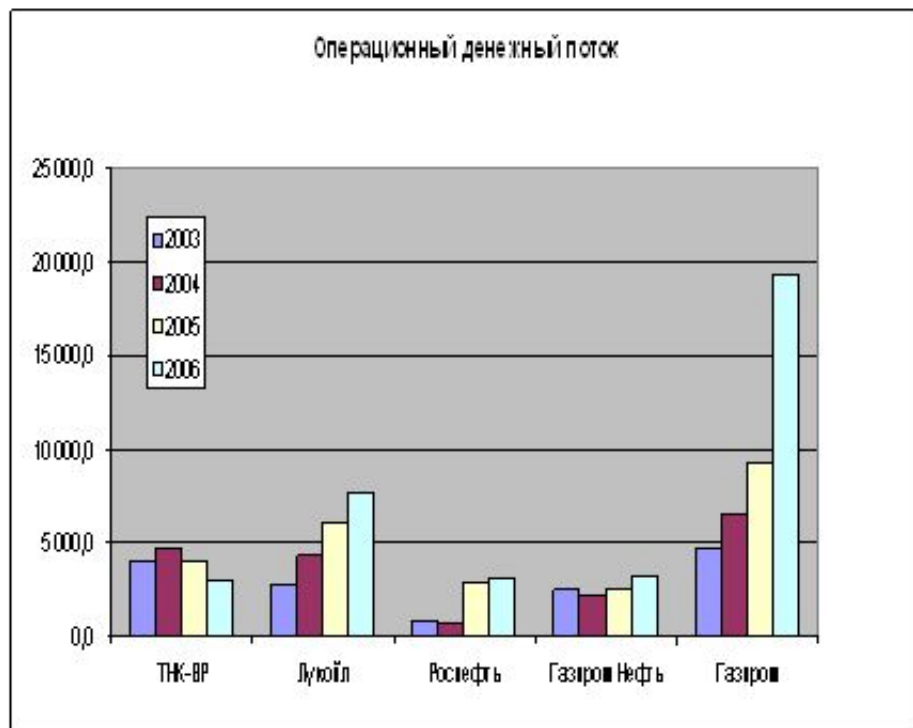
- **Факты:**

- 46% российской электроэнергетики работает на газе
- 11% акций РАО ЕЭС, принадлежащие «Газпрому», будут обмениваться на акции генерирующих компаний (ОГК-2, ОГК-6)
- Контрольный пакет в «Мосэнерго», плюс другие приобретения => «Газпрому» уже принадлежит около 20% мощностей генерации в России (до 30%, если планы дальнейших приобретений будут реализованы)
- СП с СУЭКом все еще в стадии переговоров

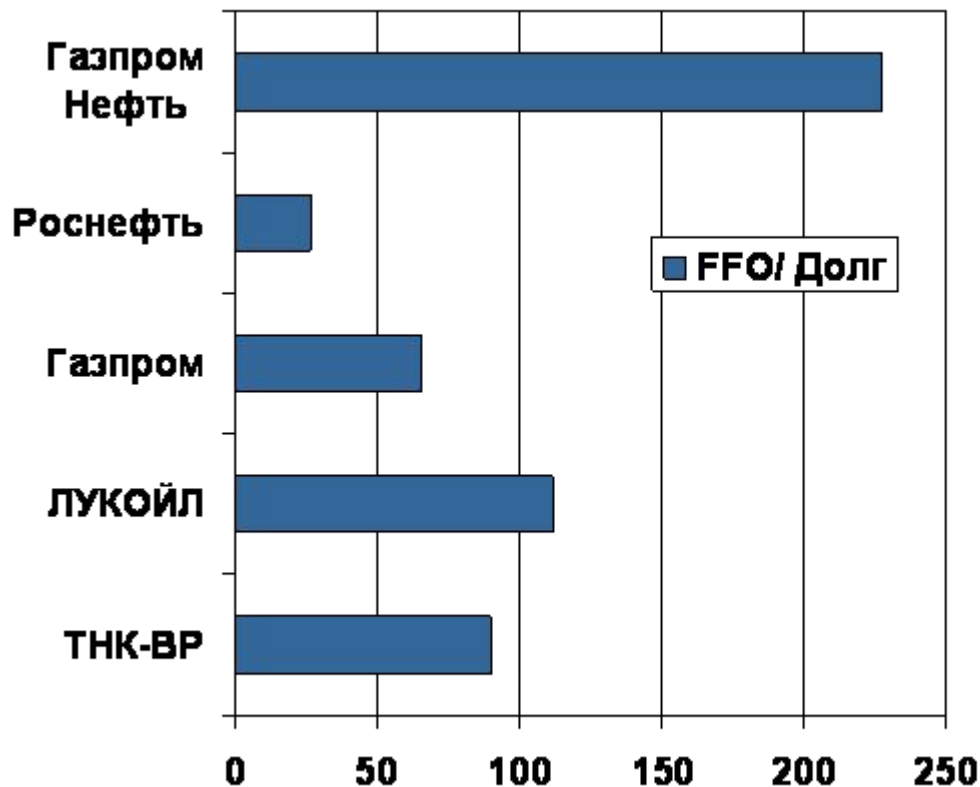
- **Последствия:**

- Сближение интересов, снижение риска дефицита газа
- Отчасти социальный мандат (стабильность энергоснабжения, контроль и т.д.)
- Высокая стоимость и новый долг: а сколько будет прибыли?
- «Газпром» более всех заинтересован в энергосберегающих технологиях, учитывая огромный ценовой дифференциал с экспортом

# Тем временем рост капиталовложений сокращает свободный денежный поток в отрасли



## Финансовые показатели пока находятся на вполне комфортном уровне, но целевые установки финансовой политики иногда довольно агрессивны



- Кредитные коэффициенты в основном неплохие (показатели «Роснефти» невысоки из-за недавних приобретений)
- Но:
  - показатели увеличиваются за счет высоких цен на нефть
  - в нефтегазовой отрасли обычно ожидаются высокие коэффициенты, учитывая высокие потребности в капиталовложениях
  - необходимо учесть рост издержек и капиталовложений
  - коэффициенты будут меняться в соответствии с финансовой политикой компаний
- Поэтому мы присваиваем рейтинги исходя из нормализованных показателей (в среднем по данной группе около 40%)

# Существует ли потенциал роста?

---

- **Некоторое повышение рейтингов по сравнению с прошлым годом**
- **Бизнес-профиль зачастую уже совместим с рейтингом инвестиционного уровня (Газпром, ЛУКОЙЛ, Роснефть, ТНК-ВР)**
- **Основные факторы, которые будут определять динамику рейтингов:**
  - Страновые факторы, в том числе выборы
  - Финансовая политика в отношении дивидендов, инвестиций и структуры капитала

# Металлургия и горнодобывающая промышленность

# Рейтинги металлургических и горнодобывающих компаний России

Компания	Рейтинг	Бизнес-профиль	Финансовый профиль	Рейтинговая методика
Норильский Никель	BBB-/ Стабильный	Удовле- творительный	Средний	Собственные характеристики кредитоспособности
НЛМК	BB+/ Стабильный	Ниже среднего	Средний	Собственные характеристики кредитоспособности
ММК	BB/ Позитивный	Ниже среднего	Средний	Собственные характеристики кредитоспособности
Северсталь	BB/ Стабильный	Ниже среднего	Агрессивный	Собственные характеристики кредитоспособности
Евраз	BB-/ Позитивный	Ниже среднего	Агрессивный	Собственные характеристики кредитоспособности
АЛРОСА	BB-/ Позитивный	Ниже среднего	Агрессивный	Собственные характеристики кредитоспособности
ТМК	BB-/ Стабильный	Ниже среднего	Агрессивный	Собственные характеристики кредитоспособности

- Рейтинги металлургических и горнодобывающих компаний преимущественно в категории «BB».

- Нет явного «национального чемпиона».

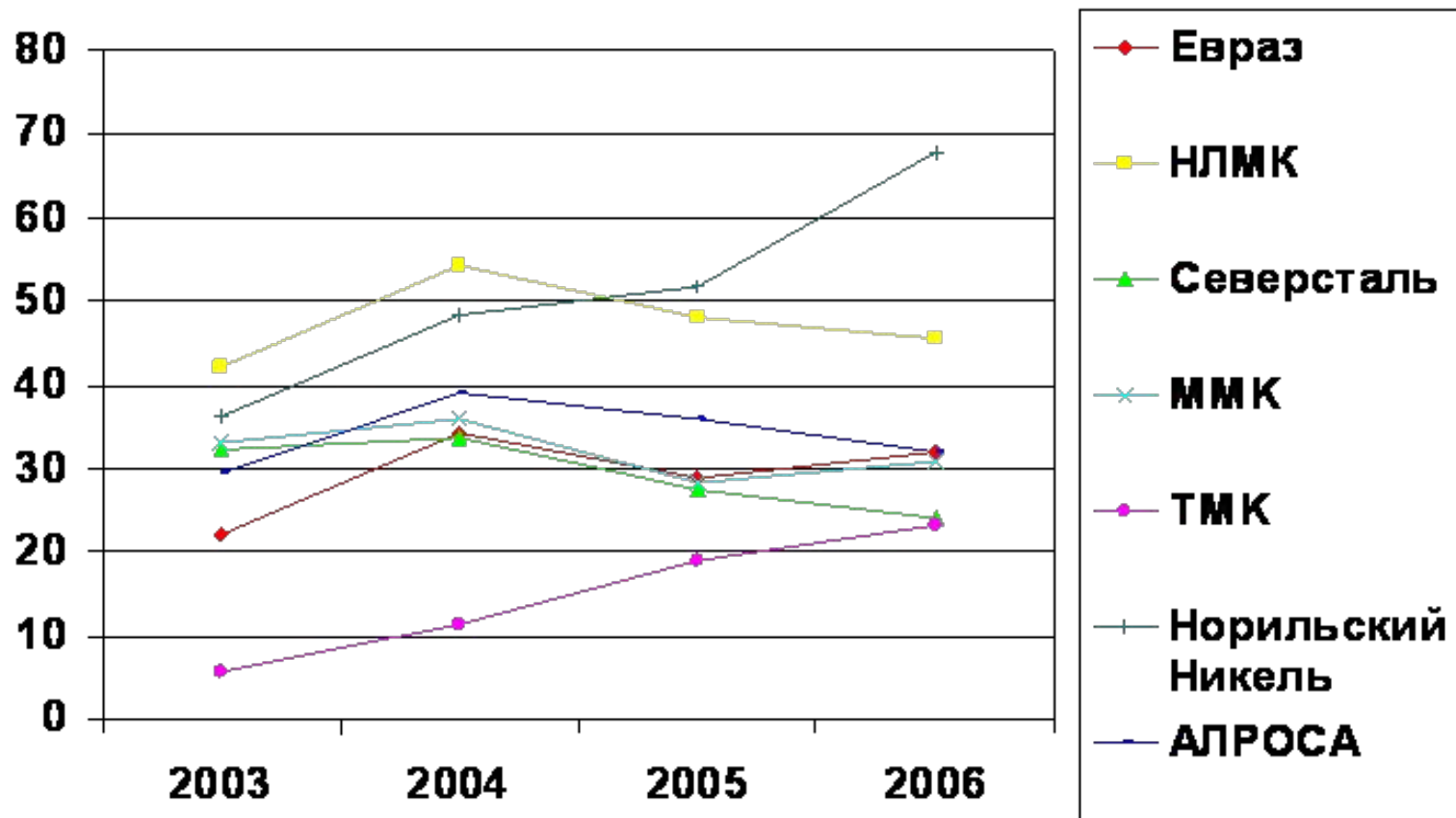


# Металлургия и горнодобывающая промышленность: в чем основная разница с нефтегазовым сектором

- У компаний металлургической и горнодобывающей отрасли больше возможностей влиять на цены (рынки носят в большей степени местный характер)
- Компании горнодобывающей и металлургической отрасли менее стратегически значимы для государства, чем нефтегазовые =>
  - Риск вмешательства государства ниже (но существует)
  - Нет явного «национального чемпиона», в рейтинги не включается государственная поддержка
- Нефтегазовые компании в некоторой степени защищаются от рисков колебаний цен за счет налогов и пошлин
- Нефтегазовые компании обычно крупнее и более диверсифицированы
- Рейтинги инвестиционной категории в принципе достижимы (например, «Норильский Никель»)

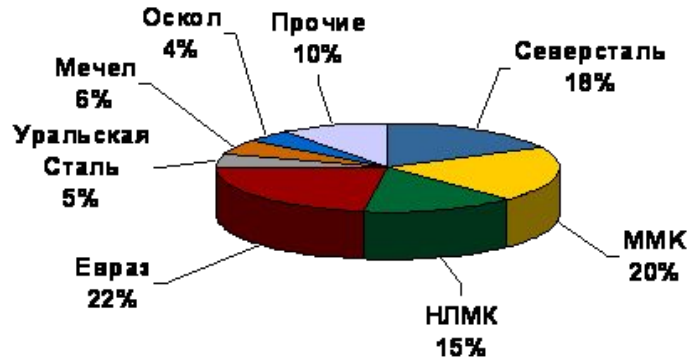
# Стальная отрасль: высокая прибыльность – основной позитивный фактор

## ЕВИТДА / Выручка



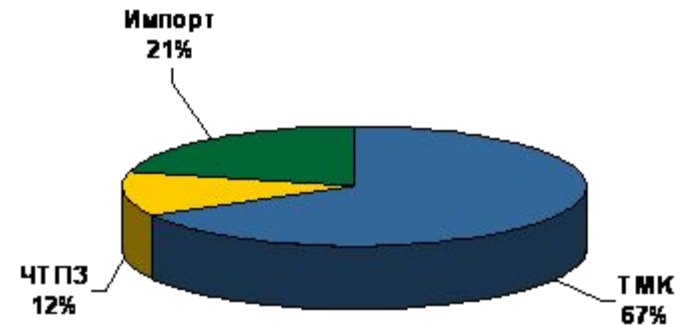
# Концентрация отрасли усиливает власть над ценами

Структура российской стальной отрасли  
в 2006 г.: концентрация высока

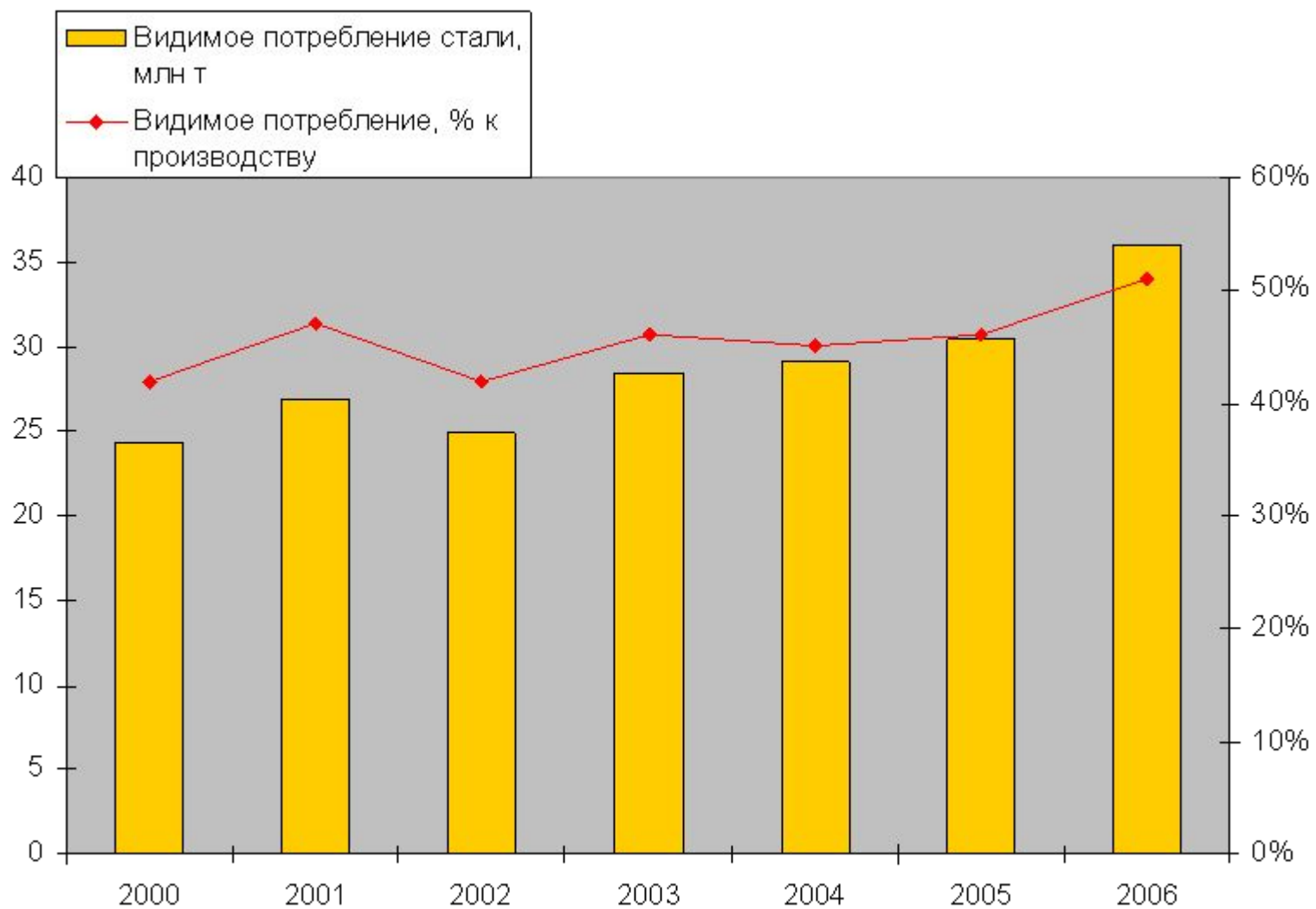


... и еще выше в специализированных сегментах

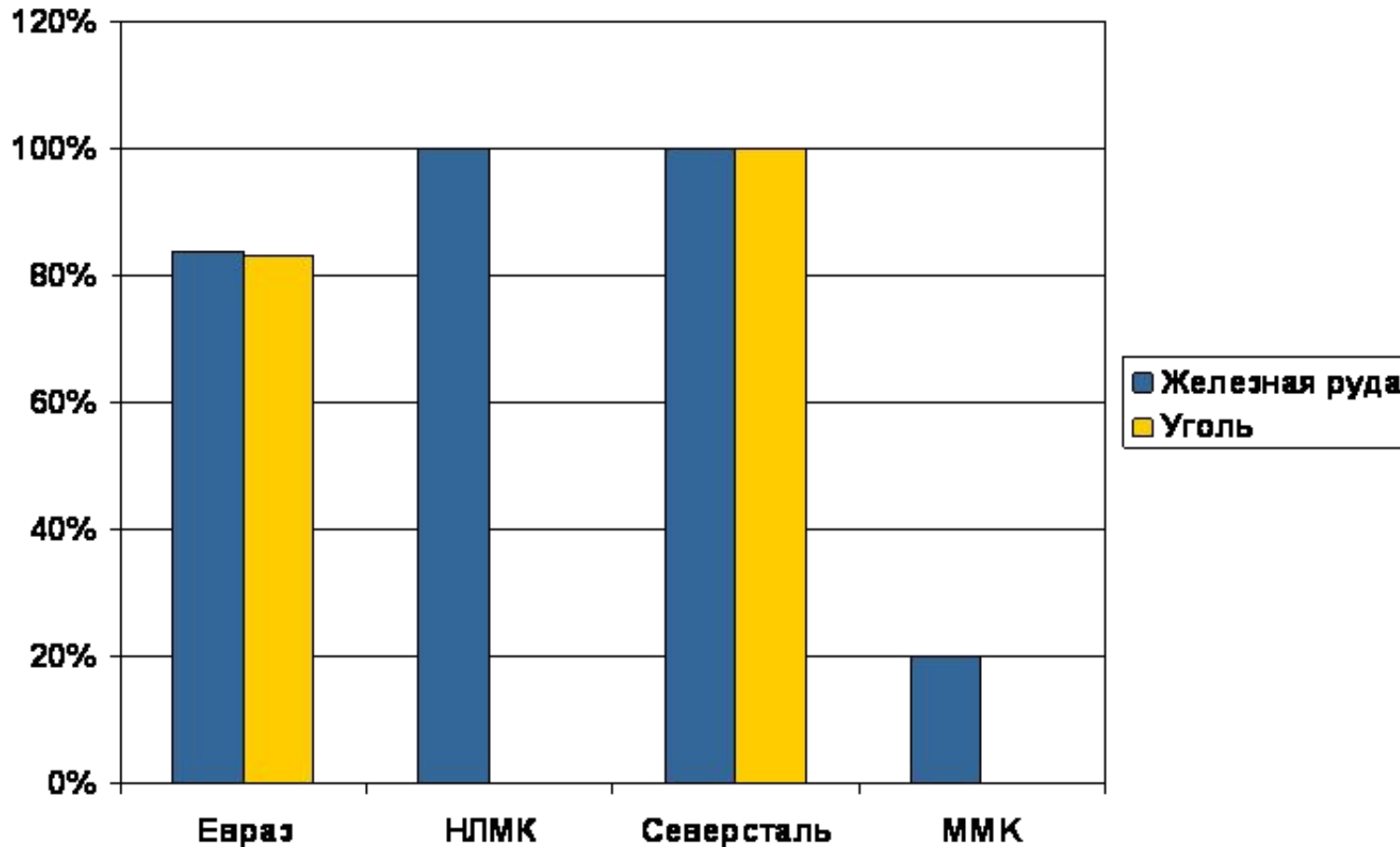
Российский рынок труб  
для нефтегазовой отрасли (ОСТГ) в 2006 г.



## ... как и рост спроса на внутреннем рынке



## Вертикальная интеграция помогает справиться с риском роста цен на сырье



Но:

- преимущественно стандартизованные товары: коэффициенты раздуты за счет высоких цен на пике цикла
- продолжающийся рост издержек представляет собой существенный риск

## **АЛРОСА и «Норильский Никель»: основной позитивный фактор – высокое качество запасов**

---

### **• АЛРОСА:**

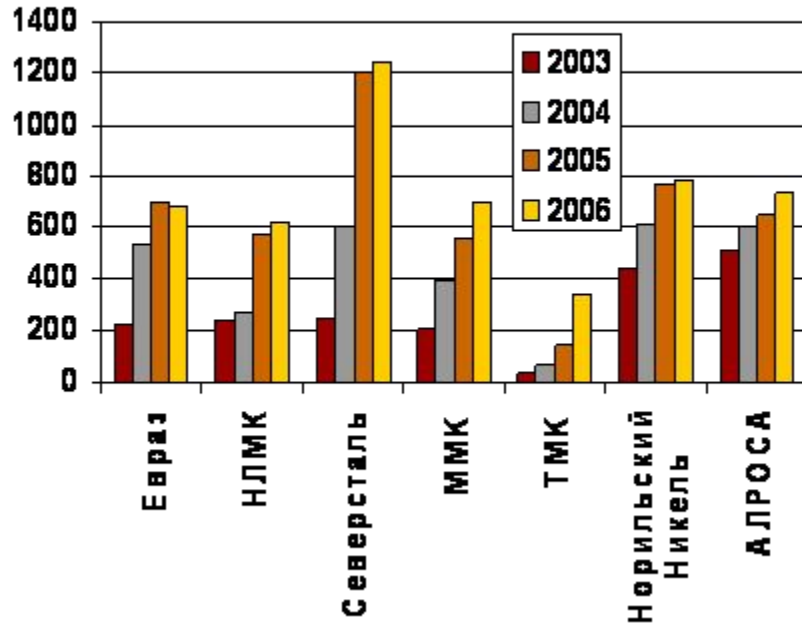
- № 2 в мировой добыче алмазов
- Богатые запасы
- Но: только один вид продукции
- Издержки растут из-за истощения запасов и укрепления рубля

### **• «Норильский Никель»:**

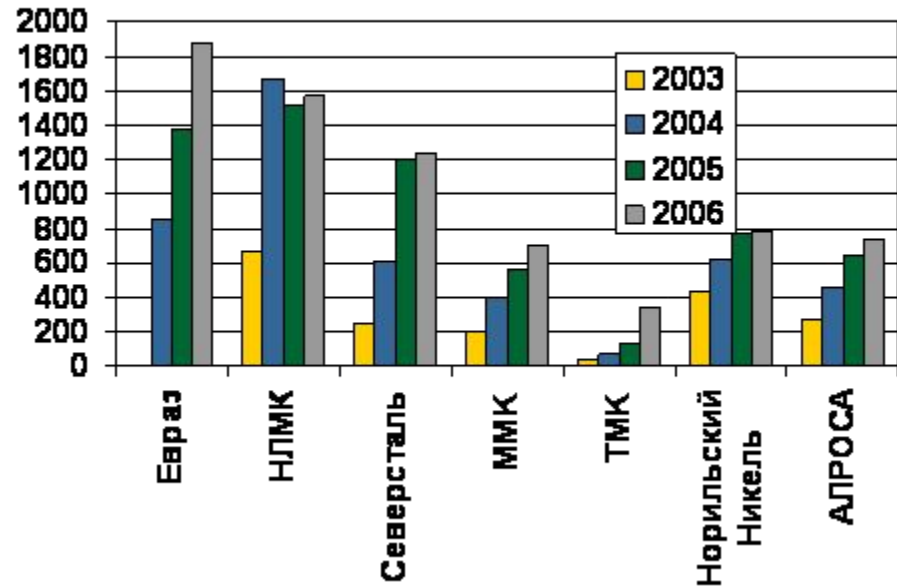
- № 1 в мировом производстве никеля (доля мирового рынка - 18%)
- № 1 в производстве палладия (50%)
- № 4 в производстве платины (13%)
- № 9 в производстве меди (3%)
- Диверсифицированная структура продаж
- И чрезвычайно низкие издержки из-за высокого качества сырья

# Крупномасштабные инвестиции за счет собственных средств и привлечения задолженности

Капиталовложения, млн долл.



Операционный денежный поток, млн долл.



# Но насколько произвольный характер они имеют?

---

- **Модернизация:**

- Стальные компании уже многое сделали
- Стратегические капиталовложения преимущественно дискреционного характера: основная цель - повышение добавленной стоимости и обеспечение стабильности издержек
- Основным ограничением становятся возможности организации, а не финансовые ресурсы
- Мы ожидаем, что капиталовложения снизятся в случае циклического спада

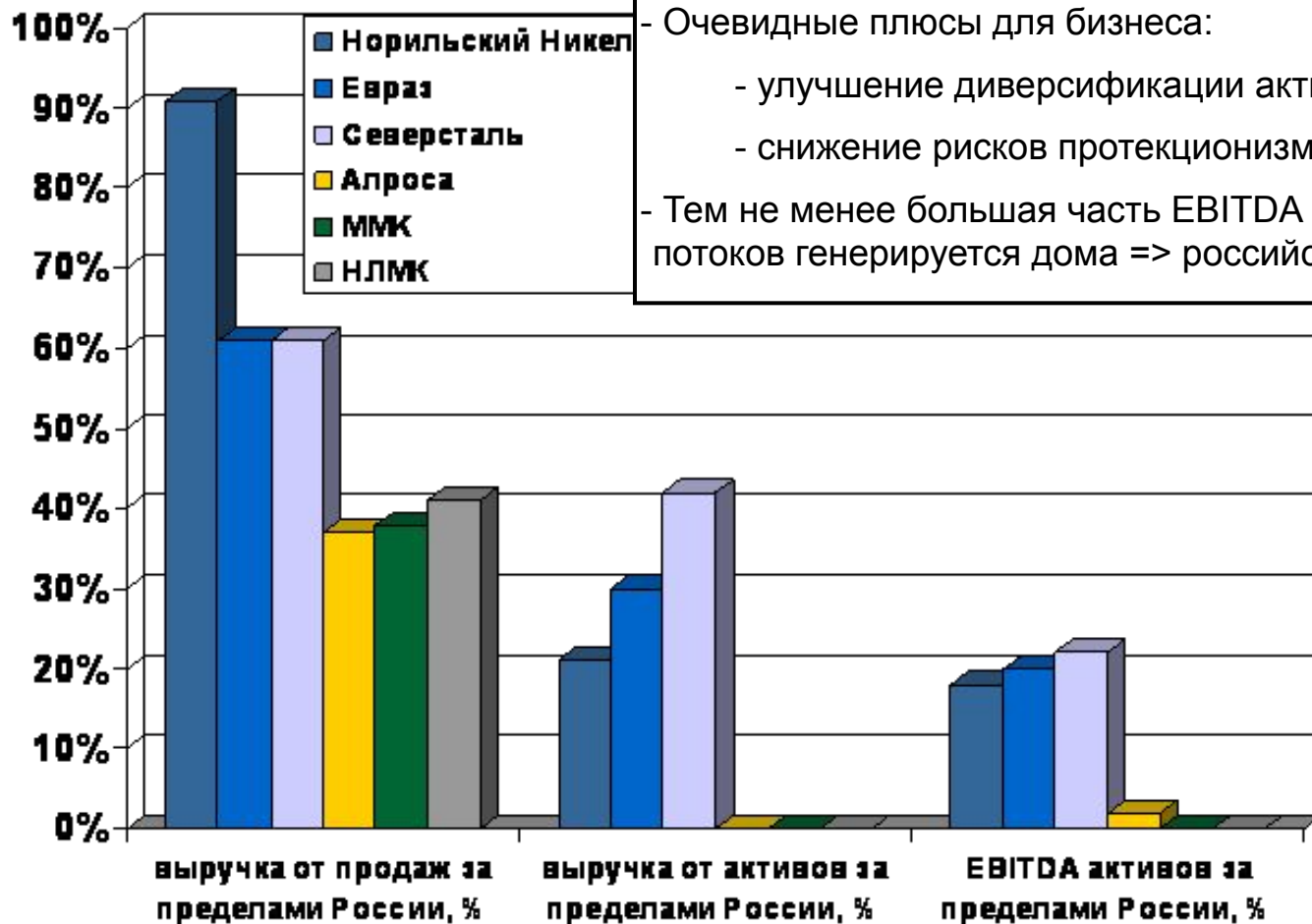
- **Два основных типа приобретений:**

- Вертикальная интеграция (сырье, поставки)
- Мощности, позволяющие выпускать продукцию с высокой добавленной стоимостью за пределами России

- **Капиталовложения наиболее критичны для компании АЛРОСА, у которой меньше гибкости в отношении замещения истощающихся запасов за счет перехода на подземную добычу**



## Международная диверсификация: помогает ли она снижать страновые риски?



- Международная диверсификация растет (за счет приобретения новых активов)

- Очевидные плюсы для бизнеса:

- улучшение диверсификации активов
- снижение рисков протекционизма

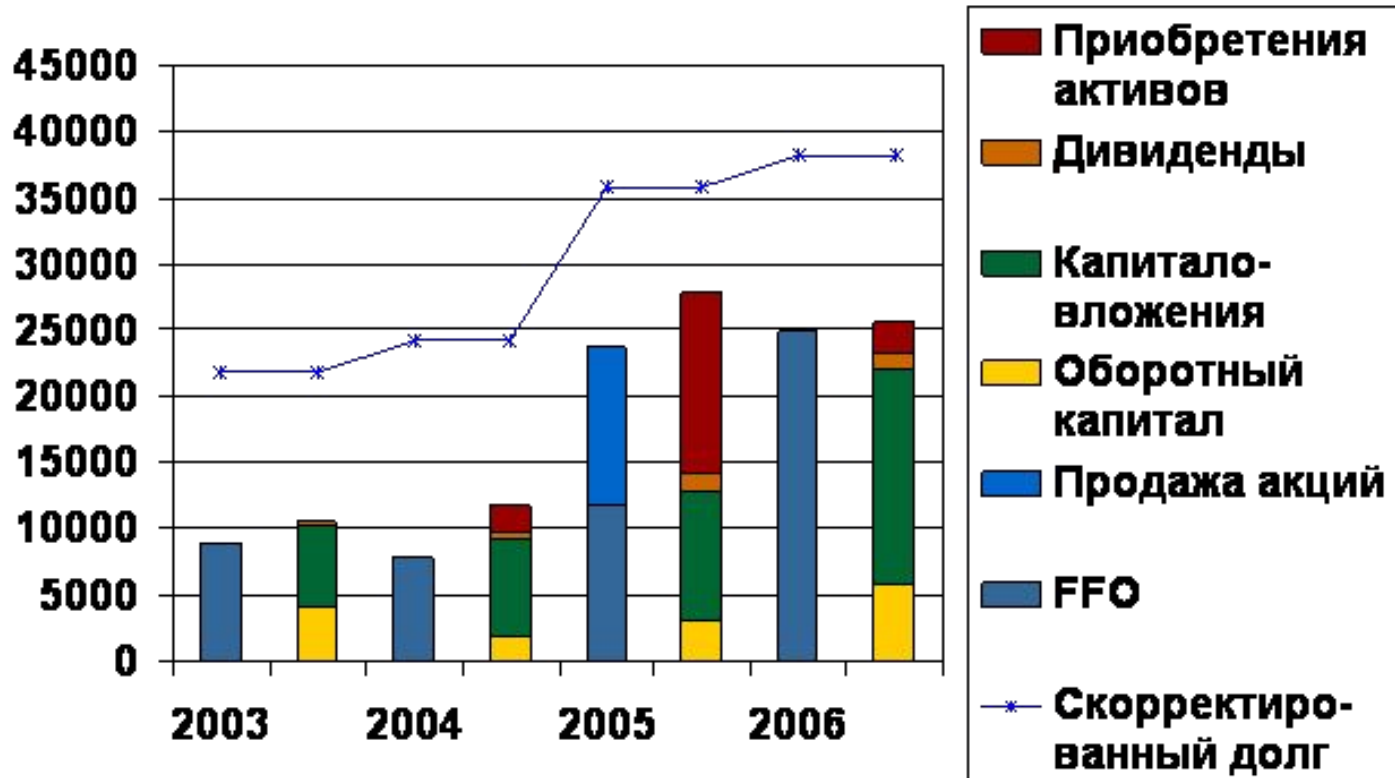
- Тем не менее большая часть EBITDA и денежных потоков генерируется дома => российский риск

# Стоит ли ожидать рейтингов инвестиционной категории?

- **Простой ответ – «может быть»**
- **Некоторые рейтинги уже находятся в категории «BBB»**
  - «Норильский Никель», ЛУКОЙЛ – частные игроки
  - Компании, связанные с государством (из-за поддержки государства)
- **Различные факторы возможного повышения рейтинга**
  - Для стальных компаний – укрепление бизнес-профиля: диверсификация, меньшая подверженность циклическим рискам и т.д.
  - Для нефтегазовых компаний – финансовая политика



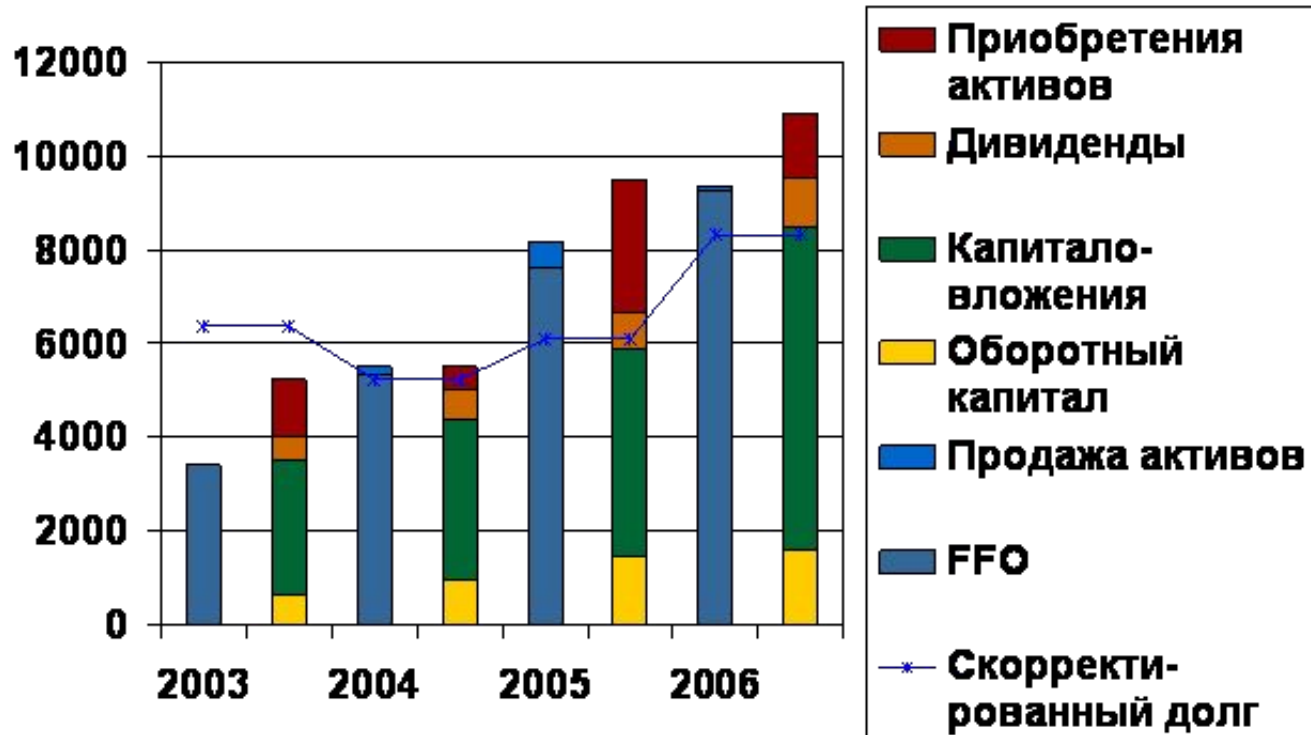
### Газпром: источники и использование средств, млн долл.




Бизнес- профиль	
Удовлетвори- тельный	
Финансовый профиль	
Агрессивный	
Гибкость	
	
Низкая	Высокая

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доля государства - 50.002%; значимая политическая роль</li> <li>• Огромные запасы газа и преимущественный доступ к новым запасам, сотрудничество с партнерами</li> <li>• Монополия в сфере транспорта и экспорта</li> <li>• Ожидаемый рост внутренней цены на газ</li> <li>• Рост прибыльного экспорта в Европу (с 28% - до 50%?)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стабильный профиль добычи</li> <li>• Огромные потребности в инвестициях</li> <li>• Амбиции в сфере приобретения активов</li> <li>• Рост издержек</li> <li>• Внутренние цены на газ (55% объемов продаж) на уровне, едва покрывающем издержки</li> <li>• Крупнейший должник на развивающихся рынках</li> </ul>
Краткосрочные факторы	Прогноз рейтинга: основные факторы
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Приобретение энергоактивов</li> <li>• Значительные потребности в рефинансировании</li> <li>• FFO/ Скорр. долг около 60% в 2007 г.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост свободного денежного потока и умеренные аппетиты в сфере приобретений необходимы для улучшения собственной кредитоспособности</li> <li>• Государственная поддержка по-прежнему в центре внимания</li> </ul>

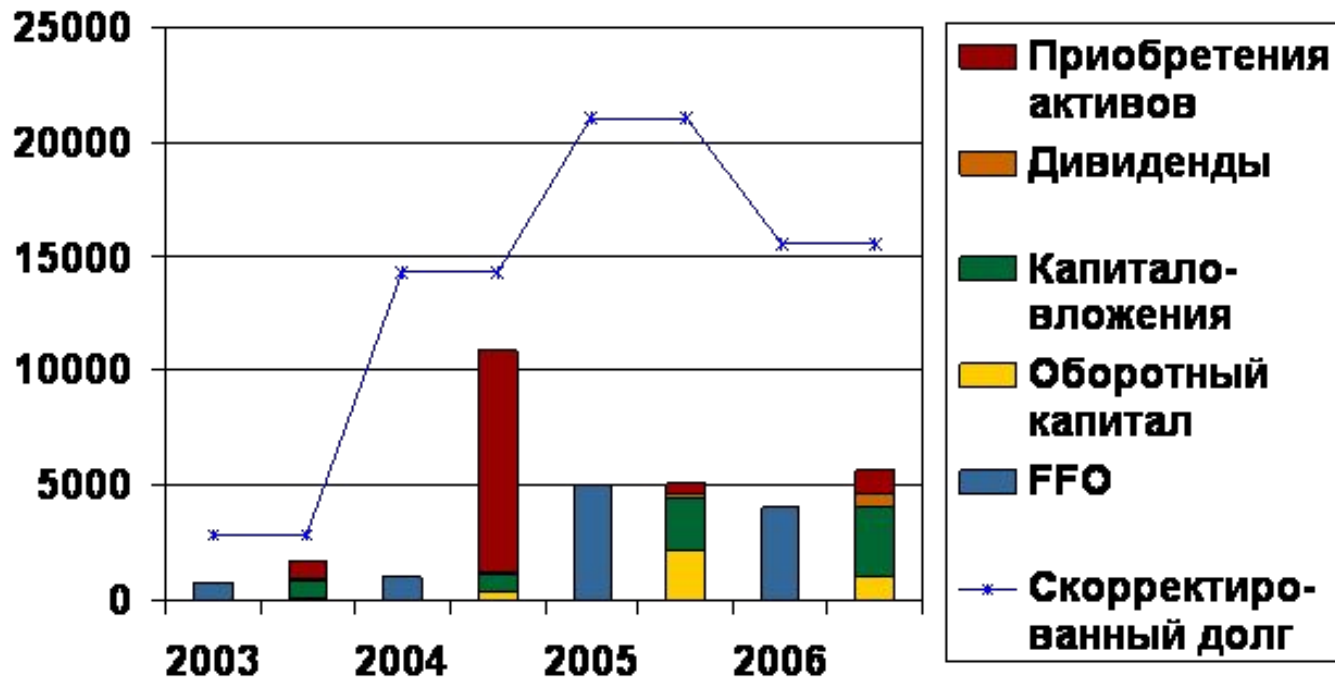
**ЛУКОЙЛ: источники и использование средств,  
млн долл.**



Бизнес-профиль	
<b>Удовлетвори- тельный</b>	
Финансовый профиль	
<b>Средний</b>	
Гибкость	
	
Низкая	Высокая

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитый сегмент нефтепереработки</li> <li>• Ожидаемый рост добычи на 6% в год</li> <li>• Умение работать в условиях операционных и политических рисков России</li> <li>• Корпоративное управление выигрывает за счет присутствия COP в качестве миноритарного акционера</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост издержек</li> <li>• Низкий свободный денежный поток (в прошлом и в будущем) вследствие амбициозной инвестиционной программы</li> </ul>
Краткосрочные факторы	Прогноз рейтинга: основные факторы
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ожидаемый коэффициент FFO/ скорр. долг &gt;100% в 2007 г.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• по-прежнему успешная операционная деятельность</li> <li>• финансовая политика (прежде всего в отношении долга и приобретений)</li> <li>• страновой риск.</li> </ul>

**Роснефть: источники и использование средств,  
млн долл.**



В 2007 г. чистые приобретения активов составили 23 млрд долл.



## Бизнес-профиль

Удовлетворительный

Финансовый  
профиль

Агрессивный

## Гибкость



Низкая

Высокая

## Сильные стороны

- Государству принадлежит 75%, но роль в энергетической политике недостаточно четкая
- Рост добычи в 2006 г. на 8.3%; молодые активы
- Вертикальная интеграция после приобретения активов ЮКОСа в 2007 г.
- Огромная ресурсная база и привилегированный доступ к активам, сотрудничество с партнерами
- 2010 г.: целевой уровень соотношения долг / EBITDA - 1.0x

## Слабые стороны

- 3-й крупнейший заемщик на развивающихся рынках (около 25 млрд долл. чистого долга ожидается на конец 2007 г.)
- Высокий краткосрочный долг (около 15 млрд долл.) после приобретения активов ЮКОСа
- Развитие в Восточной Сибири (ВСТО)
- Долг / EBITDA (pro-forma) ок.2,0-2,5x в 2007 г.

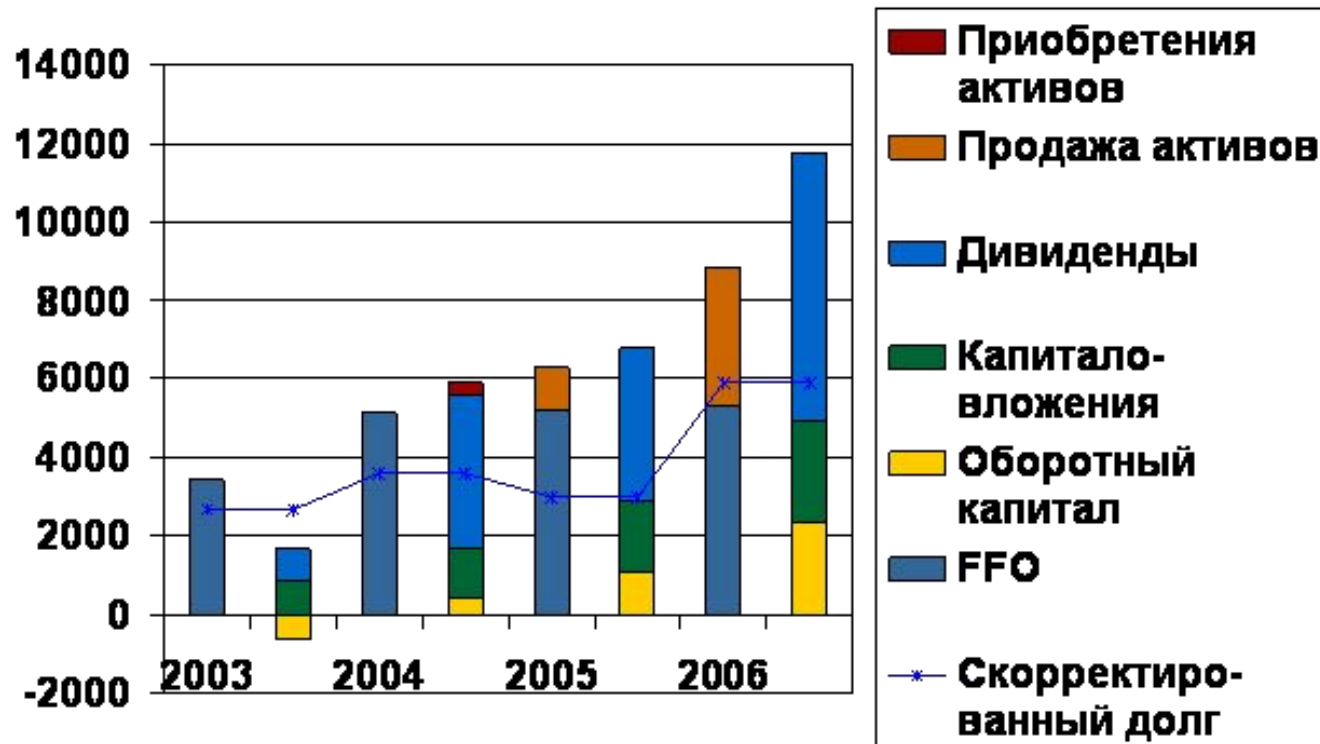
## Краткосрочные факторы

- Рефинансирование краткосрочного долга
- FFO/ Скорр. долг в 2007 г. около 25-30%

## Прогноз рейтинга: основные факторы

- Повышение рейтинга до инвестиционной категории после рефинансирования значительной части краткосрочного долга
- Потенциал повышения рейтинга в среднесрочной перспективе - в случае снижения долга, учитывая, что бизнес-профиль лучше, чем у сопоставимых компаний

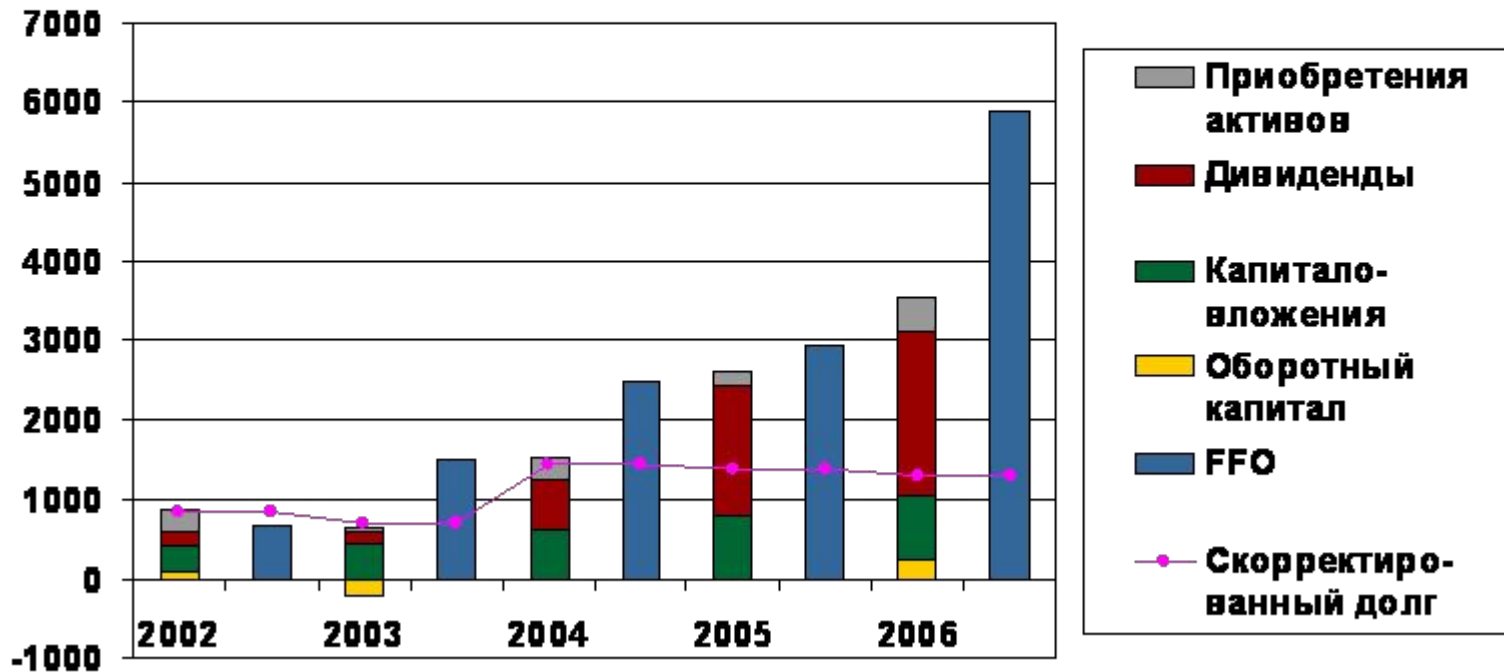
**ТНК-ВР: источники и использование средств,  
млн долл.**



Бизнес-профиль	
<b>Удовлетворительный</b>	
Финансовый профиль	
<b>Средний</b>	
Гибкость	
▲	
Низкая	Высокая

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Высокая прибыльность</li> <li>• Исторически самый высокий денежный поток</li> <li>• Менеджмент, прозрачность</li> <li>• Структура собственности: операционная поддержка ВР, рамочное соглашение с «Газпромом»</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Более зрелые активы ⇒ более высокие издержки</li> <li>• Некоторая концентрация активов</li> <li>• 50% акций, принадлежащих иностранному инвестору, - отличительная особенность ТНК-ВР, которая может увеличить страновой риск</li> <li>• Умеренные перспективы роста в среднесрочном периоде</li> </ul>
Краткосрочные факторы	Прогноз рейтинга: основные факторы
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рейтинг учитывает возможность роста долга с учетом новой финансовой политики (максимум 50% по сравнению с 33% в июне 2007 г.)</li> <li>• FFO/ долг в 2007 г. – около 85%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Возможность повышения рейтинга до инвест. категории в среднесрочной перспективе зависит от эволюции долга, издержек</li> <li>• Страновые риски играют ключевую роль, но после решения по Ковыкте не препятствуют рейтингу инвестиционной категории</li> </ul>

**Норильский Никель:  
источники и использование средств,  
млн долл.**



После приобретения LionOre (\$6.4 млрд) и ОГК-3 (\$4.6 млрд) кредитные коэффициенты, как ожидается, упадут, но останутся на адекватном уровне благодаря высоким ценам на никель

## Бизнес-профиль

**Удовлетворительный**Финансовый  
профиль**Умеренный**

## Гибкость



Низкая

Высокая

## Сильные стороны

- Значительный объем запасов и их высокое качество; диверсификация по видам металлов, низкие издержки
- Сильные позиции на рынках никеля, платины, палладия
- Благоприятная конъюнктура рынка металлов
- Высокие коэффициенты кредитоспособности, даже после приобретения LionOre и ОГК-3 (ОГК-3 рассматривается как дивиденд)

## Слабые стороны

- Риски России
- Волатильность цен на металлы
- Концентрация основных операций в Заполярье, что усложняет операционную деятельность и логистику

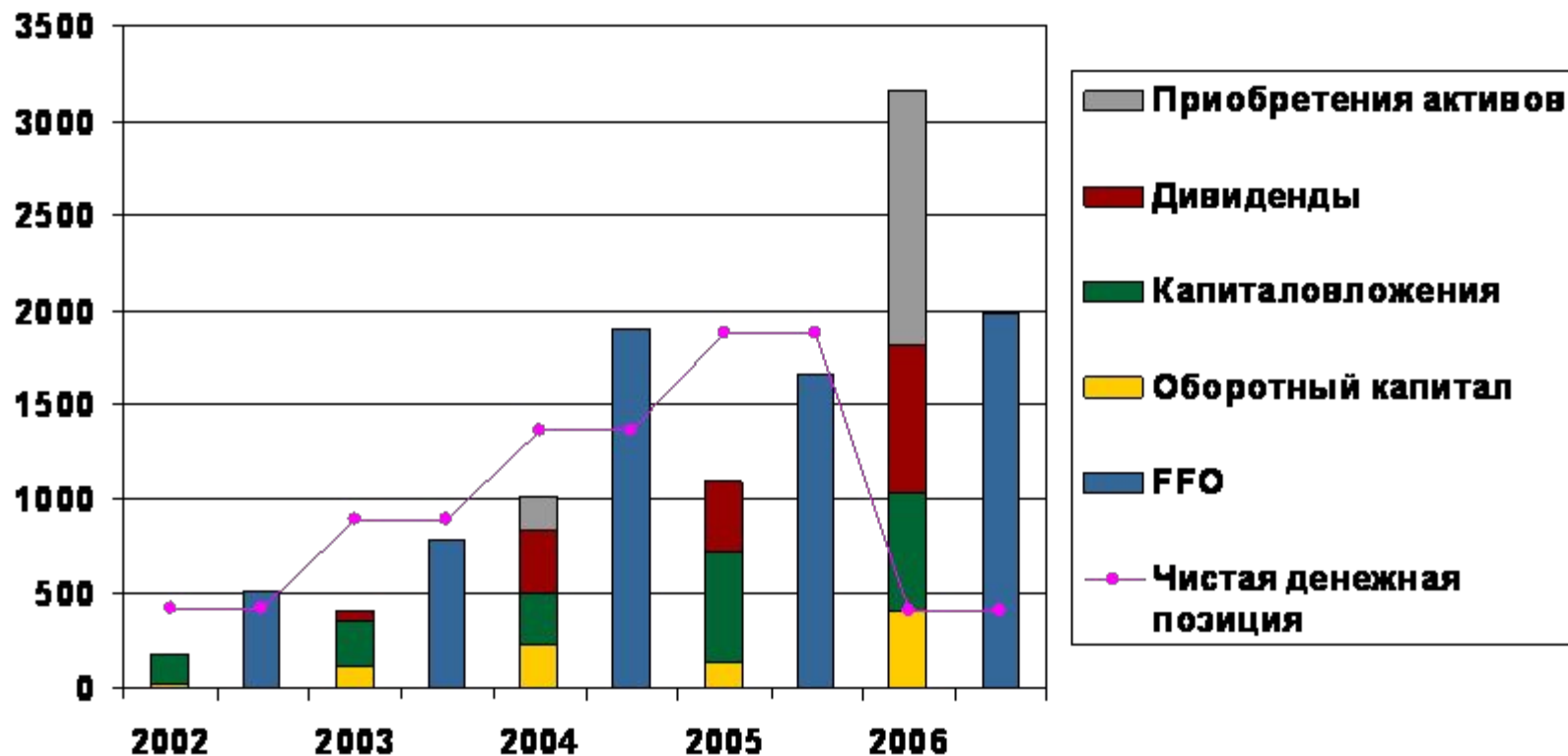
## Краткосрочные факторы

- Денежные потоки должны остаться высокими, даже если цены металлов упадут с чрезвычайно высокого уровня 2007 г.

## Прогноз рейтинга: основные факторы

- Как ожидается, компания сохранит адекватные финансовые показатели и сумеет работать в условиях страновых рисков
- Влияние изменений в структуре акционеров: наш базовый сценарий – никаких дополнительных распределений в пользу акционеров

НЛМК: источники и использование средств, млн долл.



Бизнес-риск

**Ниже  
среднего**Финансовый  
риск**Средний**

Гибкость



Сильные стороны

- Низкие издержки, высокая прибыльность и позитивный денежный поток на протяжении всего цикла
- Высокие показатели кредитоспособности, консервативная финансовая политика в отношении долга, крупных приобретений, распределений денежных средств акционерам

Краткосрочные факторы

- Существенный запас на случай приобретения активов и других инвестиций в рамках существующего уровня рейтинга

Слабые стороны

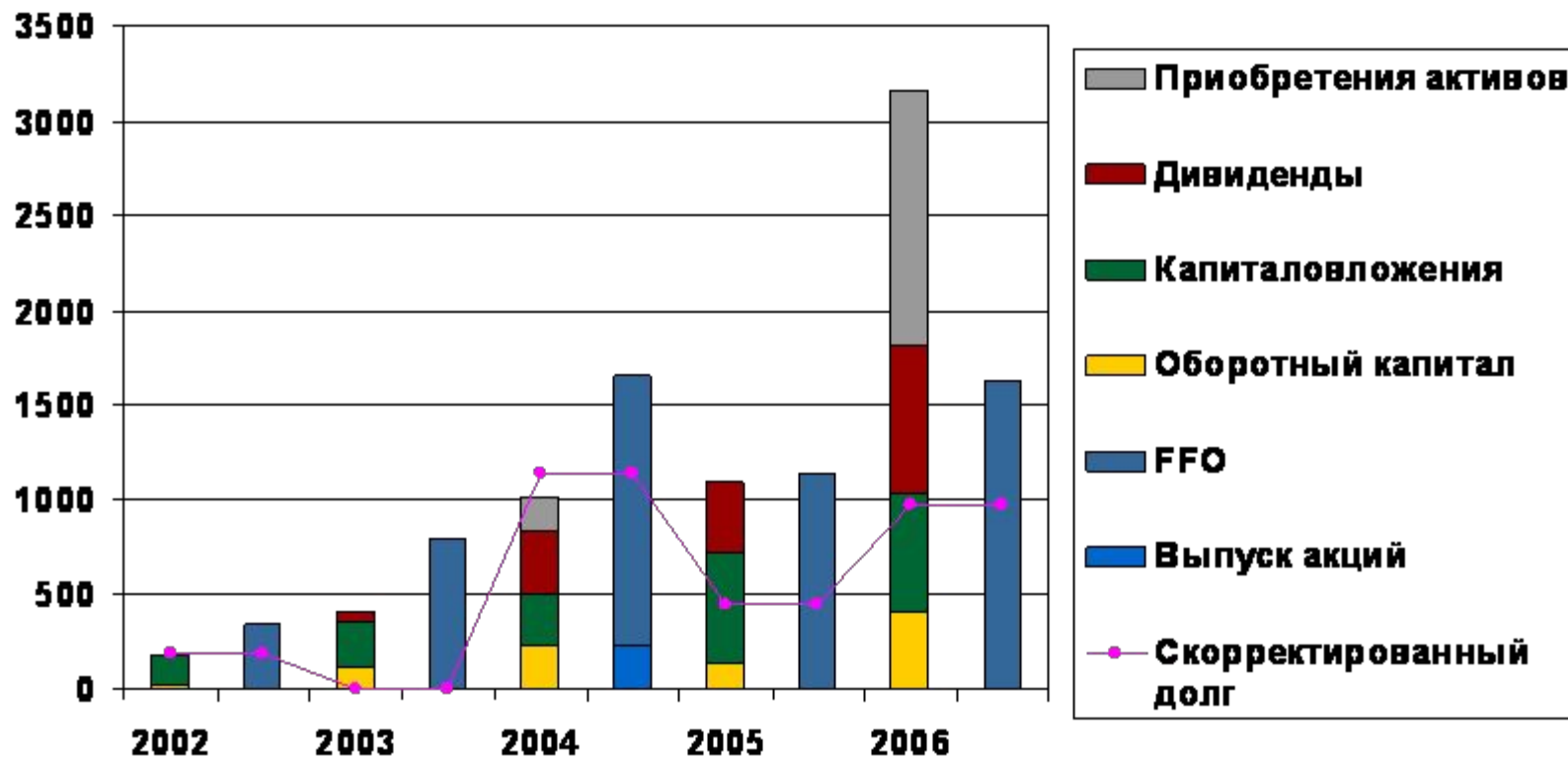
- Одна крупная площадка, далеко от морских портов
- Циклическая и конкурентная отрасль
- Страновой риск России

Прогноз рейтинга: основные факторы

- Повышение рейтинга требует укрепления бизнес-профиля
- Инвестиции, как ожидается, вырастут, но в рейтинге заложен значительный запас

**STANDARD  
& POOR'S**

ММК: источники и использование средств, млн долл.





Бизнес-риск

**Ниже  
среднего**Финансовый  
риск**Средний**

Гибкость

*Низкая**Высокая*

Сильные стороны

- Низкие издержки, отсюда – высокая прибыль и денежные потоки
- Диверсифицированный экспорт и в целом позитивные условия в мировой стальной отрасли
- Сильные позиции на стабильно растущем внутреннем рынке
- Существенное сокращение долга

Слабые стороны

- Роль производителя стандартизированной продукции в циклической отрасли, расположенного вдалеке от морских портов
- Высокие планируемые капиталовложения
- Риски России

Краткосрочные факторы

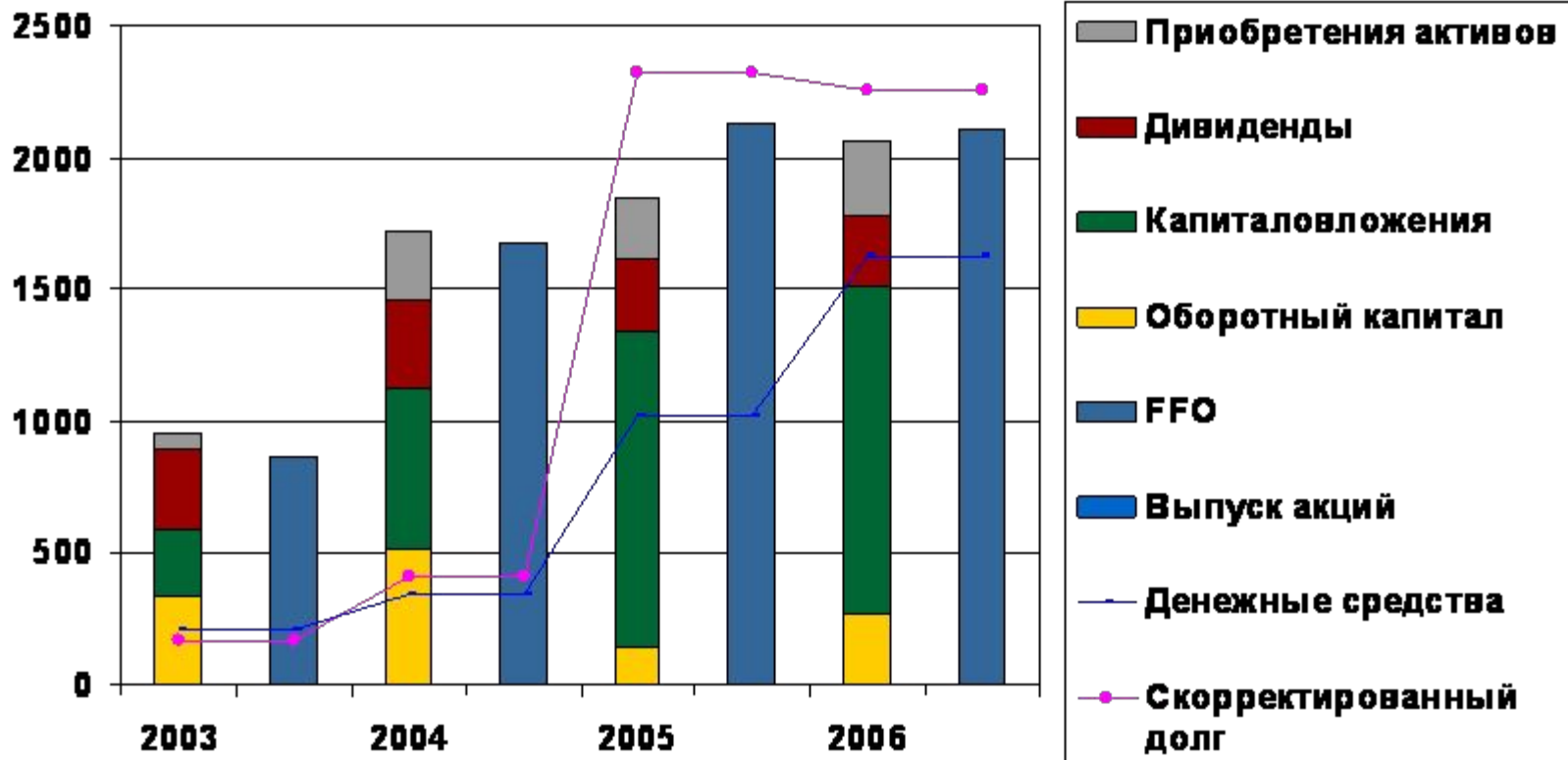
- **Высокий свободный денежный поток и поступления от размещения акций помогут финансировать капиталовложения**

Прогноз рейтинга: основные факторы

- **Возможности повышения рейтинга, если ММК успешно осуществит стратегию диверсификации**

**STANDARD  
& POOR'S**

Северсталь: источники и использование средств



Бизнес-риск

**Ниже  
среднего**

Финансовый риск

**Агрессивный**

Гибкость

*Низкая**Высокая*

Сильные стороны

- Крупнейший производитель стали на растущем рынке России
- Высокая степень интеграции в добычу сырья, низкие издержки
- Рост географической диверсификации
- Высокие денежные потоки и низкий финансовый рычаг
- Улучшение корпоративного управления

Слабые стороны

- Масштабные планируемые капиталовложения
- Преимущественно стандартизованная продукция
- Циклическая, капиталоемкая и конкурентная стальная отрасль
- Страновые риски России

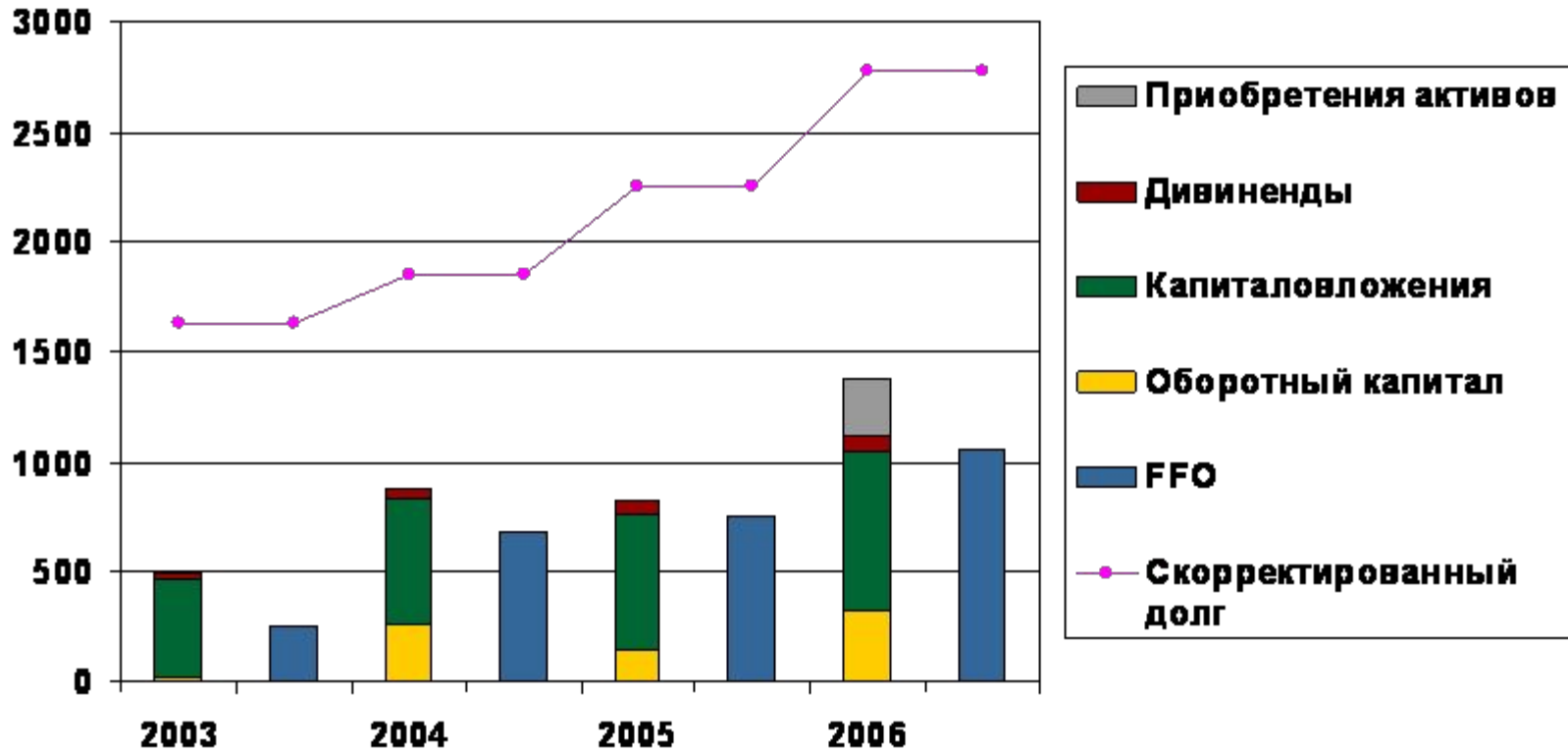
Краткосрочные факторы

- Существует некоторый потенциал повышения долга за счет роста капиталовложений и приобретения активов среднего размера

Прогноз рейтинга: основные факторы

- Уровень долга останется низким вследствие высоких денежных потоков
- В центре внимания - инвестиции: размер и качество приобретений, интеграция, капиталовложения

АЛРОСА: источники и использование средств, млн долл.



Бизнес-риск

**Ниже  
среднего**

Финансовый риск

**Агрессивный**

Гибкость



Низкая

Высокая

Сильные стороны

- Второй в мире производитель алмазов
- Сравнительно стабильный рынок алмазов
- Значительные запасы высококачественного сырья

Слабые стороны

- Чрезвычайно высокие потребности в капиталовложениях уменьшают свободный денежный поток
- Значительный уровень долга, который вряд ли снизится в ближайшие годы
- Суровые условия деятельности и сложная логистика в Сибири
- Институциональные риски России

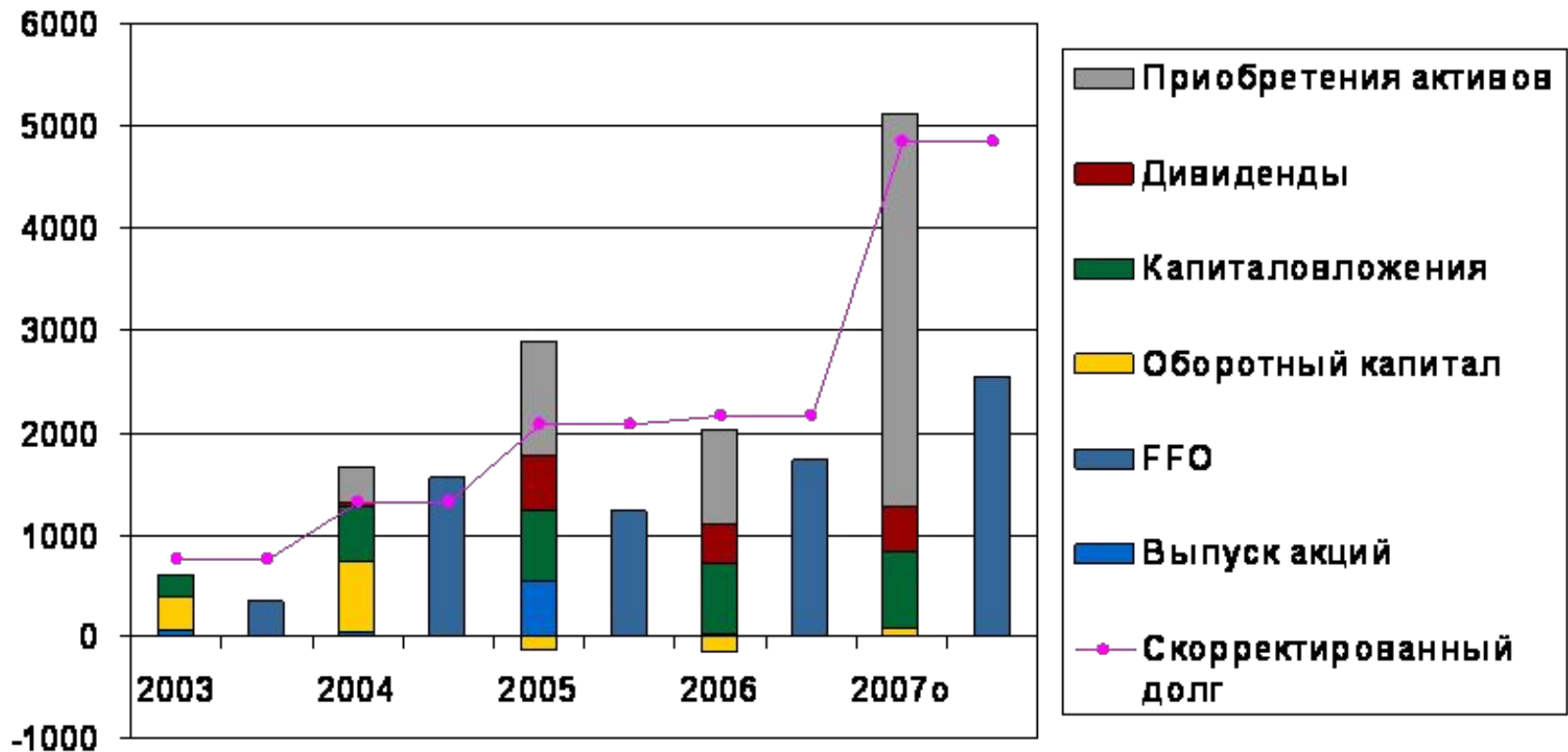
Краткосрочные факторы

- Изменения в акционерной структуре (федеральное правительство получает контроль)
- «Полюс» и др. возможные приобретения

Прогноз рейтинга: основные факторы

- Когда федеральное правительство получит контроль, поддержка государства может быть включена в рейтинг (в зависимости от стратегии)
- Крупные приобретения в рейтинг не заложены

Евраз: источники и использование средств, млн долл.



В 2007 г. приобретения Oregon Steel Mills и «ЮжКузбассУгля» существенно увеличили уровень долга.

Бизнес-профиль

Ниже среднего

Финансовый  
профиль

Агрессивный

Гибкость



Низкая

Высок.

Сильные стороны

- Второй по величине производитель стали в России
- Сильные позиции на отечественном рынке, благоприятная ситуация на рынке
- Улучшение географической диверсификации
- Низкие издержки как результат вертикальной интеграции
- Высокие денежные потоки

Слабые стороны

- Уровень долга выше, чем у конкурентов, вследствие агрессивной финансовой политики
- Преимущественно стандартизованная продукция
- Цикличность, капиталоемкость отрасли, высокая конкуренция в ней
- Страновые риски России

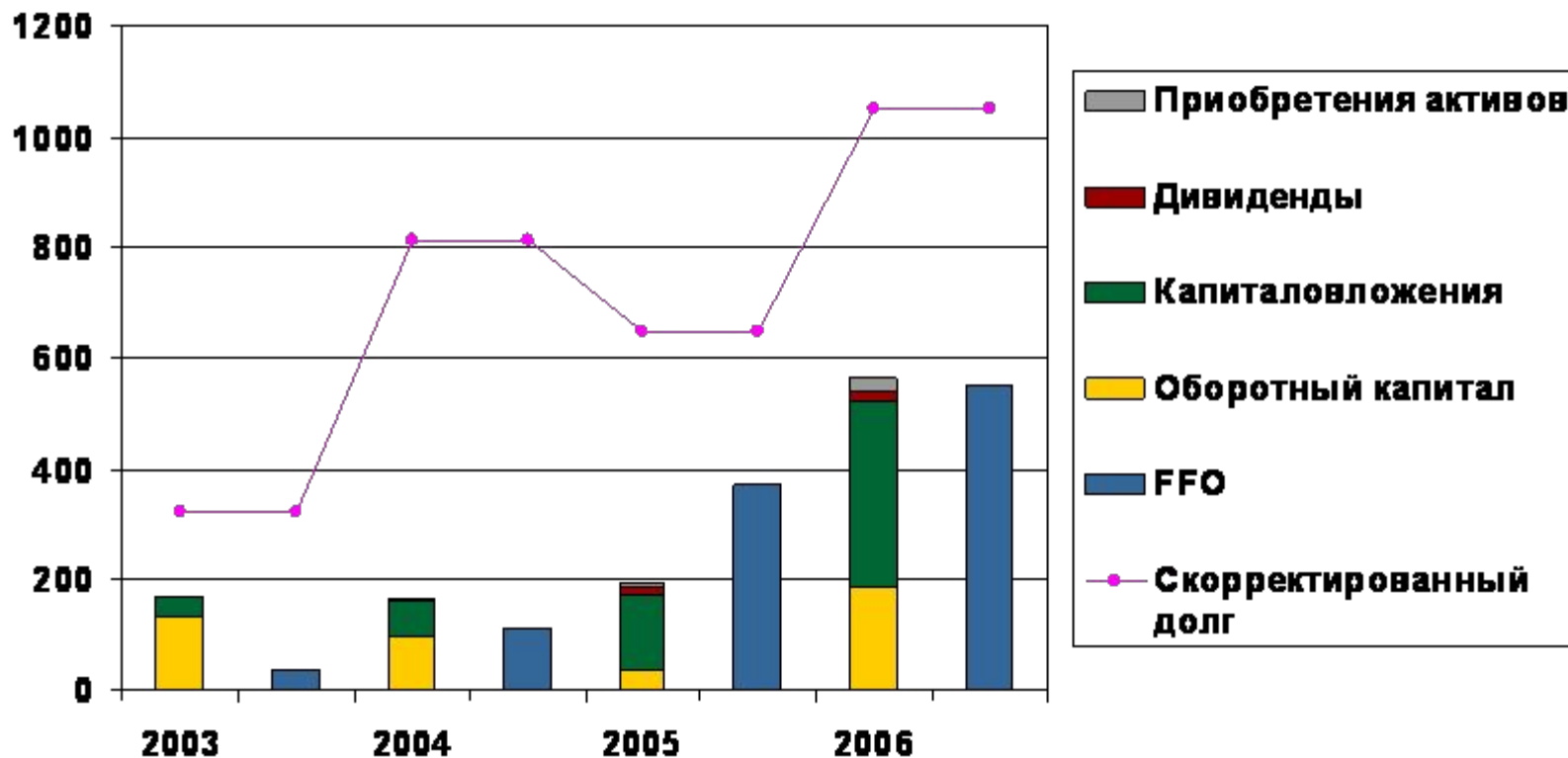
Краткосрочные факторы

- Ликвидность: рефинансирование займа в размере \$1.8 млрд долл. на покупку Oregon Steel Mills

Прогноз рейтинга: основные факторы

- Возможно повышение на одну ступень, если уровень долга будет существенно ниже целевого, установленного финансовой политикой, за счет средств, генерируемых основной деятельностью

ТМК: источники и использование средств, млн долл.





## Бизнес-профиль

**Ниже  
среднего**

Финансовый  
профиль

**Агрессивный**

## Гибкость



*Низкая*

*Высокая*

## Сильные стороны

- Сильные позиции на российском трубном рынке
- Благоприятная ситуация на рынке бесшовных труб
- Диверсифицированная база активов

## Слабые стороны

- Амбициозная программа капиталовложений
- Волатильная прибыль
- Высокий краткосрочный долг
- Короткая история в качестве консолидированной группы

## Краткосрочные тенденции

- Дивидендные выплаты увеличатся в соответствии с целевым уровнем в 25%
- Слияния, поглощения

## Прогноз рейтинга

- Высокий спрос будет способствовать высокой прибыльности
- Возможности повышения рейтинга зависят от успешности реализации инвестиционной программы
- Крупные сделки по слияниям и поглощениям рассматриваются как риск отдельного события

---

- **Вопросы и ответы**

**СПАСИБО!**

# Контактная информация

---

**Елена Ананькина**

**Аналитический директор**

**Группы «Корпоративные рейтинги»**

**Тел.: +7 (495) 783 4130**

**E-mail: [elena\\_anankina@standardandpoors.com](mailto:elena_anankina@standardandpoors.com)**

[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

[www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)