STANDARD
&POOR'S

# Динамика кредитоспособности российских нефтегазовых, горнодобывающих и металлургических компаний

Елена Ананькина,
Аналитический директор,
Корпоративные рейтинги

Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.
Copyright (c) 2006 Standard & Poor's, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.

The McGraw·Hill Companies

# Основные вопросы

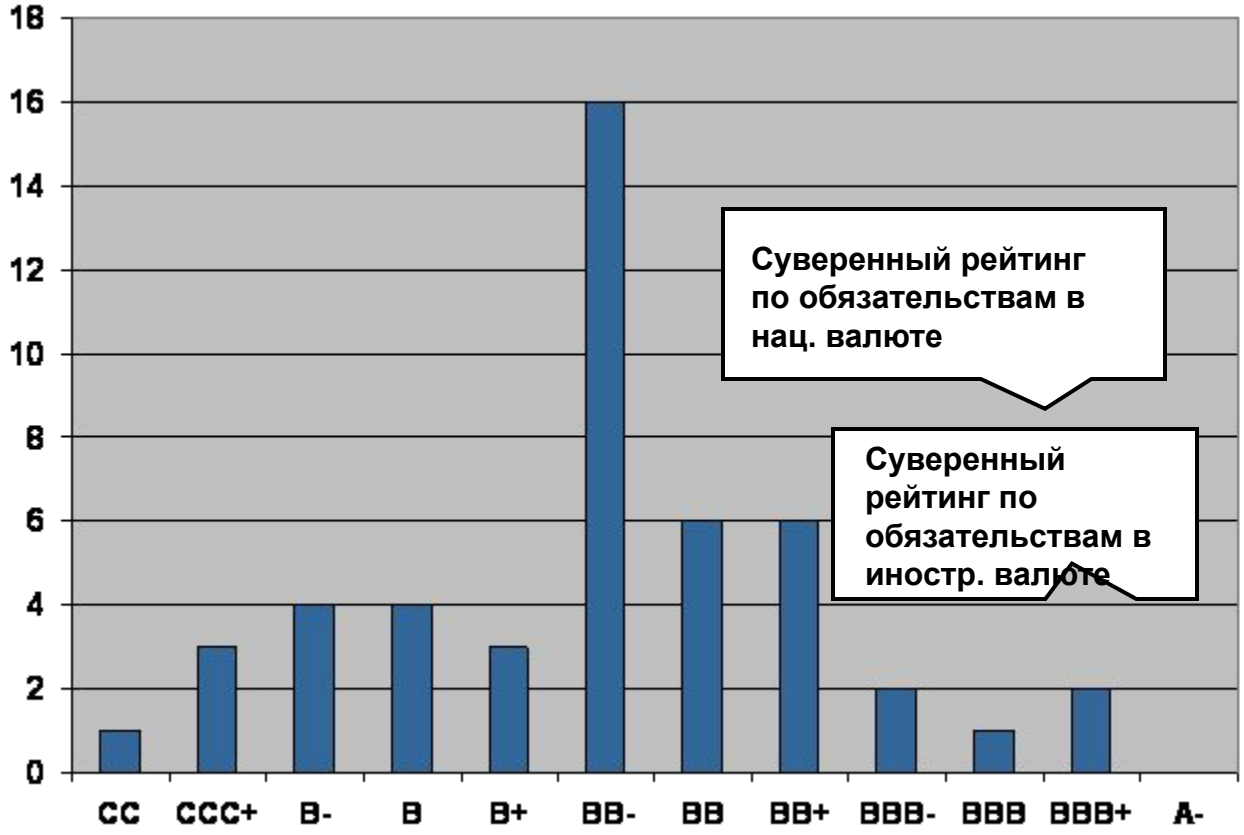
- **Рейтинги Standard & Poor's в России**
- **Основные факторы, влияющие на кредитоспособность российских нефтегазовых компаний**
  - Страновые риски, усиление роли государства
  - Налоги и прибыль
  - Динамика ситуации в газовой отрасли
  - Финансовые вопросы
- **Основные факторы, влияющие на кредитоспособность 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**

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



STANDARD &POOR'S

# Корпоративные рейтинги в России




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



STANDARD &POOR'S

# Нефтегазовый сектор

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

# Рейтинги нефтегазовых компаний России

| Компания | Рейтинг | Бизнес-профиль | Финансовый профиль | Рейтинговая методика |
|---|---|---|---|---|
| Транснефть | BBB+/ Стабильный | Удовлетво-рительный | Средний | Собственные характеристики кредитоспособности + 2 ступени за чрезвычайную поддержку государства |
| Газпром | BBB/ Стабильный | Удовлетво-рительный | Агрессивный | Собственные характеристики кредитоспособности + 2 ступени за чрезвычайную поддержку государства |
| ЛУКОЙЛ | BBB-/ Стабильный | Удовлетво-рительный | Средний | Собственные характеристики кредитоспособности |
| Роснефть | BB+/ Позитивный | Удовлетво-рительный | Агрессивный | Собственные характеристики кредитоспособности + 1 ступень за чрезвычайную поддержку государства |
| Газпром Нефть | BB+/ Позитивный | Ниже среднего | Агрессивный | Рейтинг материнской компании – 2 ступени |
| ТНК-ВР | BB+/ Стабильный | Удовлетво-рительный | 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.

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**

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

# 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**

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

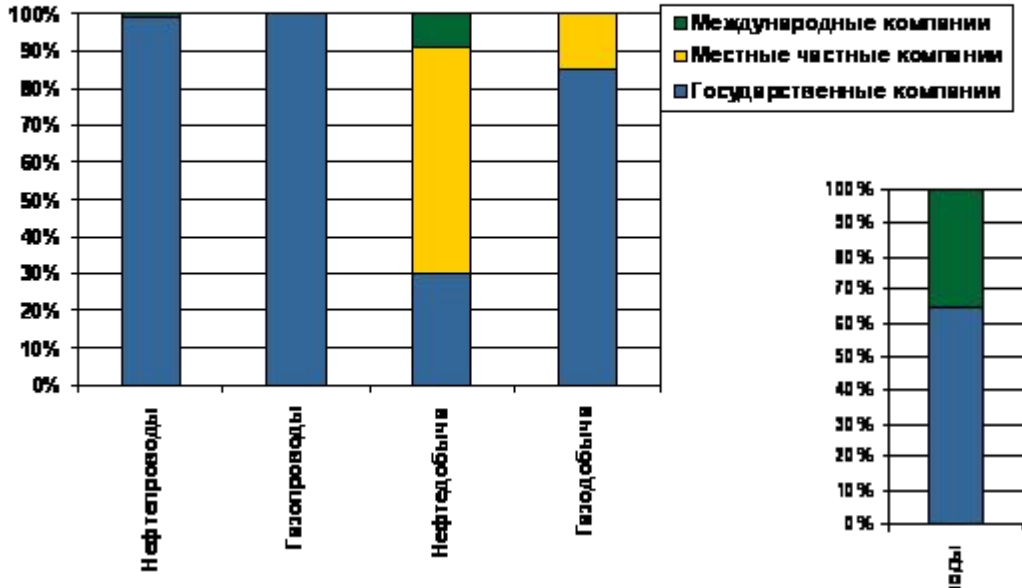


STANDARD &POOR'S

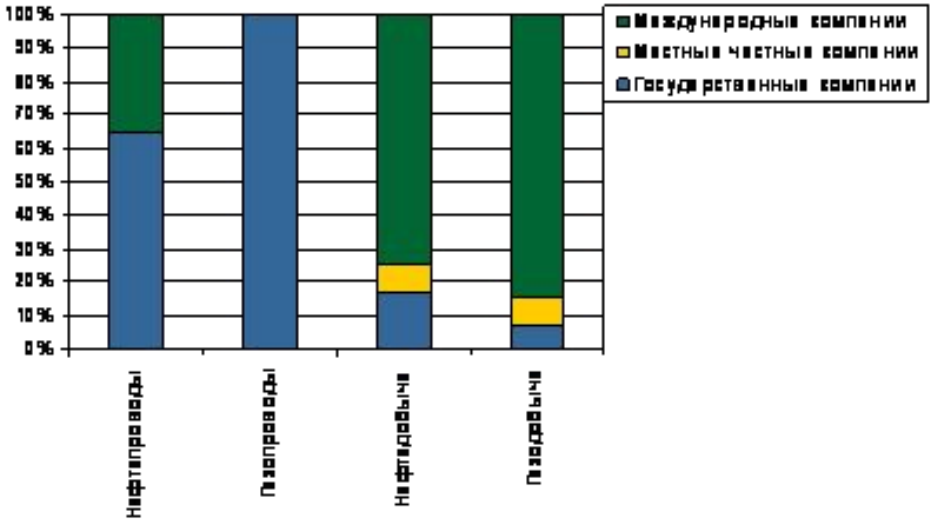
# Укрепление роли государства – основной фактор, влияющий на рейтинги нефтегазовых компаний всего мира

- 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:




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

# 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)

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



STANDARD &POOR'S

# … 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 необязательно 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

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

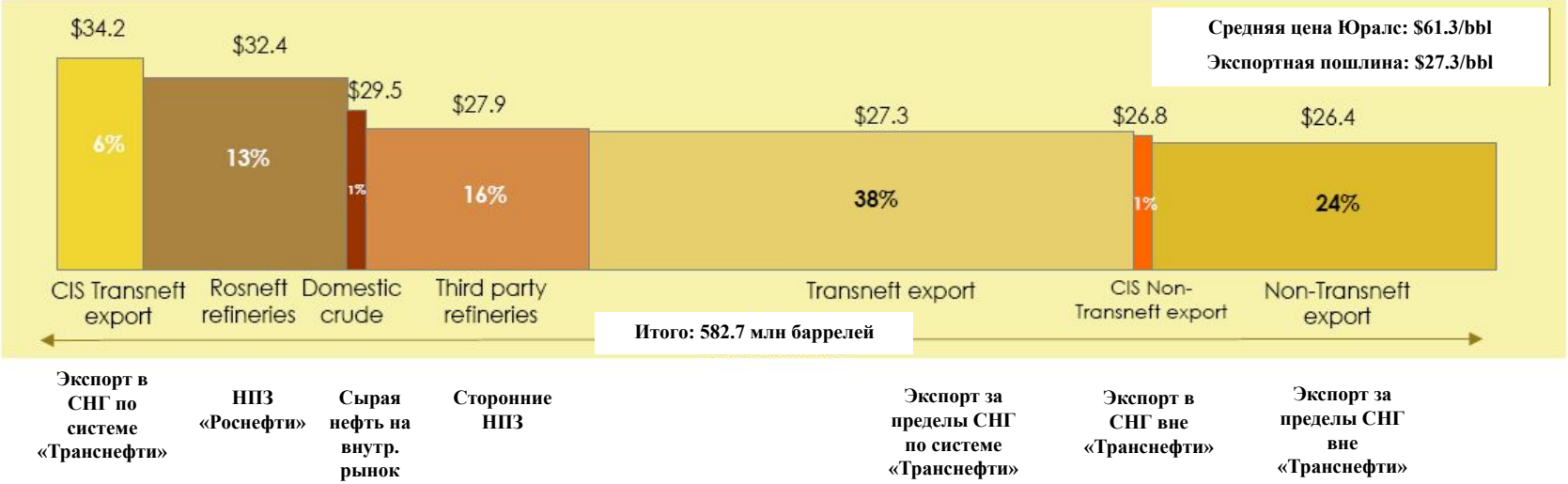


STANDARD &POOR'S

# 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

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



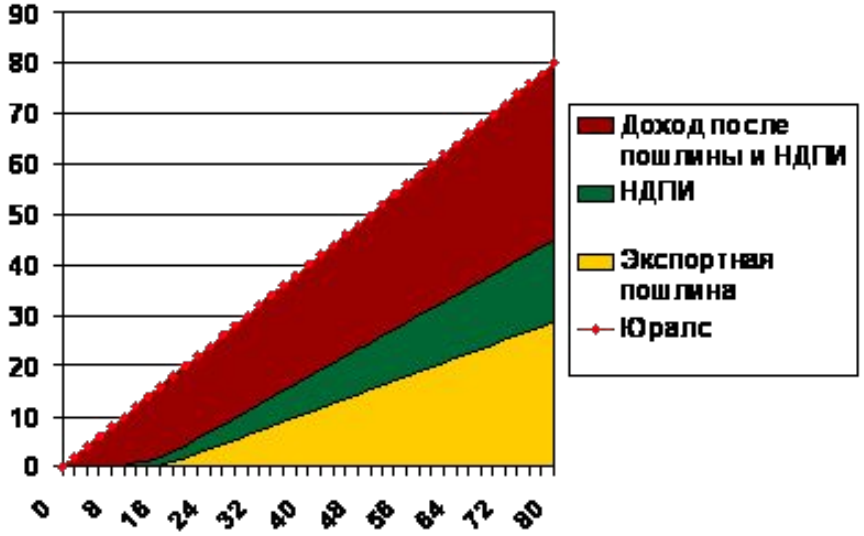
STANDARD &POOR'S

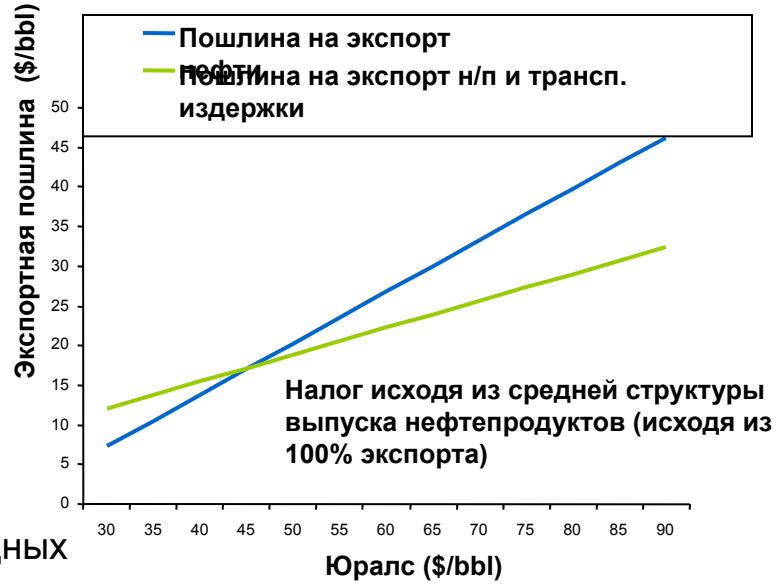
# Доходность нефтедобычи: основной вопрос - налоги

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?



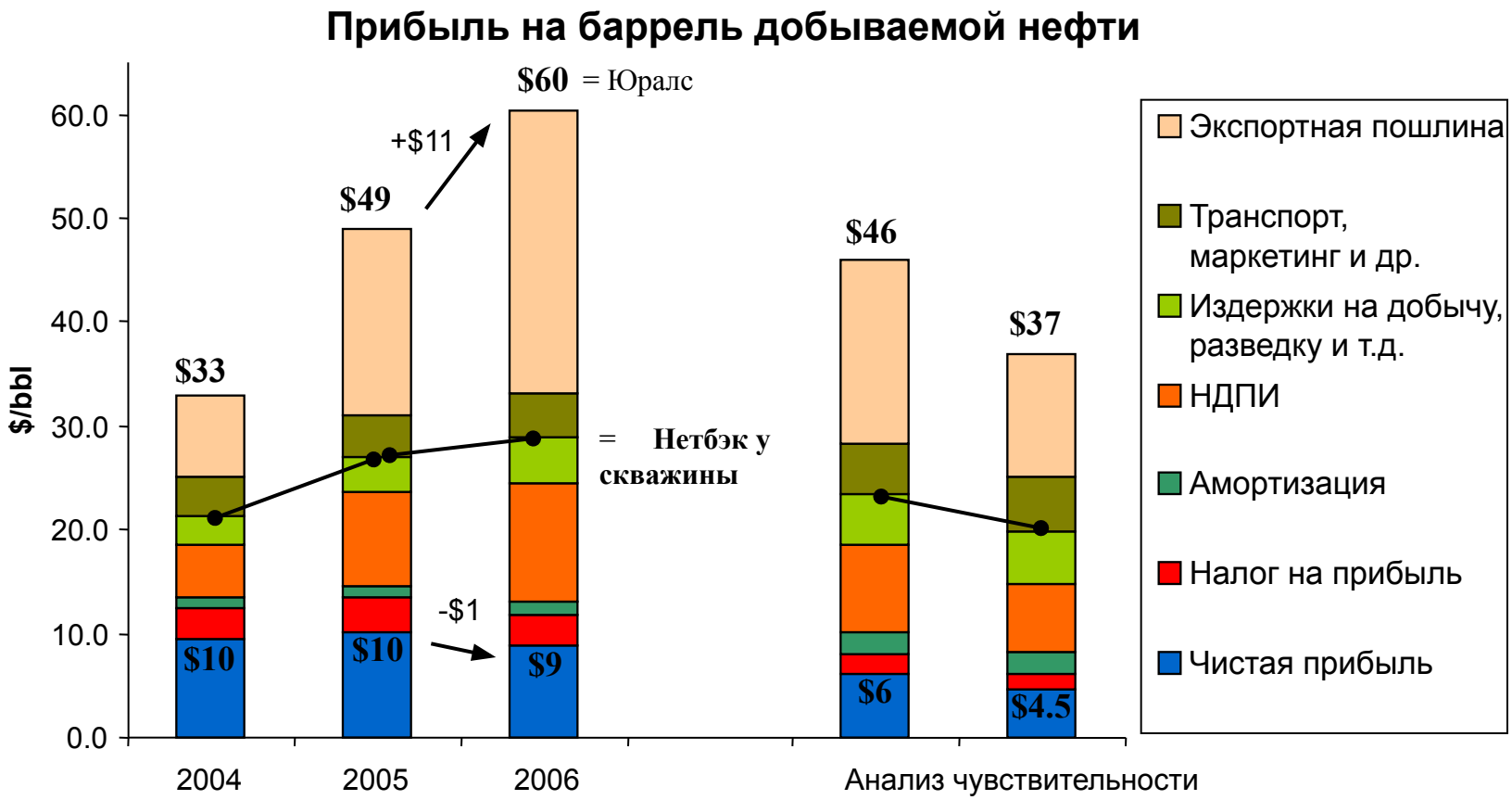

- EBITDA на баррель гораздо ниже, чем у международных компаний
- Естественный хедж: ставки налогов и пошлин привязаны к цене нефти «Юралс»
- НО: устойчивость налоговой системы не была проверена в условиях действительно низких цен на нефть

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



STANDARD &POOR'S

# Доходность нефтедобычи снижается из-за колоссальной инфляции издержек




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

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



STANDARD &POOR'S

# Почему растут издержки?

- **Укрепление рубля толкает издержки вверх:**

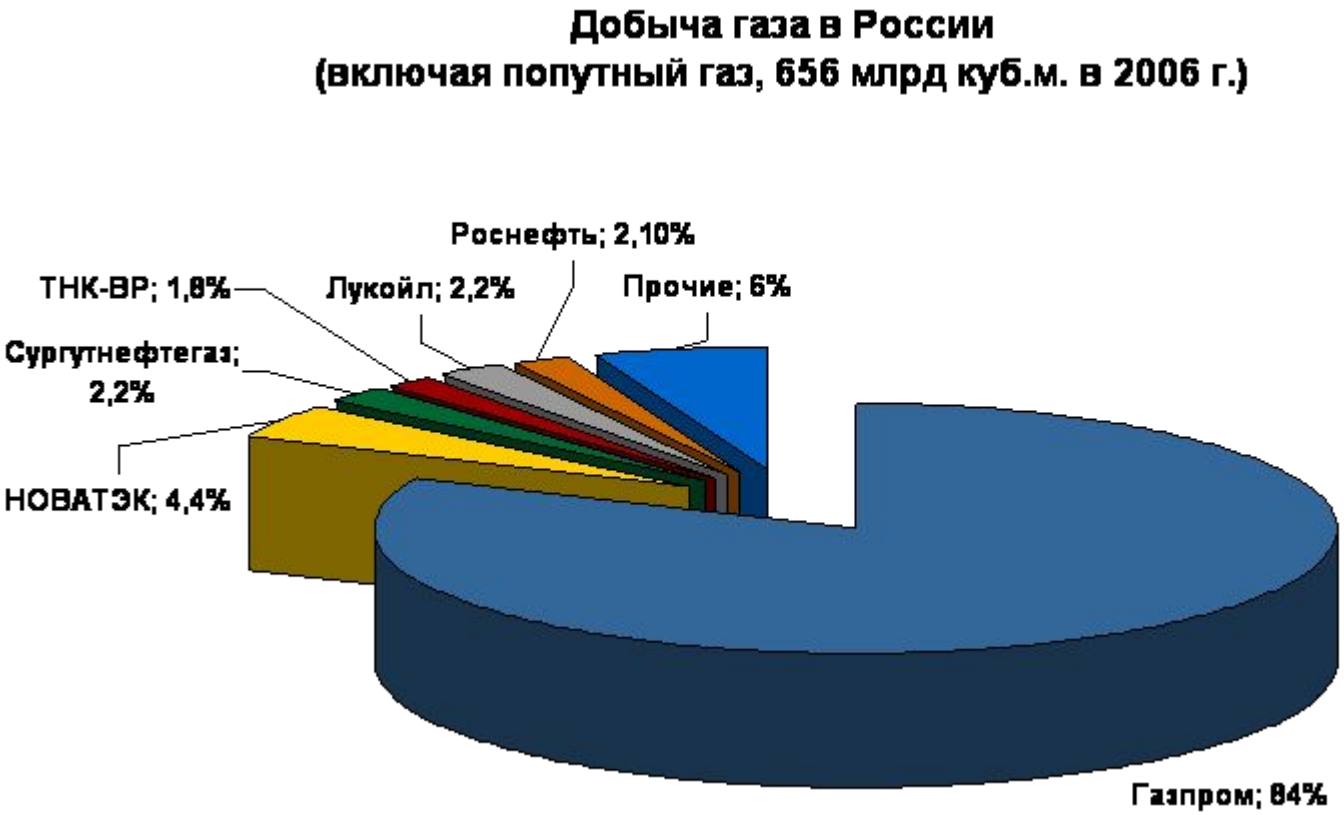
| | 2006 | 2005 | 2004 |
|---|---|---|---|
| USD/RUR, конец года | 26.33 | 28.78 | 27.75 |
| USD/RUR, в среднем | 27.14 | 28.31 | 28.81 |
| Индекс потребительских цен | 9.7% | 12.7% | 10.9% |
| Реальное укрепление рубля по отношению к доллару | 16.0% | 5.1% | 14.6% |

- **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**

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

# Газ: совершенно другая картина




**«Газпром» : -** доминирующий производитель

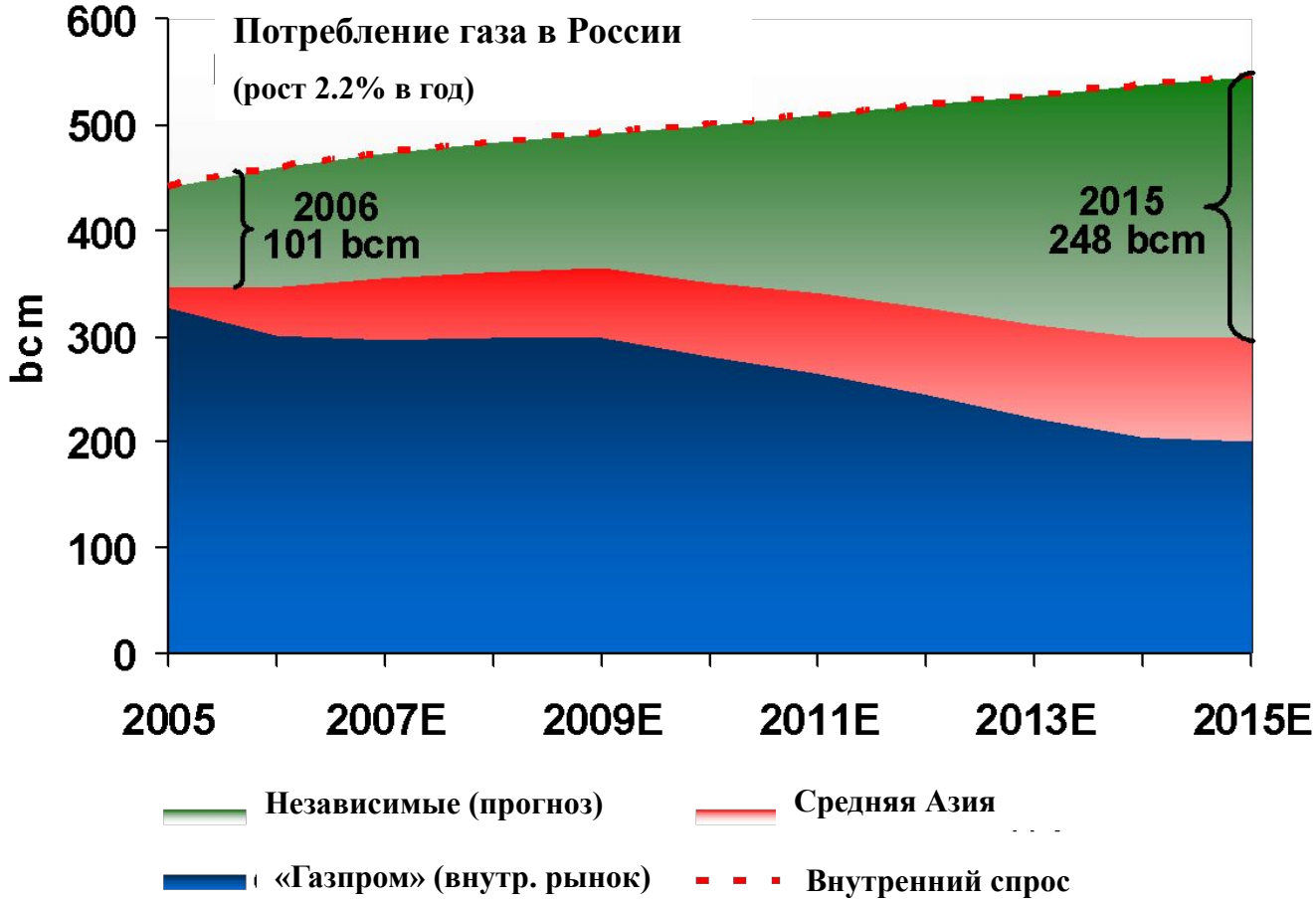
- собственник газопроводной системы страны
- монополист в сфере экспорта газа
  - ценовое регулирование на внутреннем рынке
  - доля государства 50.002% и ее сокращение не ожидается

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



STANDARD &POOR'S

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




*Источник: UBS, "Russian Gas", июль 2006*

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

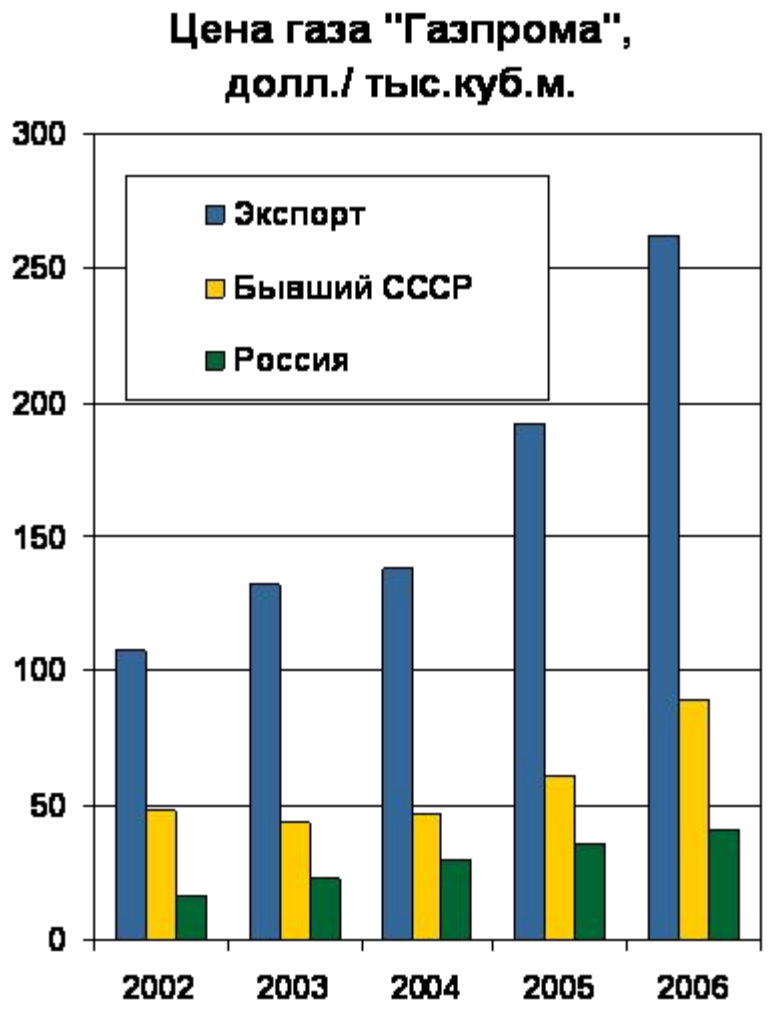
⇒ «Газпром» заинтересован в том, чтобы независимые производители (такие, как НОВАТЭК) снабжали газом внутренних потребителей, чтобы высвободить объемы для прибыльного экспорта

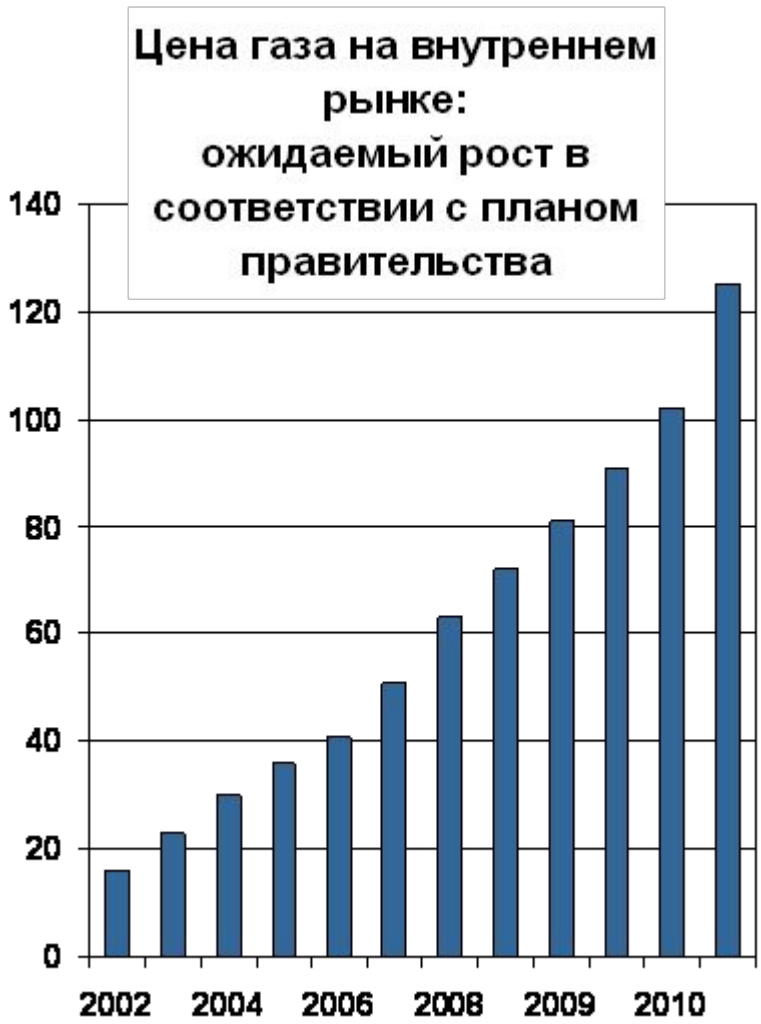
Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.



STANDARD &POOR'S

# Внутренние цены на газ пока низкие, но будут расти



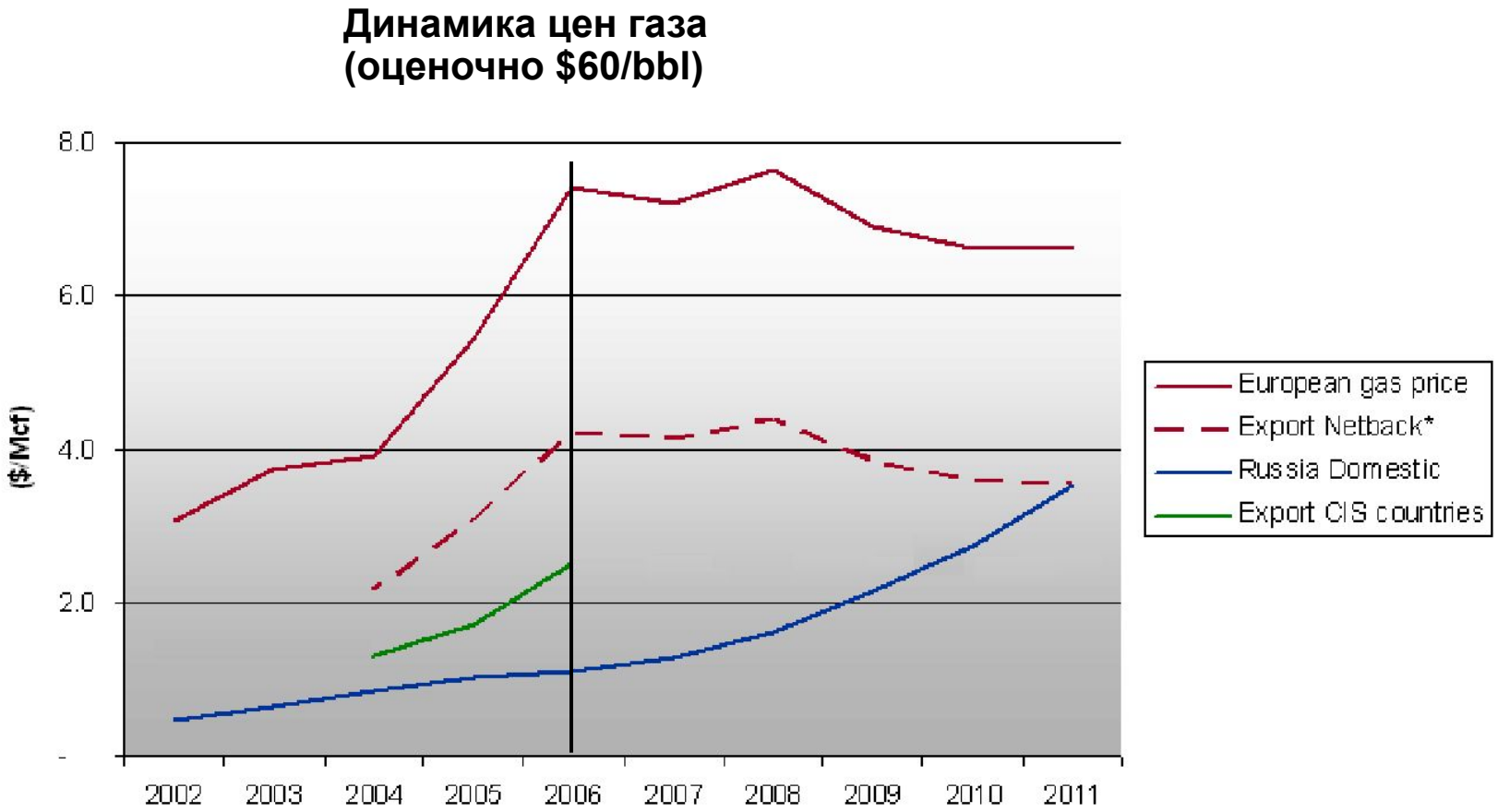




Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.



STANDARD &POOR'S

# Газ: внутренние цены будут расти до уровня равнодоходности с экспортом




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

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

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

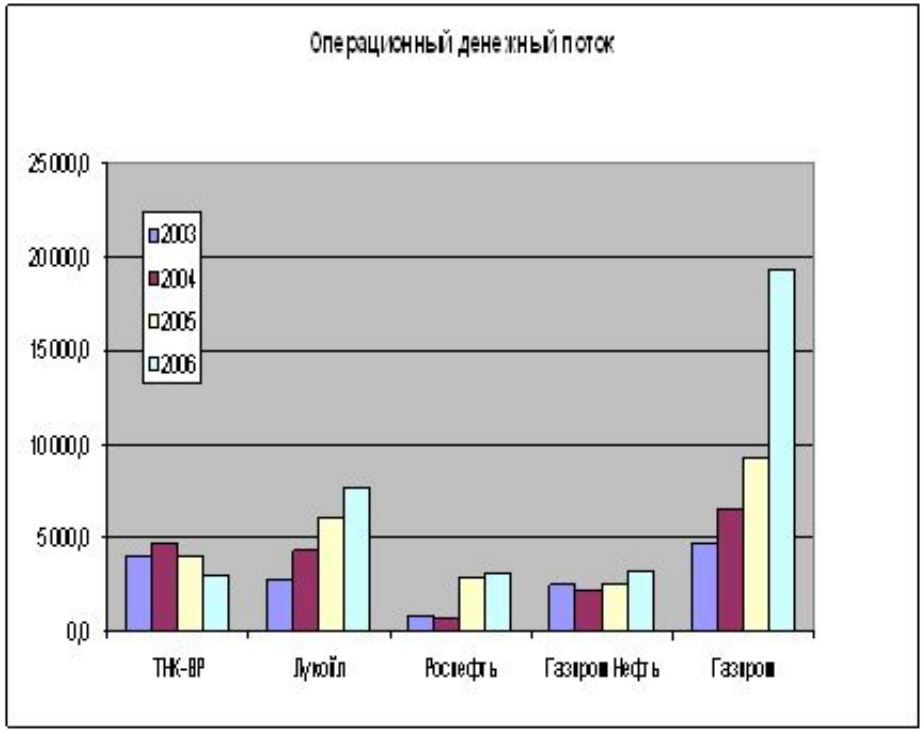
- **Факты:**
  - 46% российской электроэнергетики работает на газе
  - 11% акций РАО ЕЭС, принадлежащие «Газпрому», будут обмениваться на акции генерирующих компаний (ОГК-2, ОГК-6)
  - Контрольный пакет в «Мосэнерго», плюс другие приобретения => «Газпрому» уже принадлежит около 20% мощностей генерации 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

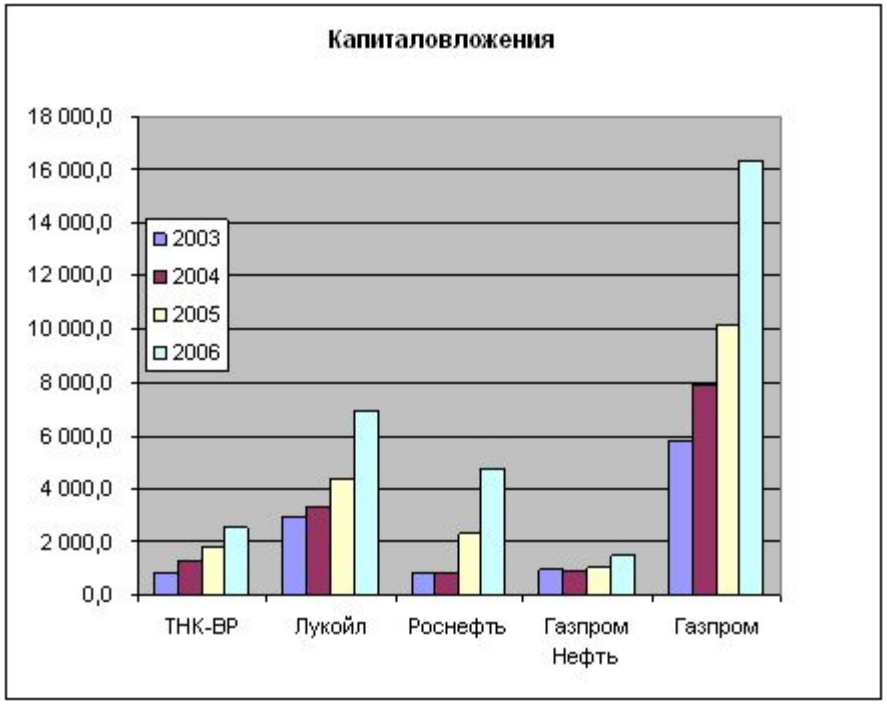
Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.



STANDARD &POOR'S

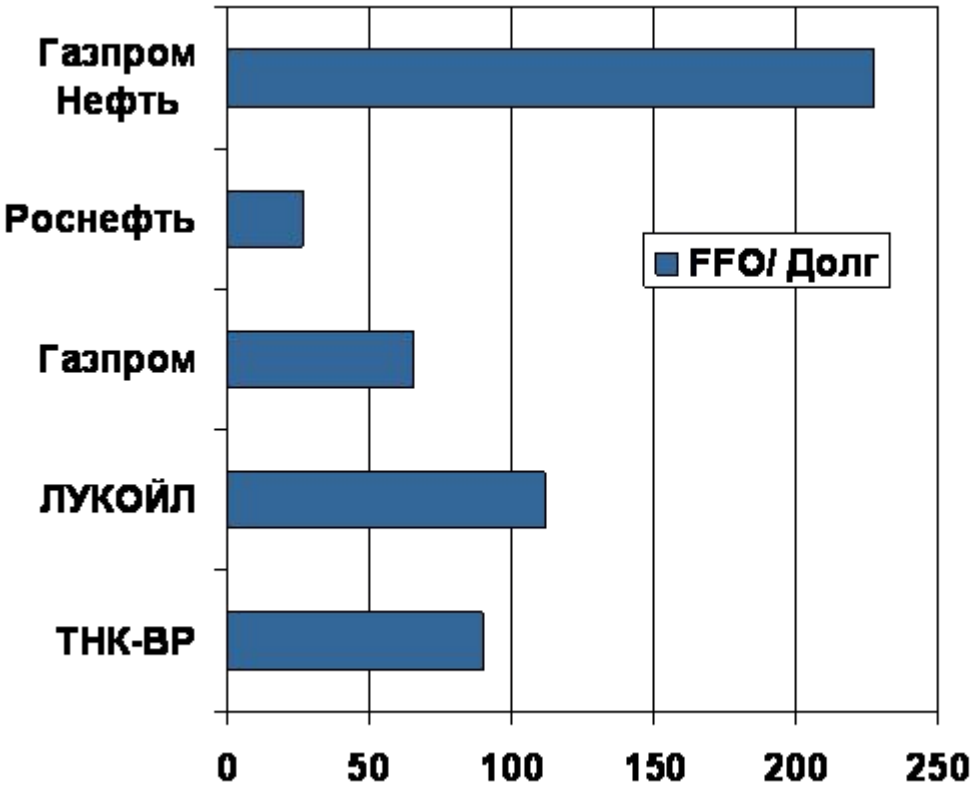
# Тем временем рост капиталовложений сокращает свободный денежный поток в отрасли




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

# 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%)

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



STANDARD &POOR'S

# 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

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



STANDARD &POOR'S

# Металлургия и горнодобывающая промышленность

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

# 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».

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



STANDARD &POOR'S

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

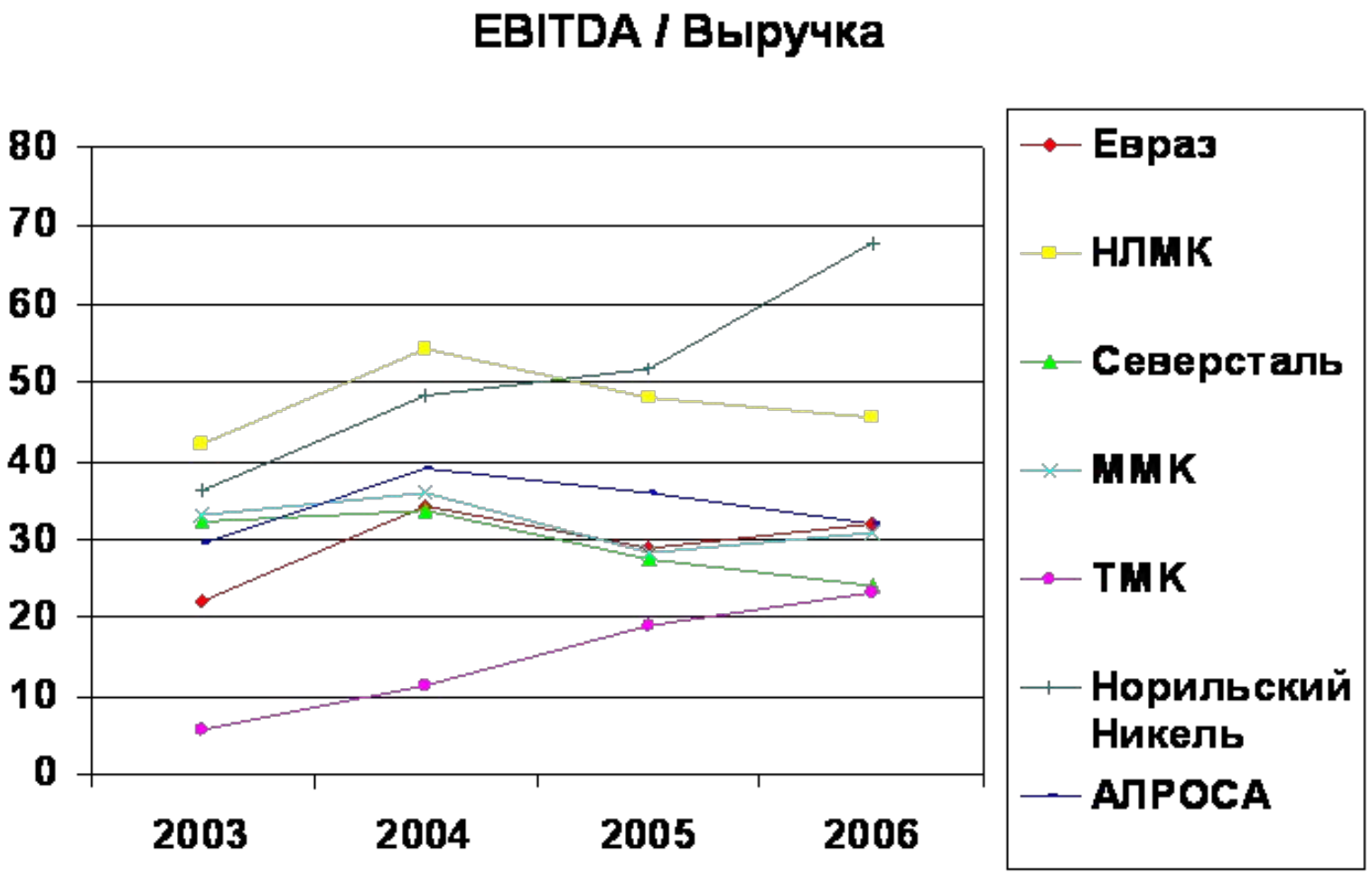
- **У компаний металлургической и горнодобывающей отрасли больше возможностей влиять на цены (рынки носят в большей степени местный характер)**
- **Компании горнодобывающей и металлургической отрасли менее стратегически значимы для государства, чем нефтегазовые =>**
    - Риск вмешательства государства 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»)**

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



STANDARD &POOR'S

# Стальная отрасль: высокая прибыльность – основной позитивный фактор



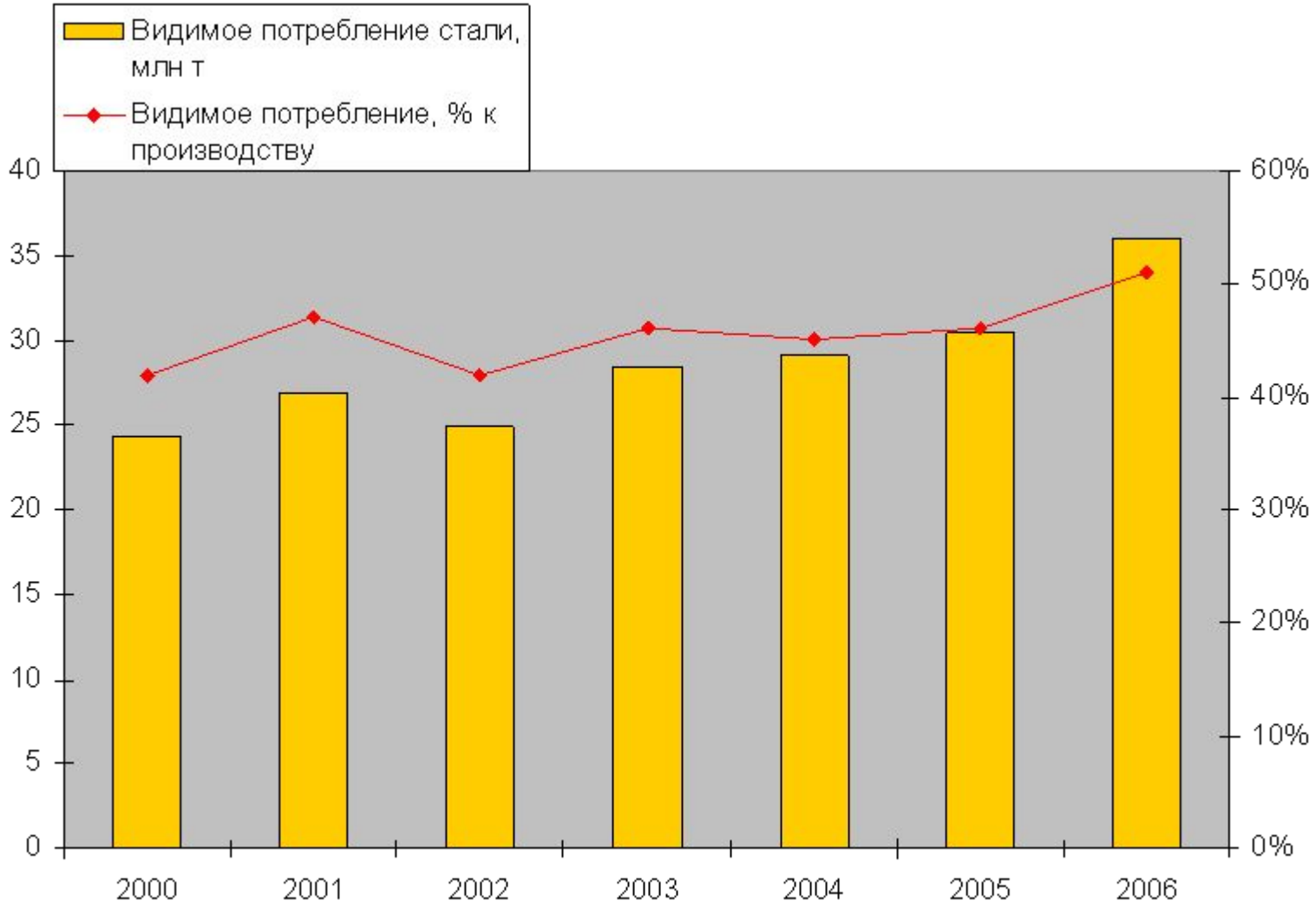

Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.

# Концентрация отрасли усиливает власть над ценами

… и еще выше в специализированных сегментах

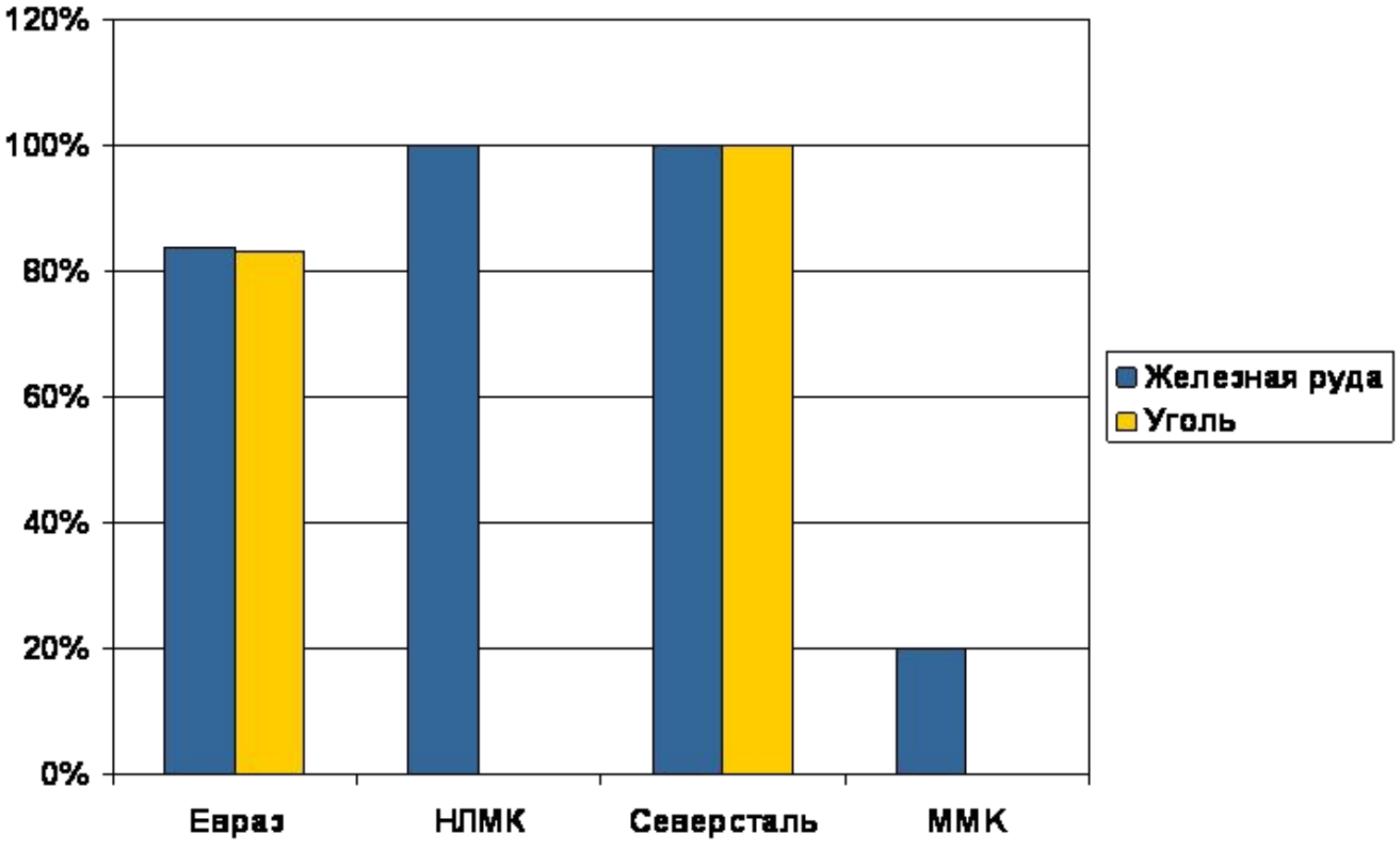
Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.

# … как и рост спроса на внутреннем рынке




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

# 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

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

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

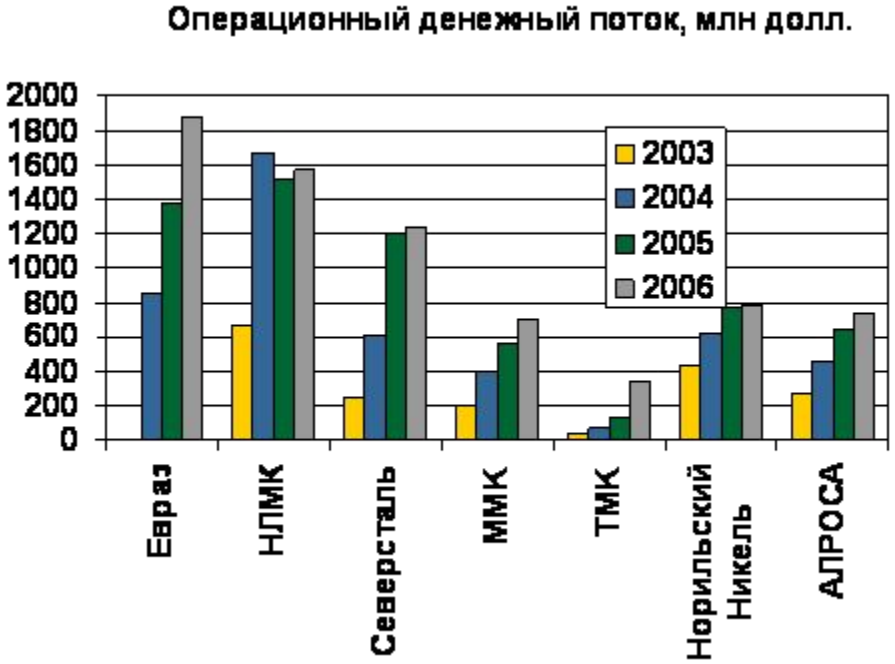
- **АЛРОСА:**
  - № 2 в мировой добыче алмазов
  - Богатые запасы
  - Но: только один вид продукции
  - Издержки растут из-за истощения запасов и укрепления рубля
- **«Норильский Никель»:**
  - № 1 в мировом производстве никеля (доля мирового рынка - 18%)
  - № 1 в производстве палладия (50%)
  - № 4 в производстве платины (13%)
  - № 9 в производстве меди (3%)
  - Диверсифицированная структура продаж
  - И чрезвычайно низкие издержки из-за высокого качества сырья

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



STANDARD &POOR'S

# Крупномасштабные инвестиции за счет собственных средств и привлечения задолженности




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



STANDARD &POOR'S

# 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**

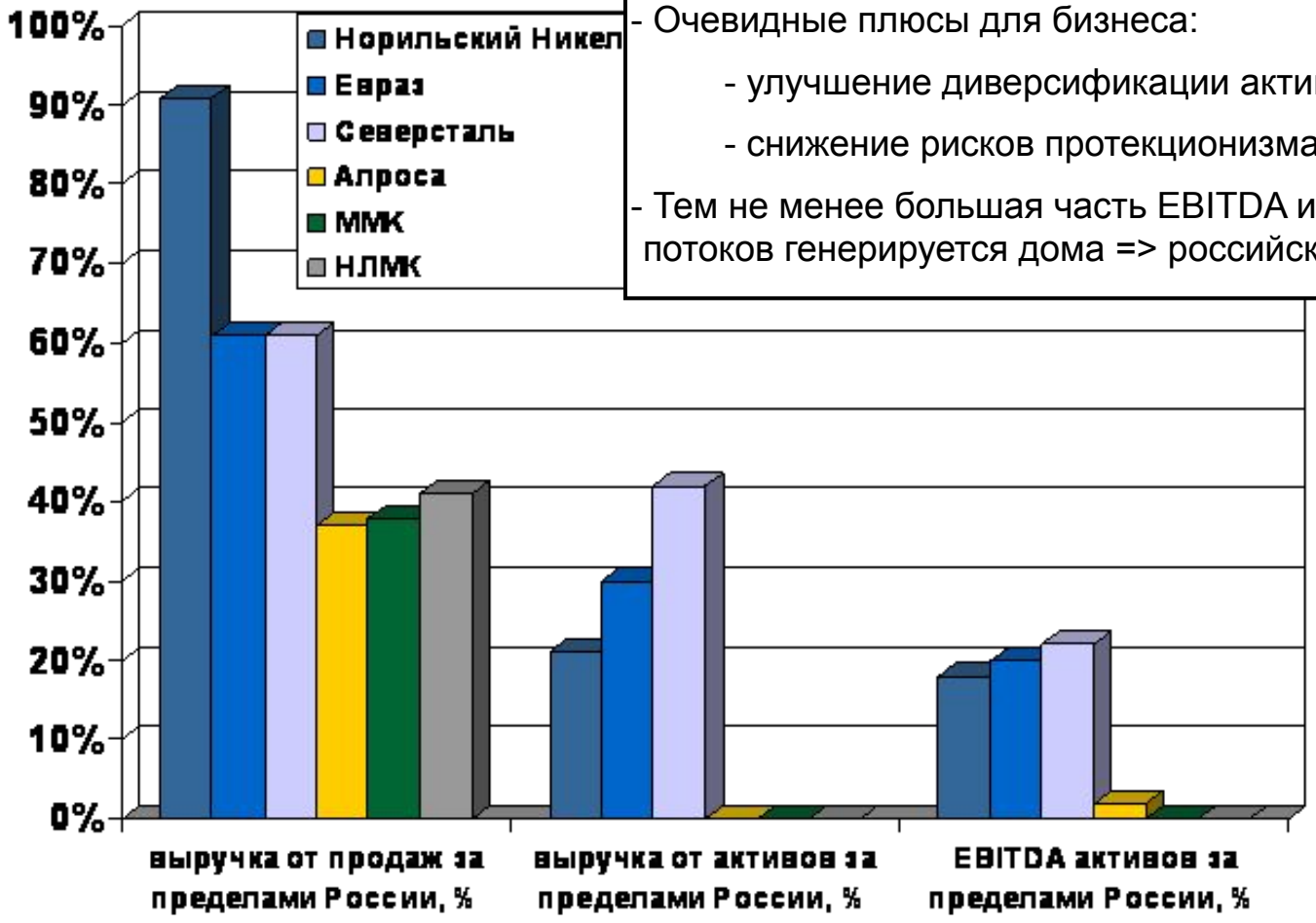
Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.



STANDARD &POOR'S

# 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




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



STANDARD &POOR'S

# 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

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



STANDARD &POOR'S

# Компании

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

# Газпром ▪ BBB/Стабильный/--

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



STANDARD &POOR'S

# Газпром ▪ BBB/ Стабильный/--

| |
|---|
| Бизнес-профиль |
| Удовлетвори-тельный |
| Финансовый профиль |
| Агрессивный |
| Гибкость |

| Низкая | Высокая |
|---|---|

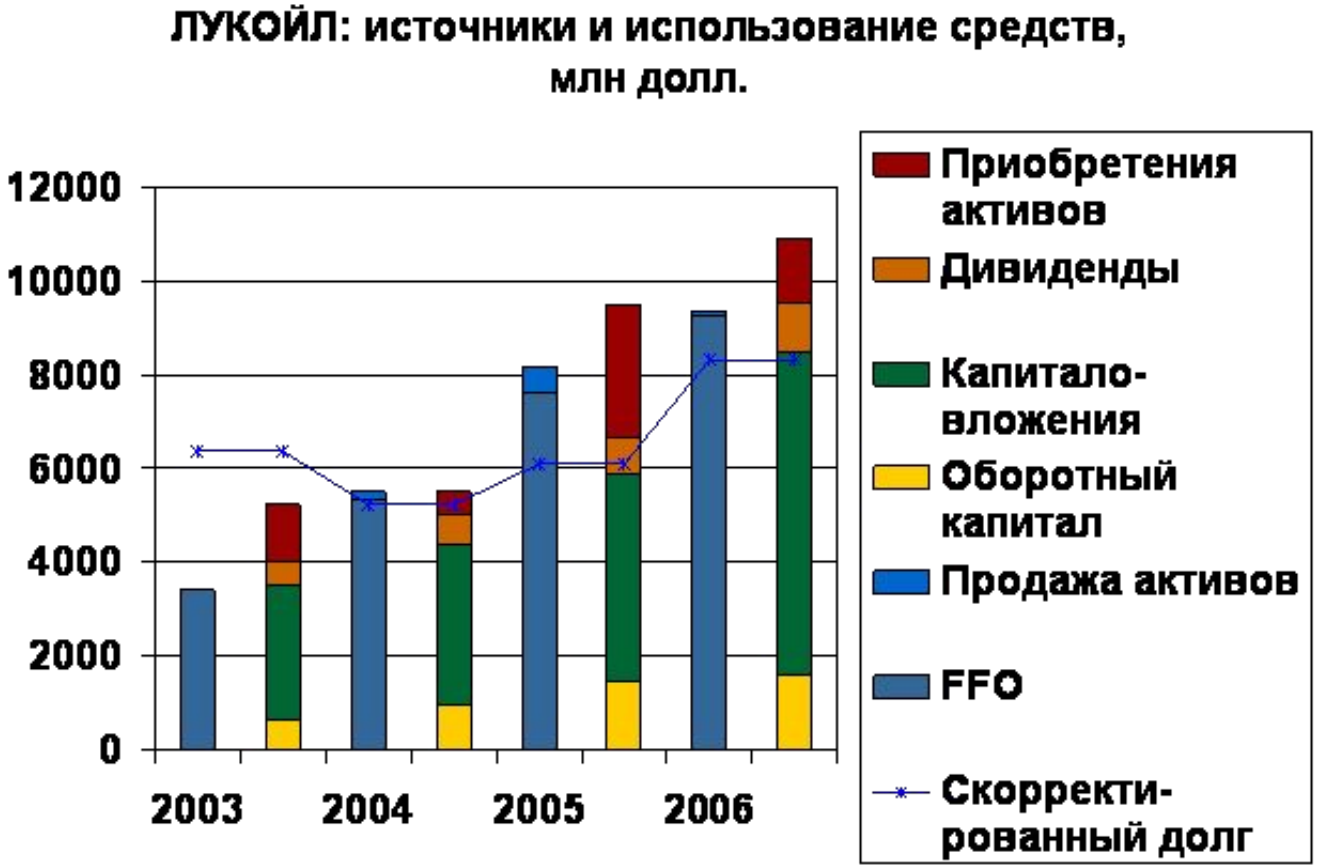
| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • Доля государства - 50.002%; значимая политическая роль<br>• Огромные запасы газа и преимущественный доступ к новым запасам, сотрудничество с партнерами<br>•Монополия в сфере транспорта и экспорта<br>• Ожидаемый рост внутренней цены на газ<br>• Рост прибыльного экспорта в Европу (с 28% - до 50%?) | • Стабильный профиль добычи<br>• Огромные потребности в инвестициях<br>• Амбиции в сфере приобретения активов<br>• Рост издержек<br>• Внутренние цены на газ (55% объемов продаж) на уровне, едва покрывающем издержки<br>• Крупнейший должник на развивающихся рынках |
| **Краткосрочные факторы** | **Прогноз рейтинга: основные факторы** |
| • Приобретение энергоактивов<br>• Значительные потребности в рефинансировании<br>•FFO/ Скорр. долг около 60% в 2007 г. | • Рост свободного денежного потока и умеренные аппетиты в сфере приобретений необходимы для улучшения собственной кредитоспособности<br>• Государственная поддержка по-прежнему в центре внимания |

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



STANDARD &POOR'S

# ЛУКОЙЛ ▪ BBB-/Стабильный/--




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



STANDARD &POOR'S

# ЛУКОЙЛ ▪ BBB-/ Стабильный/--

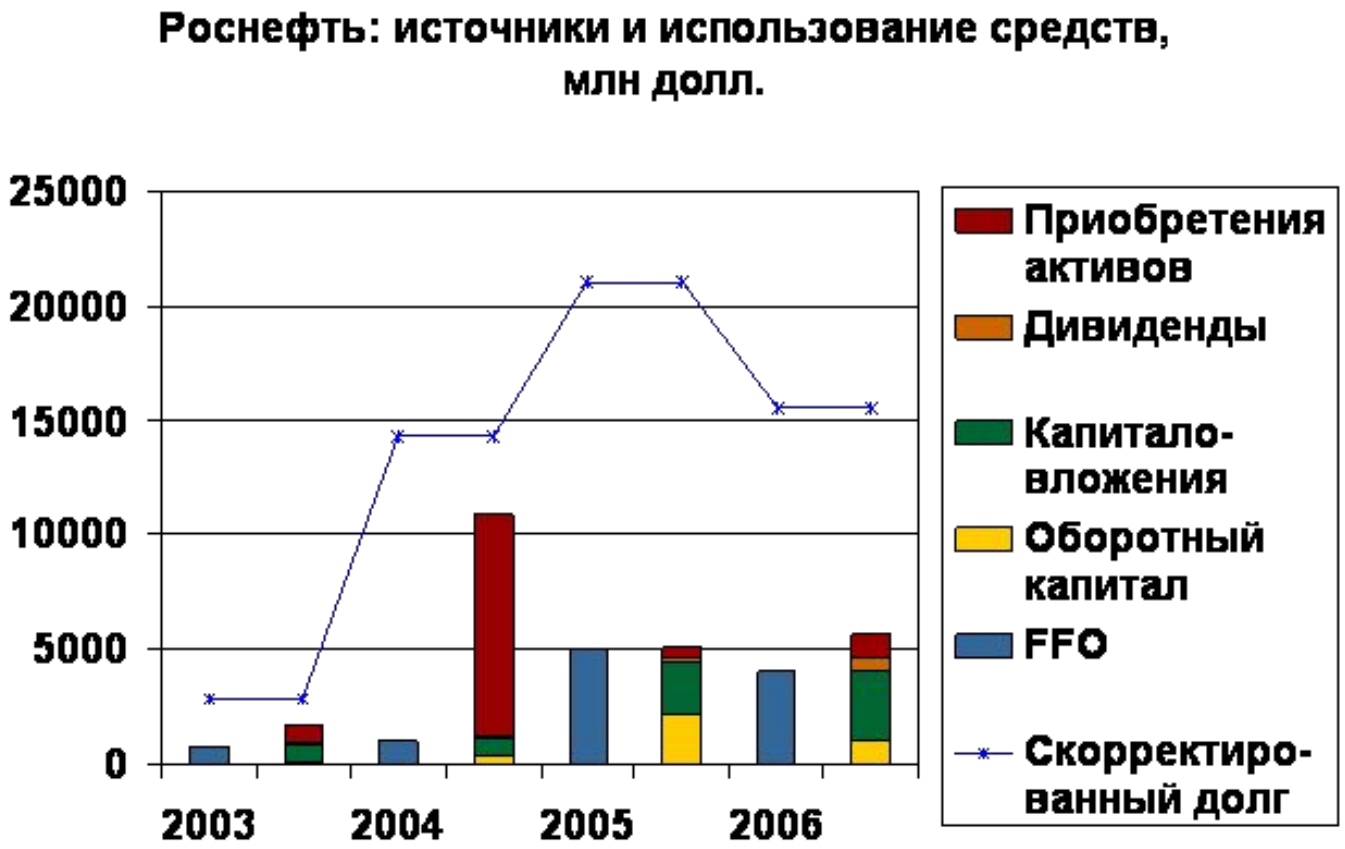
| Бизнес-профиль |
|---|
| **Удовлетвори-тельный** |
| Финансовый профиль |
| **Средний** |
| Гибкость |
| Низкая / Высокая |

| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • Развитый сегмент нефтепереработки<br>• Ожидаемый рост добычи на 6% в год<br>• Умение работать в условиях операционных и политических рисков России<br>• Корпоративное управление выигрывает за счет присутствия СОР в качестве миноритарного акционера | • Рост издержек<br>• Низкий свободный денежный поток (в прошлом и в будущем) вследствие амбициозной инвестиционной программы |
| **Краткосрочные факторы** | **Прогноз рейтинга: основные факторы** |
| • Ожидаемый коэффициент FFO/ скорр. долг >100% в 2007 г. | • по-прежнему успешная операционная деятельность<br>• финансовая политика (прежде всего в отношении долга и приобретений)<br>• страновой риск. |

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



STANDARD &POOR'S




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

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



STANDARD &POOR'S

# Роснефть ▪ BB+/ Позитивный/--

Бизнес-профиль

**Удовлетво-рительный**

Финансовый профиль

**Агрессивный**

Гибкость

***Низкая*** ***Высокая***

| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| •Государству принадлежит 75%, но роль в энергетической политике недостаточно четкая<br>• Рост добычи в 2006 г. на 8.3%; молодые активы<br>• Вертикальная интеграция после приобретения активов ЮКОСа в 2007 г.<br>• Огромная ресурсная база и привилегированный доступ к активам, сотрудничество с партнерами<br>• 2010 г.: целевой уровень соотношения долг / EBITDA - 1.0x | • 3-й крупнейший заемщик на развивающихся рынках (около 25 млрд долл. чистого долга ожидается на конец 2007 г.)<br>• Высокий краткосрочный долг (около 15 млрд долл.) после приобретения активов ЮКОСа<br>• Развитие в Восточной Сибири (ВСТО)<br>• Долг / EBITDA (pro-forma) ок.2,0-2,5x в 2007 г. |
| **Краткосрочные факторы** | **Прогноз рейтинга: основные факторы** |
| • Рефинансирование краткосрочного долга<br>• FFO/ Скорр. долг в 2007 г. около 25-30% | • Повышение рейтинга до инвестиционной категории после рефинансирования значительной части краткосрочного долга<br>• Потенциал повышения рейтинга в среднесрочной перспективе - в случае снижения долга, учитывая, что бизнес-профиль лучше, чем у сопоставимых компаний |

Permission to reprint or distribute any

# ТНК-ВР ▪ BB+/Стабильный/--

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



STANDARD &POOR'S

# ТНК-ВР ▪ BB+/Стабильный/B

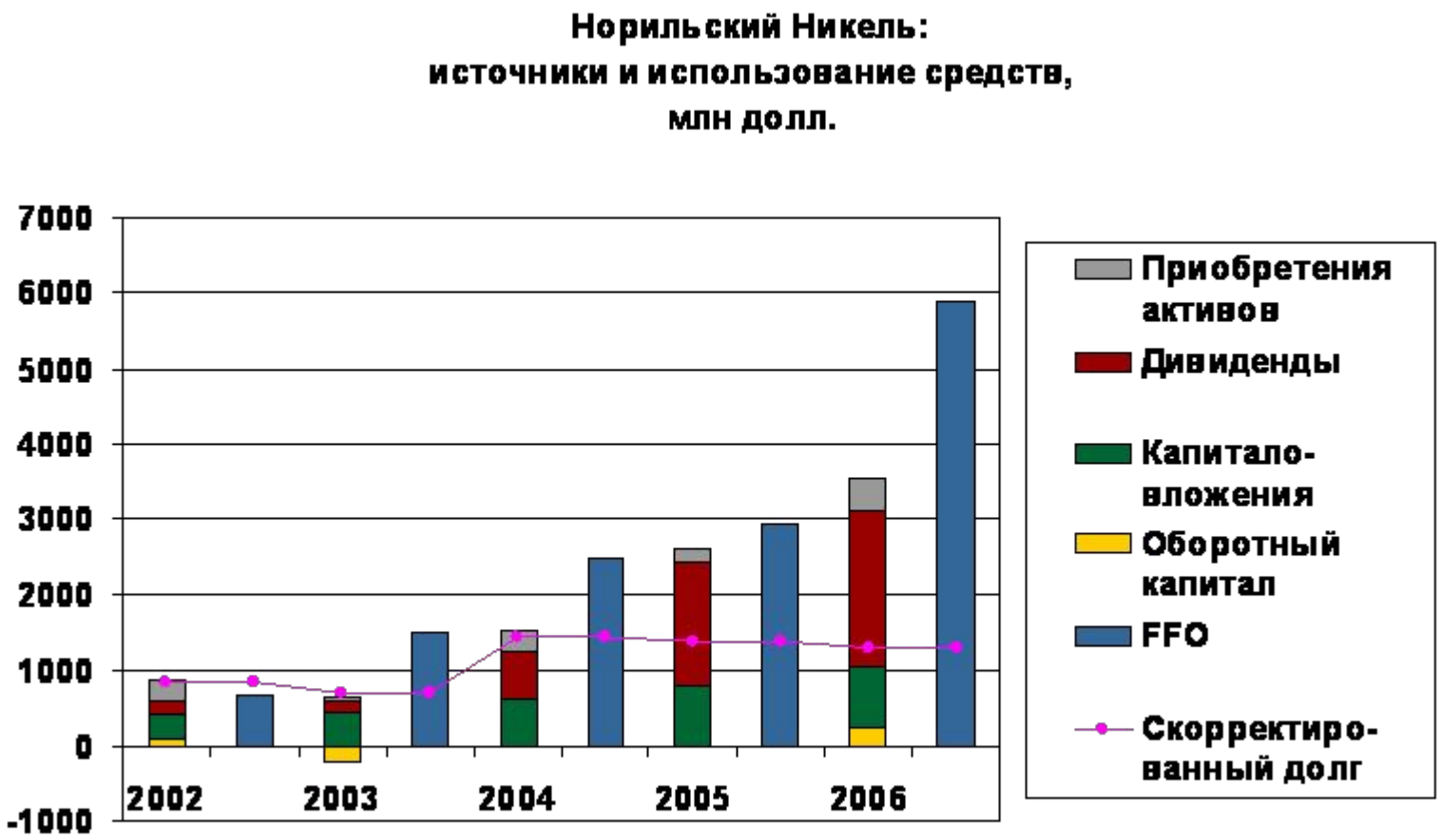
| Бизнес-профиль |
|---|
| **Удовлетво-рительный** |
| Финансовый профиль |
| **Средний** |
| Гибкость |
| **Низкая** / **Высокая** |

| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • Высокая прибыльность<br>• Исторически самый высокий денежный поток<br>• Менеджмент, прозрачность<br>• Структура собственности: операционная поддержка BP, рамочное соглашение с «Газпромом» | • Более зрелые активы ⇒ более высокие издержки<br>• Некоторая концентрация активов<br>• 50% акций, принадлежащих иностранному инвестору, - отличительная особенность ТНК-ВР, которая может увеличить страновой риск<br>• Умеренные перспективы роста в среднесрочном периоде |
| **Краткосрочные факторы** | **Прогноз рейтинга: основные факторы** |
| • Рейтинг учитывает возможность роста долга с учетом новой финансовой политики (максимум 50% по сравнению с 33% в июне 2007 г.)<br>• FFO/ долг в 2007 г. – около 85% | • Возможность повышения рейтинга до инвест. категории в среднесрочной перспективе зависит от эволюции долга, издержек<br>•Страновые риски играют ключевую роль, но после решения по Ковыкте не препятствуют рейтингу инвестиционной категории |

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



STANDARD &POOR'S




**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**

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



STANDARD &POOR'S

# Норильский Никель ▪ BBB-/Стабильный/--

Бизнес-профиль

**Удовлетво-рительный**

Финансовый профиль

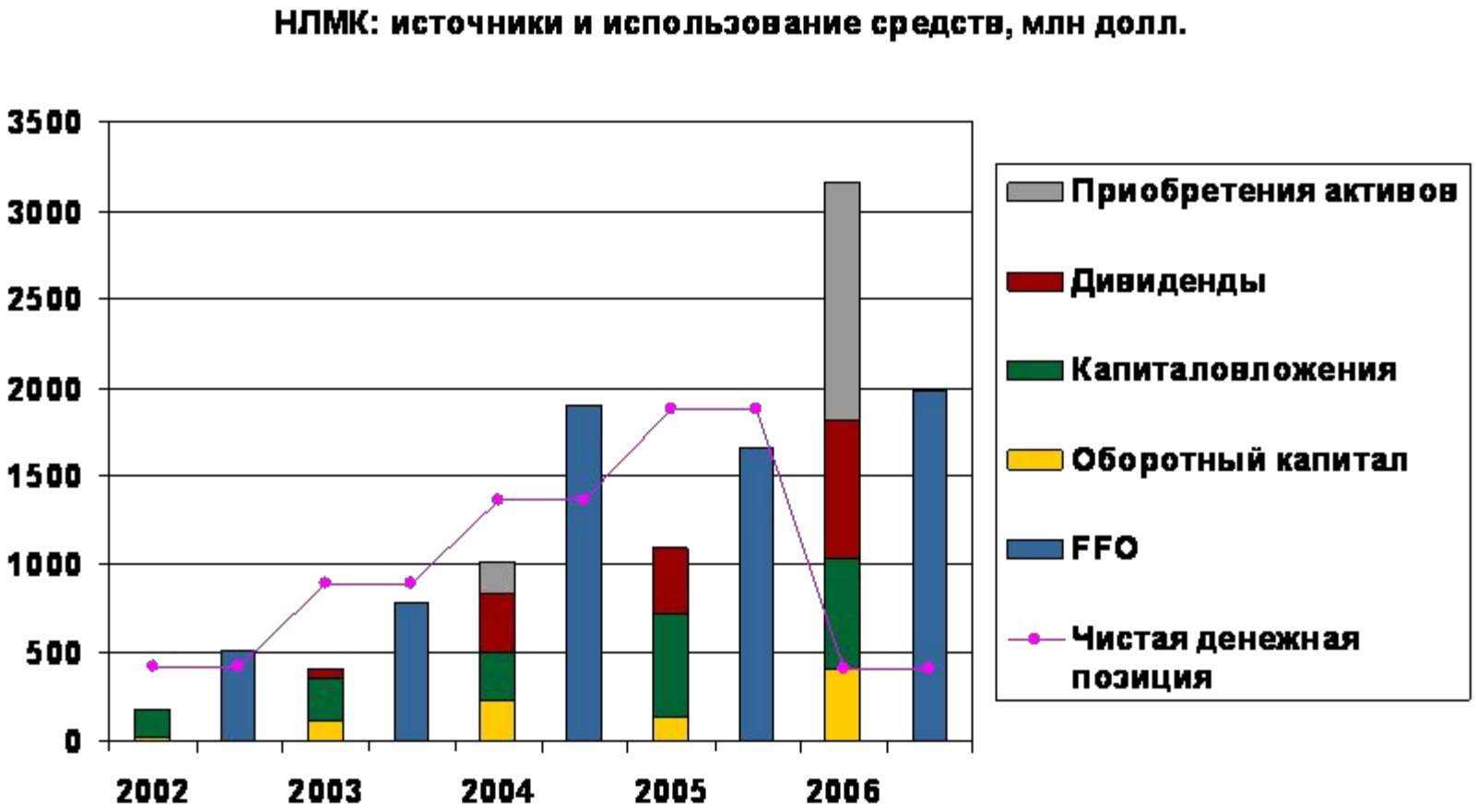
**Умеренный**

Гибкость

| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • **Значительный объем запасов и их высокое качество; диверсификация по видам металлов, низкие издержки**<br>• **Сильные позиции на рынках никеля, платины, палладия**<br>• **Благоприятная конъюнктура рынка металлов**<br>• **Высокие коэффициенты кредитоспособности, даже после приобретения LionOre и ОГК-3 (ОГК-3 рассматривается как дивиденд)** | • **Риски России**<br>• **Волатильность цен на металлы**<br>• **Концентрация основных операций в Заполярье, что усложняет операционную деятельность и логистику** |
| **Краткосрочные факторы** | **Прогноз рейтинга: основные факторы** |
| • **Денежные потоки должны остаться высокими, даже если цены металлов упадут с чрезвычайно высокого уровня 2007 г.** | • **Как ожидается, компания сохранит адекватные финансовые показатели и сумеет работать в условиях страновых рисков**<br>• **Влияние изменений в структуре акционеров: наш базовый сценарий – никаких дополнительных распределений в пользу акционеров** |

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

# НЛМК ▪ BB+/Стабильный/--




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



STANDARD &POOR'S

# НЛМК ▪ BB+/Стабильный/--

Бизнес-риск

**Ниже среднего**

Финансовый риск

**Средний**

Гибкость

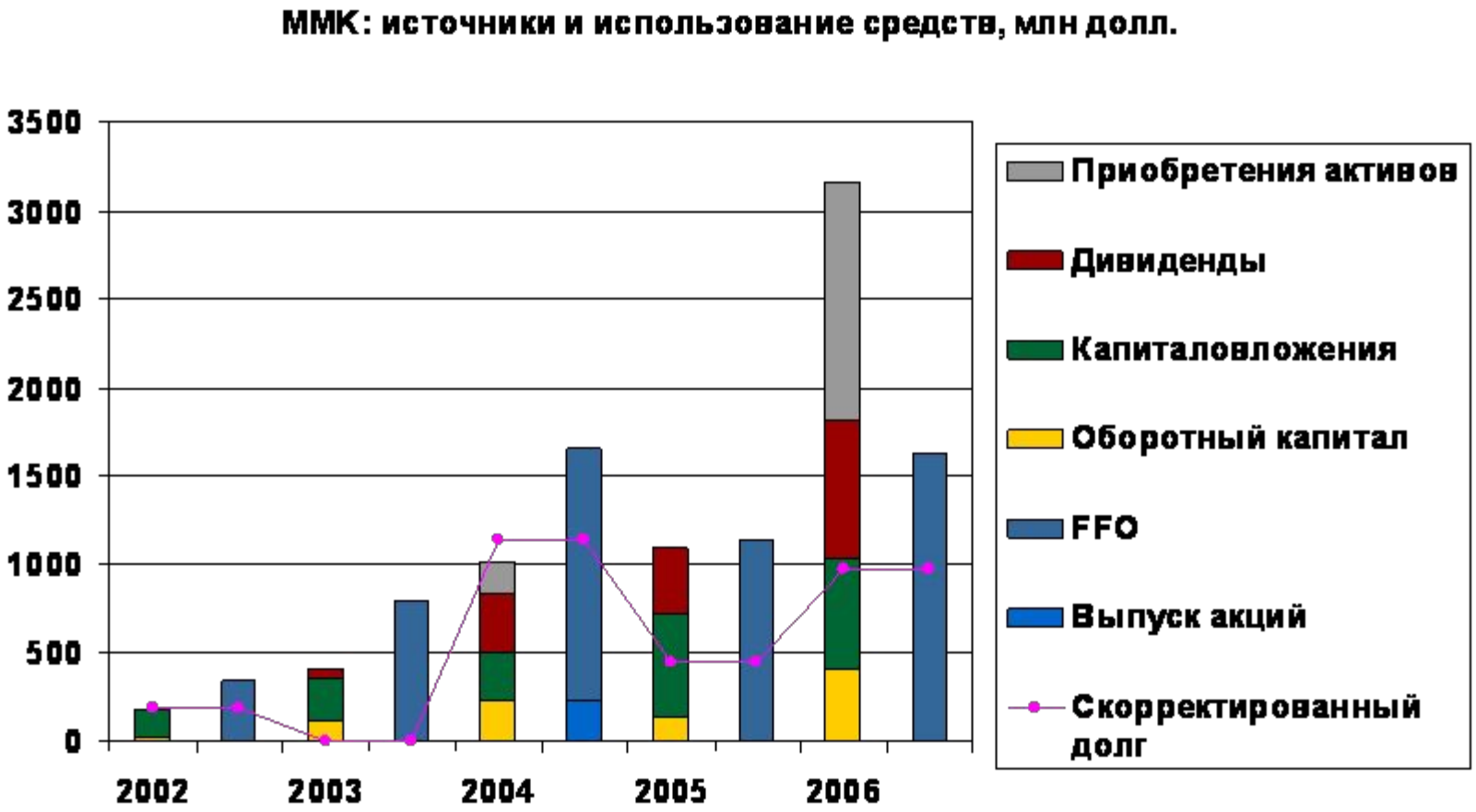
| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • **Низкие издержки, высокая прибыльность и позитивный денежный поток на протяжении всего цикла**<br>• **Высокие показатели кредитоспособности, консервативная финансовая политика в отношении долга, крупных приобретений, распределений денежных средств акционерам** | • **Одна крупная площадка, далеко от морских портов**<br>• **Цикличная и конкурентная отрасль**<br>• **Страновой риск России** |
| **Краткосрочные факторы** | **Прогноз рейтинга: основные факторы** |
| • **Существенный запас на случай приобретения активов и других инвестиций в рамках существующего уровня рейтинга** | • **Повышение рейтинга требует укрепления бизнес-профиля**<br>• **Инвестиции, как ожидается, вырастут, но в рейтинге заложен значительный запас** |

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



STANDARD & POOR'S

# ММК ▪ BB+/Стабильный/--




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

# ММК ▪ BB/Позитивный/--

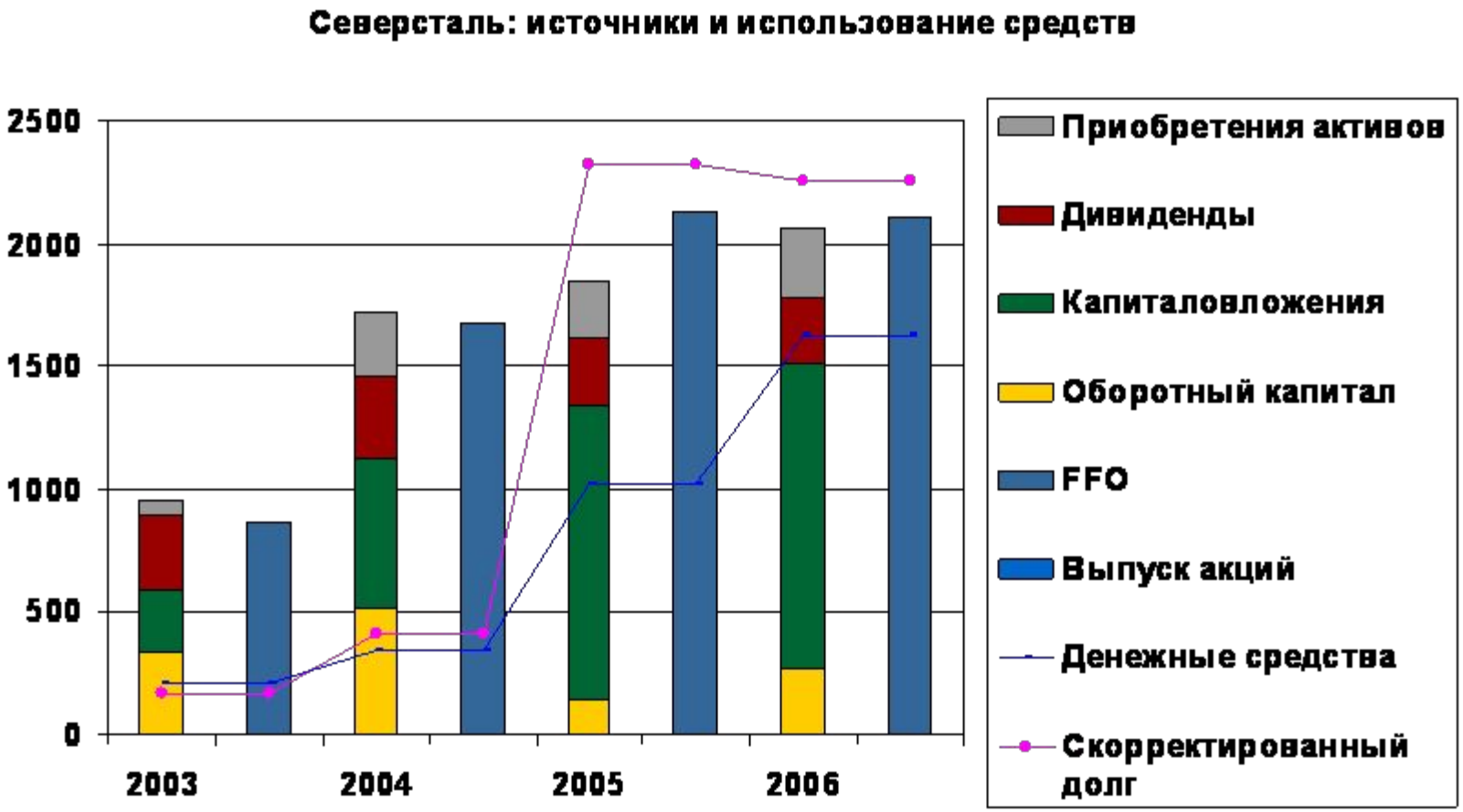
| Бизнес-риск |
|---|
| **Ниже среднего** |
| Финансовый риск |
| **Средний** |
| Гибкость |

| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • **Низкие издержки, отсюда – высокая прибыль и денежные потоки**<br>• **Диверсифицированный экспорт и в целом позитивные условия в мировой стальной отрасли**<br>• **Сильные позиции на стабильно растущем внутреннем рынке**<br>• **Существенное сокращение долга** | • **Роль производителя стандартизованной продукции в циклической отрасли, расположенного вдалеке от морских портов**<br>• **Высокие планируемые капиталовложения**<br>• **Риски России** |
| **Краткосрочные факторы** | **Прогноз рейтинга: основные факторы** |
| • **Высокий свободный денежный поток и поступления от размещения акций помогут финансировать капиталовложения** | • **Возможности повышения рейтинга, если ММК успешно осуществит стратегию диверсификации** |

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

STANDARD &POOR'S

# Северсталь ▪ BB/Стабильный/--




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



STANDARD &POOR'S

# Северсталь ▪ BB/Стабильный/--

Бизнес-риск

**Ниже среднего**

Финансовый риск

**Агрессивный**

Гибкость

***Низкая*** ***Высокая***

| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • **Крупнейший производитель стали на растущем рынке России**<br>• **Высокая степень интеграции в добычу сырья, низкие издержки**<br>• **Рост географической диверсификации**<br>• **Высокие денежные потоки и низкий финансовый рычаг**<br>• **Улучшение корпоративного управления** | • **Масштабные планируемые капиталовложения**<br>• **Преимущественно стандартизованная продукция**<br>• **Цикличная, капиталоемкая и конкурентная стальная отрасль**<br>• **Страновые риски России** |

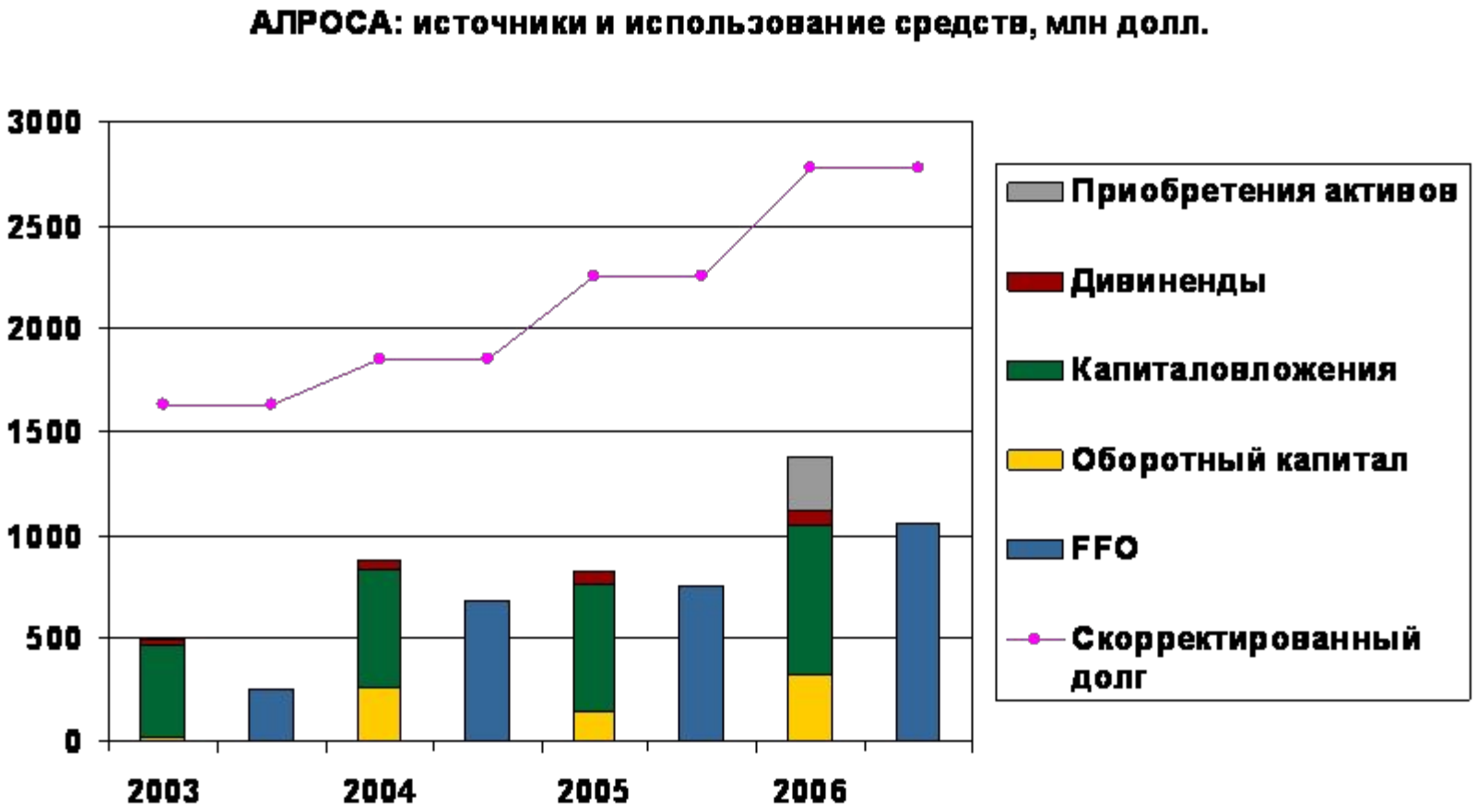
| Краткосрочные факторы | Прогноз рейтинга: основные факторы |
|---|---|
| • **Существует некоторый потенциал повышения долга за счет роста капиталовложений и приобретения активов среднего размера** | • **Уровень долга останется низким вследствие высоких денежных потоков**<br>• **В центре внимания - инвестиции: размер и качество приобретений, интеграция, капиталовложения** |

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



STANDARD &POOR'S

# АЛРОСА ▪ BB-/Позитивный/B




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

# АЛРОСА ▪ BB-/Позитивный/B

Бизнес-риск

**Ниже среднего**

Финансовый риск

**Агрессивный**

Гибкость

***Низкая*** ***Высокая***

| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • **Второй в мире производитель алмазов**<br>• **Сравнительно стабильный рынок алмазов**<br>• **Значительные запасы высококачественного сырья** | • **Чрезвычайно высокие потребности в капиталовложениях уменьшают свободный денежный поток**<br>• **Значительный уровень долга, который вряд ли снизится в ближайшие годы**<br>• **Суровые условия деятельности и сложная логистика в Сибири**<br>• **Институциональные риски России** |

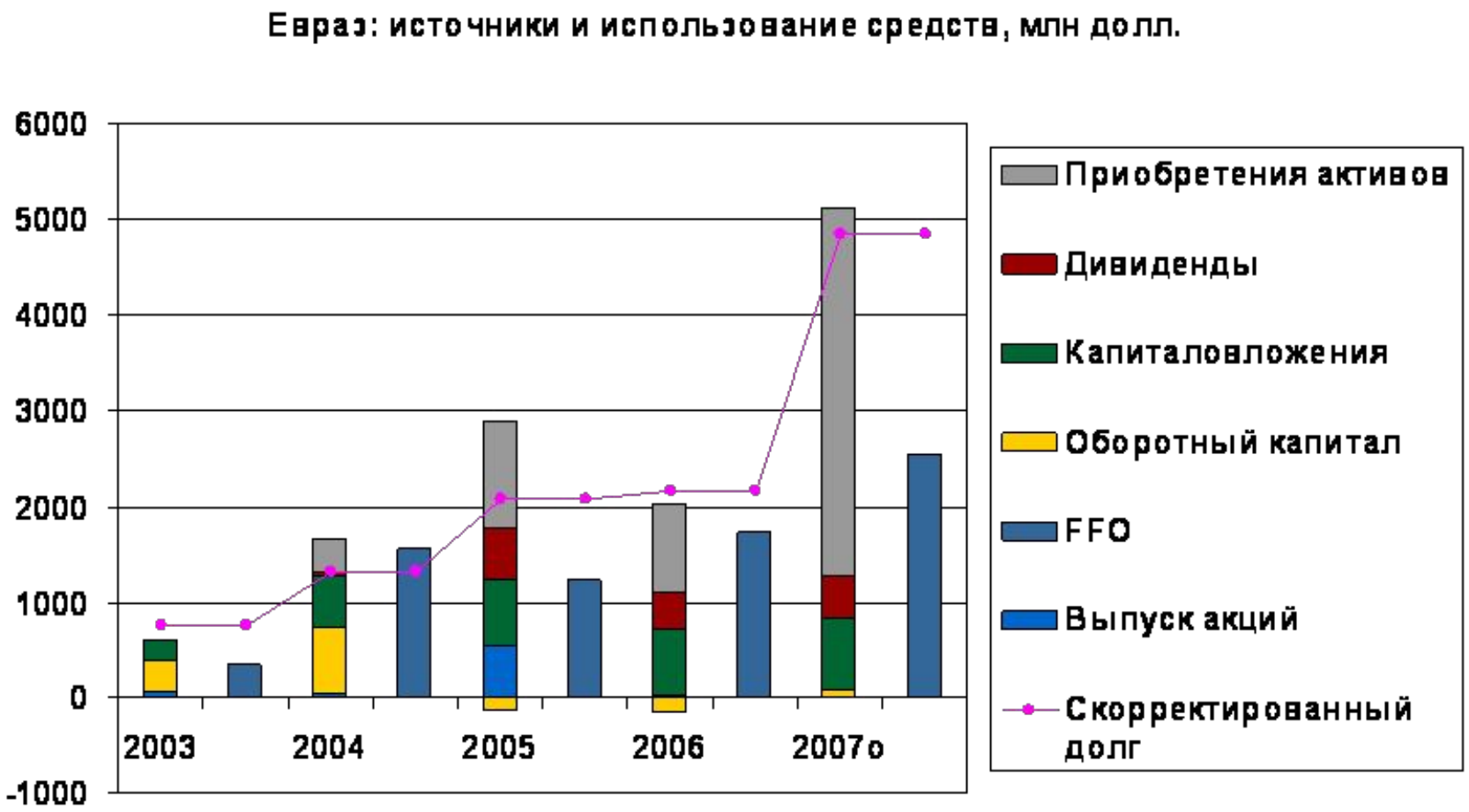
| Краткосрочные факторы | Прогноз рейтинга: основные факторы |
|---|---|
| • **Изменения в акционерной структуре (федеральное правительство получает контроль)**<br>• **«Полюс» и др. возможные приобретения** | • **Когда федеральное правительство получит контроль, поддержка государства может быть включена в рейтинг (в зависимости от стратегии)**<br>•**Крупные приобретения в рейтинг не заложены** |

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



STANDARD &POOR'S

# Евраз ▪ BB-/Позитивный/--




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

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



STANDARD &POOR'S

# Евраз ▪ BB-/Позитивный/--

| Бизнес-профиль |
| --- |
| **Ниже среднего** |
| Финансовый профиль |
| **Агрессивный** |
| Гибкость |
| ***Низкая*** ***Высок.*** |

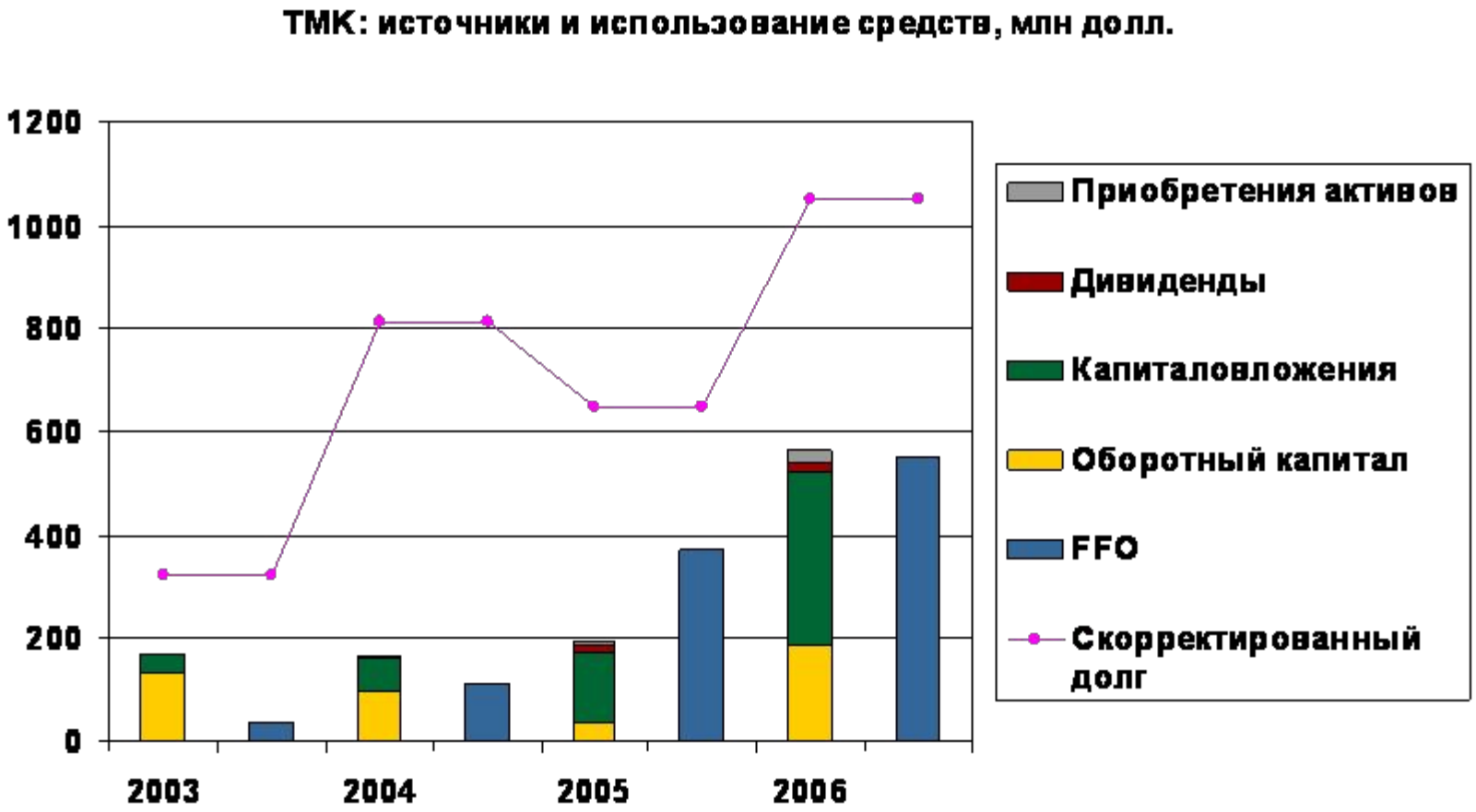
| Сильные стороны | Слабые стороны |
| --- | --- |
| • **Второй по величине производитель стали в России**<br>• **Сильные позиции на отечественном рынке, благоприятная ситуация на рынке**<br>• **Улучшение географической диверсификации**<br>• **Низкие издержки как результат вертикальной интеграции**<br>• **Высокие денежные потоки** | • **Уровень долга выше, чем у конкурентов, вследствие агрессивной финансовой политики**<br>• **Преимущественно стандартизованная продукция**<br>• **Цикличность, капиталоемкость отрасли, высокая конкуренция в ней**<br>• **Страновые риски России** |
| **Краткосрочные факторы** | **Прогноз рейтинга: основные факторы** |
| • **Ликвидность: рефинансирование займа в размере $1.8 млрд долл. на покупку Oregon Steel Mills** | • **Возможно повышение на одну ступень, если уровень долга будет существенно ниже целевого, установленного финансовой политикой, за счет средств, генерируемых основной деятельностью** |

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



STANDARD &POOR'S

# ТМК ▪ BB-/Стабильный/--




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

# ТМК ▪ BB-/Стабильный/--

Бизнес-профиль

**Ниже среднего**

Финансовый профиль

**Агрессивный**

Гибкость

***Низкая*** ***Высокая***

| Сильные стороны | Слабые стороны |
|---|---|
| • **Сильные позиции на российском трубном рынке**<br>• **Благоприятная ситуация на рынке бесшовных труб**<br>• **Диверсифицированная база активов** | • **Амбициозная программа капиталовложений**<br>• **Волатильная прибыль**<br>• **Высокий краткосрочный долг**<br>• **Короткая история в качестве консолидированной группы** |
| **Краткосрочные тенденции** | **Прогноз рейтинга** |
| • **Дивидендные выплаты увеличатся в соответствии с целевым уровнем в 25%**<br>• **Слияния, поглощения** | • **Высокий спрос будет способствовать высокой прибыльности**<br>• **Возможности повышения рейтинга зависят от успешности реализации инвестиционной программы**<br>• **Крупные сделки по слияниям и поглощениям рассматриваются как риск отдельного события** |

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



STANDARD &POOR'S

- **Вопросы и ответы**

**СПАСИБО!**

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



STANDARD &POOR'S

# Контактная информация

**Елена Ананькина**

**Аналитический директор**

**Группы «Корпоративные рейтинги»**

**Тел.: +7 (495) 783 4130**

**E-mail: elena_anankina@standardandpoors.com**

www.standardandpoors.com

www.standardandpoors.ru

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



STANDARD &POOR'S