

Еврооблигации VEDLN-26

Частная компания нашего времени

Елизавета Наумова

Старший аналитик

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Vedanta Resources имеет привлекательный портфель проектов в области добычи базовых металлов и хорошую маржинальность бизнеса благодаря низкзатратному производству. Компания способна органически развиваться даже на фоне высоких дивидендов. Однако сейчас инвесторы «опускают» фундаментальные перспективы доходов компании и сосредоточены на задолженности у нелистингованной материнской компании Volcan, предстоящем рефинансировании её долга, а также приостановке работы рудника KCM (Замбия).

Эмитент	Vedanta Resources
ISIN	USG9T27HAA24
Дох. к погашению	8,80%
Купон	9,25%
Погашение	04/23/2026
Валюта	USD
Композитный рейтинг	B
Мин. лот	\$200'000
Квал. инвестор	Да

Vedanta Resources – глобальная диверсифицированная металлургическая, нефтегазовая и энергетическая компания, крупнейшая частная добывающая компания Индии (53% выручки приходится на Индию). Производство компании сосредоточено в области базовых металлов (цинк, свинца, алюминия, меди, железной руды, стали), а также **нефтегазовых активов [90% от EBITDA]**. Диверсификация активов группы защищает её от колебаний цен на сырье. Бизнес подразделения Vedanta в основном располагается в Индии, Замбии, Намибии, Южной Африке, ОАЭ. Основные рынки сбыта – Индия, Китай, Дальний и Ближний Восток.

Выручка Vedanta в 2019 г. (тут и далее, если не сказано, по предварительной отчетности компании за 2019 г.) **снизилась на 14% г/г** на фоне неблагоприятной сырьевой конъюнктуры, а также приостановки правительством Индии работы медеплавильного завода Tuticorin (из-за загрязнения окружающей среды) и железнорудного комплекса в Гоа (запрет на добычу железной руды на уровне штата), и составила \$14,0 млрд (в 2018 г. - \$15,3 млрд.). Другие метрики компании (на 31 марта 2019 г.): скорр. EBITDA - \$3,4 млрд., свободный денежный поток (после капитальных затрат) \$1,2 млрд., капитализация - \$5,3 млрд., соотношение чистого долга к EBITDA 3,0x, коэффициент покрытия процентов 3,8x, маржинальность бизнеса по EBITDA - 29% (ведущая маржа в отрасли!).

Компания преимущественно получает доходы в долларах, в то же время большая часть затрат номинирована в мягких валютах (индийской рупии и южноафриканском ранде), чье обесценение благоприятно для операционной прибыли. На финансовую устойчивость оказывает позитивный эффект валютная диверсификация долгосрочного долга с соотношением 1:1 USD и INR.

Vedanta имеет значительную долю рынка в Индии по основным товарным позициям, занимая 78% рынка цинка, 40% алюминиевого рынка, 33% рынка меди и 25% рынка сырой нефти.

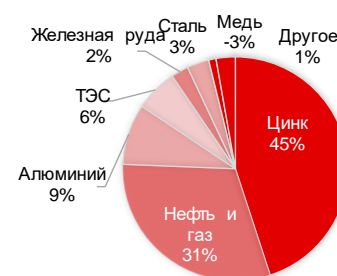
Индия имеет огромный потенциал роста. Мы ожидаем, что урбанизация и индустриализация, поддерживаемая государственными инициативами, окажет поддержку экономическому росту и спросу на природные ресурсы. Vedanta, вероятно, станет крупным бенефициаром объявленной в 2019 г. национальной государственной программы в области минеральных ресурсов, направленной на увеличение добычи минеральных ресурсов в Индии на 200% и сокращение торгового дефицита минеральных ресурсов в Индии на 50% в течение следующих 7 лет.

Компания стремится достичь до 2022 г. роста добычи цинка (в Индии) на 35% до 1,35 млн. тонн (0,33% от запасов) и сырой нефти на 53% до 290 тыс. баррелей нефтяного эквивалента в день (0,02% от запасов). В конце 2018 г. была запущена работа на цинковой шахте Гамсберг в ЮАР с потенциальной добычей 600 тыс. тонн в год через 5 лет (0,14% от запасов).

Рейтинговые агентства оценивают компанию на уровне B+ (S&P) и Ba3 (Moody's). Оба агентства пересмотрели свои прогнозы на «негативный» в начале 2019 г. Поводом для Moody's стал выкуп доли материнской компании Volcan в Anglo American дочерней структурой Vedanta – Cairn India через структурный инструмент на сумму \$561 млн., который обеспечивает Cairn India экономический интерес в потенциале роста акций Anglo American, однако не дает ей право голоса или получения дивидендов. Moody's опасается, что Volcan может и дальше использовать ликвидность Vedanta. По оценкам, Volcan нужно погасить задолженность на сумму \$900 млн. в течении 3 лет, что может лечь на плечи Vedanta Resources.

Повышенные уровни доходностей бумаг Vedanta отражают также недавний конфликт между правительством Замбии и Vedanta, результатом которого стала фактическая национализация замбийских активов Vedanta – медедобывающей компании Konkola Copper Mines (KCM). Мы считаем, однако, что достижение целевых уровней добычи металлов и нефти сможет компенсировать потерю доходов от медного сегмента группы (6% от EBITDA).

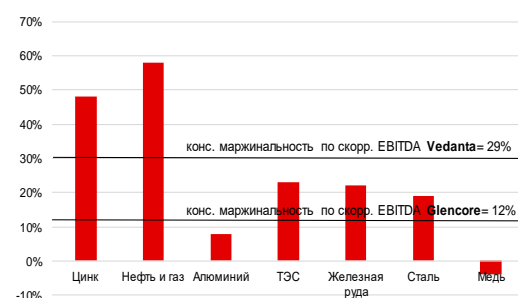
Разбивка активов по их вкладу в консолидированную EBITDA, %



Источники: Предварительная отчетность компании за 2019 г.

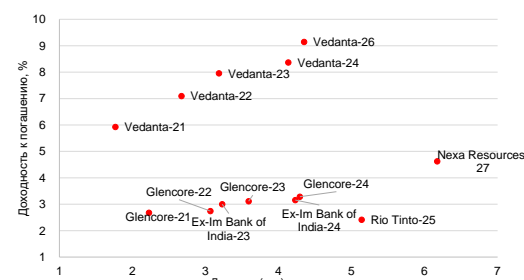
Анализ

Секторальная разбивка Vedanta по маржинальности по скорр. EBITDA, %



Источники: Предварительная отчетность компании за 2019 г.

Карта доходностей бумаг Vedanta в сравнении с аналогичными глобальными компаниями



Аналогичные компании: Glencore - одна из крупнейших компаний по поставке сырьевых ресурсов; Nexa Resources - глобальная добывающая компания; Rio Tinto - крупнейшая в мире горно-металлургическая корпорация

Источники: Предварительная отчетность компании за 2019 г.

Риски

Дальнейшие подобные сделки по выводу наличности могут побудить рейтинговые агентства пересмотреть рейтинг Vedanta Resources. Снижение цен на базовые металлы и нефть, отставание в проектах роста добычи, повышение дивидендных выплат также будут являться негативным сигналом платежеспособности компании.

На валютные облигации компании может повлиять политика ФРС США.

Альфа-Банк

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3712

Начальник управления Константин Шапшаров
+7 (495) 228-8828 kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел	+7 (495) 795-3676	Потребительский	
Начальник отдела		Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Макроэкономика		Финансы	
Наталья Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru +7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Стратегия		TMT, Сельское хоз-во	
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
Металлы и горная добыча		Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Перевод	
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Нефть и газ		Спец. по данным/Аналитик	
Антон Корыцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Торговые операции и продажи (Москва)	+7 (495) 223-5500	Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Международные продажи		Директор	
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Аналитический отдел	
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Гельды Союнов	gsoyunov@alfabank.ru +7 (495) 641-3673
РЕПО		Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101	Продажи	
		Ирина Фадеева	ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
		Валерий Кремнев	vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009
		Ольга Бабина	obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-груп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами, и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.