

# Vedanta Resources

## Покупка

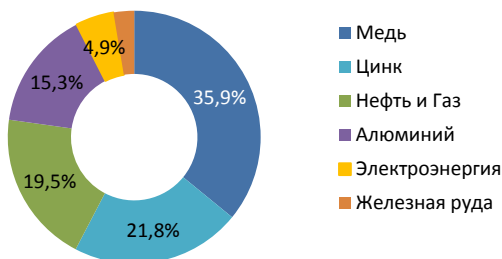
	YTM	MD	Z-Sprd
VEDLN 5,5 7/13/2016	8,9%	1,17	835

	S&P	Moody's	Fitch
Рейтинг	BB	Ba3	-
Прогноз	Негативный	Негативный	-

Финансовые показатели	1П 2015	2014	2013
Выручка, \$ млн.	6 456	12 944	14 640
ЕБИТДА, \$ млн.	2 105	4 490	4 909
ЕБИТДА margin, %	32,6%	34,7%	33,5%
Активы, \$ млн.	44 640	45 374	45 950
Чистый долг, \$ млн.	9 063	7 933	8 611
Денежные средства, \$ млн.	819	369	2 200
Краткосрочный долг, \$ млн.	3 712	4 359	4 400
FCF, \$ млн.	1 204	3 017	3 525
Чистый долг/ЕБИТДА (LTM)	2,07x	1,77x	1,75x
ЕБИТ (LTM)/проценты	1,53x	1,59x	2,15x

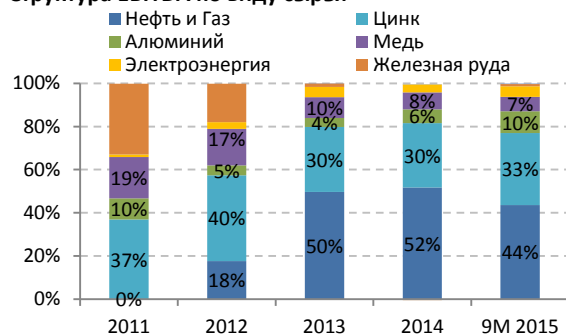
Источник: данные компании, расчеты Прайм Марк

### Структура выручки по виду сырья



Источник: данные компании, расчеты Прайм Марк

### Структура ЕБИТДА по виду сырья



Источник: данные компании, расчеты Прайм Марк

### Распределение долгов по сроку погашения



Источник: Bloomberg

**Vedanta Resources** – сырьевая холдинговая компания с головным офисом в Индии и годовой выручкой \$12,9 млрд. Деятельность дочерних структур сосредоточена в Индии, Африке, Австралии и Ирландии и охватывает добычу меди, нефти, газа, цинка, алюминия, железной руды, а также производство электроэнергии. Vedanta работает преимущественно на внутренний рынок Индии – около 64% выручки, 22% приходится на страны азиатского региона, в том числе Китай. **Ключевым акционером** Vedanta Resources является индийский миллиардер Анил Агарвал с акционерной долей 69,8%. Blackrock – второй крупнейший акционер с долей 11,15%.

Vedanta Resources обладает широкодиверсифицированной базой активов, что придает компании преимущество на фоне дефицита сырья в стране. Учитывая, что Индия является импортером сырья, компания занимает стратегически важную позицию. Например, дочерняя компания Cairn India добывает 228 тыс. баррелей нефтяного эквивалента в день, что соответствует 28% от общей добычи Индии. Отметим, что Cairn India является крупнейшей частной нефтедобывающей компанией в Индии и демонстрирует самую высокую рентабельность среди всех дочерних компаний.

**Кредитное качество** характеризуется низкой долговой нагрузкой, высокой ликвидностью и способностью генерировать положительный свободный денежный поток.

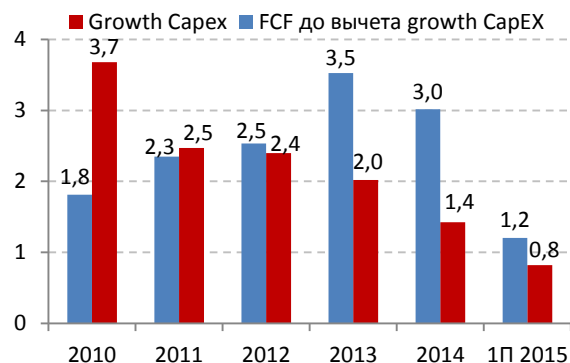
За 1П 2015 отчетного года, которое закончилось 30 сентября 2014 г., **чистый долг вырос** с \$7,9 млрд. до \$9, млрд. в связи с увеличением доли Vedanta в акционерном капитале Cairn India с и Sesa Sterlite, что приблизило значения некоторых кредитных показателей, таких, как Чистые активы/Долг и Чистый долг/ЕБИТДА, к требованиям по ковенантам. Согласно высказываниям руководства Vedanta, компания внимательно следит за соблюдением ковенантов и принимает инвестиционные решения, исходя из этих ограничений.

Согласно методологии расчета рейтинга, которую использует Moody's, **рейтинг Vedanta находится на грани между B и BB**. Поэтому мы не исключаем, что как Moody's, так и S&P могут понизить рейтинг на одну ступень. Однако это действие уже отражено в ценах на облигационные выпуски Vedanta и никак не скажется на способности компании погасить обязательства в 2015-2016 гг.

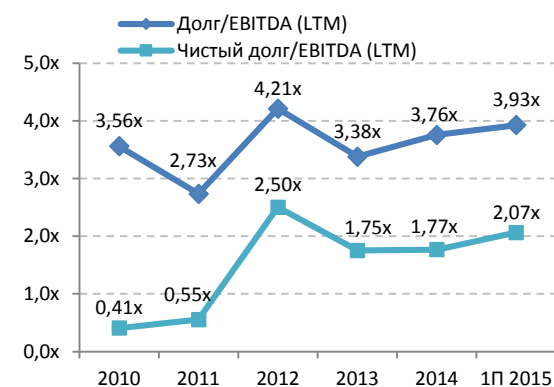
Около 15-18% капзатрат приходится на поддержание текущей деятельности подразделений, оставшаяся часть инвестируется в развитие и наращивание масштабов деятельности преимущественно в нефтегазовом сегменте и сегменте по добыче цинка. Поэтому мы полагаем, что при необходимости Vedanta может снизить CAPEX, чтобы исполнить обязательства. Из \$4,4 млрд. запланированных капзатрат, предназначенных для расширения бизнеса в течение последующих трех лет, 80% выделено на самые высокомаржинальные подразделения: добыча нефти, газа и цинка.

В последние два года Vedanta стабильно генерирует положительный свободный денежный поток. По итогам

### Динамика FCF и капзатрат, \$ млрд.

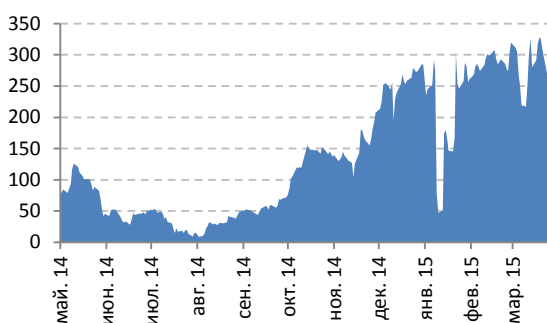


### Динамика показателей кредитного качества



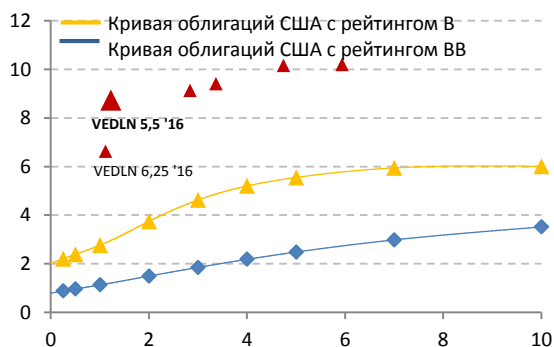
Источник: данные компании, расчеты Прайм Марк

### Z-спред премия VEDLN 5.5 '16 к VEDLN 6.25 '16



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

### График доходностей облигаций



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

последних 12 месяцев он составил \$811 млн., а капзатраты на развитие, которые компания может снизить при необходимости, – \$1,6 млрд. Несмотря на падение цен на сырье, мы считаем, что компания продолжит генерировать положительный FCF за счет расширения низкозатратных сегментов.

**Ликвидность** Vedanta находится на высоком уровне. Денежные средства и ликвидные активы покрывают краткосрочные долги более чем в два раза и весь долг компании на 47%. Коэффициент текущей ликвидности последние три года стабильно держится на уровне 1,3x – 1,4x. Это показывает, что Vedanta может высвободить средства из оборота при необходимости.

**Рентабельность** по EBITDA стабильно держится в диапазоне 30-35%. Нефтегазовый и цинковый сегменты вносят наибольший вклад в EBITDA компании – около 76% и являются самыми прибыльными. За 9 месяцев 2015 отчетного года рентабельность по EBITDA двух сегментов составляет 69% и 48% соответственно. Несмотря на падение цен на нефть, по итогам октября-декабря 2014 г. EBITDA маржа нефтегазового сегмента остается высокой.

На фоне замедления экономики Китая и увеличения краткосрочного избытка нефти мы ожидаем снижения рентабельности в 2016 отчетном году.

**Облигационный выпуск VEDLN 5.5 '16 с рейтингом BB** торгуется с доходностью 8,9% и Z-спредом 835 базисных пунктов, что является привлекательным уровнем относительно выпусков с аналогичным кредитным рейтингом. Текущий уровень спредов Vedanta отражает ожидание снижения рейтинга до преддефолтного, что, по нашему мнению, не обосновано с фундаментальной точки зрения. Vedanta имеет высокий запас ликвидности для погашения займов в 2015-2016 гг.

Кроме того, выпуск VEDLN 5.5 '16 является конвертируемым. Но из-за низкой спотовой цены акции относительно цены исполнения опциона, входящего в облигацию, цена облигации практически не чувствительна к изменениям цены акции. Таким образом, выпуск VEDLN 5.5 '16 должен торговаться как обыкновенная облигация без опциона либо с более низкой доходностью, чем обыкновенная облигация. Однако Z-спред премии к обыкновенному выпуску VEDLN 6.25 '16, который обладает аналогичными рисками и погашается на один месяц позже VEDLN 5.5 '16, составляет свыше 200 б.п. Поэтому мы рекомендуем выпуск VEDLN 5.5 '16 к покупке и ожидаем сужения Z-спред премии к VEDLN 6.25 '16 до 0 б.п.

### Риски.

Налоговый орган Индии требует от Cairn India выплатить \$3,2 млрд. Cairn India. Поскольку Cairn India зарегистрирована под юрисдикцией Великобритании, руководство намеревается судиться с государственным органом на международной арене. Если суд станет на сторону правительства Индии в лице налогового органа, то финансовые показатели Vedanta не будут соответствовать ковенантам и кредитное качество ухудшится. Однако отметим, что Vodafone сталкивалась с аналогичной ситуацией и выиграла дело против налогового органа Индии.

	1П 2015	1П 2014	2014	2013	2012
<b>Отчет о прибылях и убытках, \$ млн.</b>					
Выручка	6 456	6 076	12 944	14 640	14 005
Себестоимость продаж	4 065	3 583	7 840	8 998	9 034
<b>Валовые доходы</b>	<b>2 391</b>	<b>2 493</b>	<b>5 104</b>	<b>5 643</b>	<b>4 972</b>
Общие и административные расходы	255	215	460	529	462
Прочие операционные расходы (доходы)	31	71	154	205	484
ЕБИТДА	2 105	2 207	4 490	4 909	4 026
Операционная прибыль	1 030	1 115	2 287	2 572	2 618
<b>Чистая прибыль</b>	<b>494</b>	<b>243</b>	<b>989</b>	<b>1 678</b>	<b>1 229</b>
<b>Баланс, \$ млн.</b>					
Денежные средства и их эквиваленты	819	2 347	369	2 200	1 945
Дебиторская задолженность	2 153	1 769	1 740	1 706	1 796
Ликвидные инвестиции	7 352	5 788	8 569	5 782	4 940
Запасы	1 823	1 852	1 743	1 966	1 704
Основные средства	30 552	30 740	31 044	33 121	34 142
Прочие активы	1 942	1 340	1 911	1 176	951
<b>Итого активы</b>	<b>44 640</b>	<b>43 836</b>	<b>45 374</b>	<b>45 950</b>	<b>45 478</b>
Кредиторская задолженность	4 803	4 592	4 690	4 564	3 843
Краткосрочные кредиты и займы	3 712	2 831	4 359	4 400	4 152
Долгосрочные кредиты и займы	13 522	13 774	12 513	12 193	12 804
Отложенные налоговые обязательства	4 915	4 913	4 989	5 118	5 487
Прочие обязательства	773	791	849	814	773
<b>Итого обязательства</b>	<b>27 725</b>	<b>26 901</b>	<b>27 400</b>	<b>27 089</b>	<b>27 059</b>
<b>Собственный капитал</b>	<b>16 915</b>	<b>16 935</b>	<b>17 974</b>	<b>18 861</b>	<b>18 420</b>
<b>Показатели Рентабельности, %</b>					
ROAA (LTM)	2,80	4,46	2,17	3,67	3,30
ROAE (LTM)	7,32	11,55	5,37	9,00	7,66
Валовая рентабельность	37,0	41,0	39,4	38,5	35,5
Рентабельность по ЕБИТДА	32,6	36,3	34,7	33,5	28,7
ЕБИТ/Активы (LTM)	4,94	5,00	5,01	5,63	7,04
<b>Показатели Кредитоспособности</b>					
Краткосрочные кредиты и займы	3 712	2 831	4 359	4 400	4 152
Долгосрочные кредиты и займы	13 522	13 774	12 513	12 193	12 804
Долг/ЕБИТДА (LTM)	3,93x	4,02x	3,76x	3,38x	4,21x
Чистый долг	9 063	8 471	7 933	8 611	10 070
Чистый долг/ЕБИТДА (LTM)	2,07x	1,86x	1,77x	1,75x	2,50x
ЕБИТДА/Процентные расходы	3,04x	3,37x	3,12x	4,11x	4,26x
Операционная прибыль/Процентные расходы	1,53x	1,67x	1,59x	2,15x	2,77x
(FCF - Дивиденды)/Долг, %	10,7	14,8	16,9	16,8	9,5
FCF/Долг (LTM), %	4,70	8,57	9,57	4,79	-4,75
<b>Денежные потоки, \$ млн.</b>					
Средства от операционной деятельности	1 009	1 887	3 361	3 192	1 979
Капитальные вложения	1 135	1 210	1 746	2 397	2 784
Свободный денежный поток	(127)	678	1 615	794	(805)
Дивиденды	409	277	508	411	364

---

---