

УСПЕШНОЕ НАЧАЛО ГОДА

Умеренно позитивные результаты за I квартал 2010 г. по МСФО.

В пятницу ММК, крупнейший в России производитель стали, опубликовал отчетность за I квартал 2010 г. по МСФО, а также провел телефонную конференцию для инвесторов. В целом мы позитивно оцениваем итоги работы компании в первые три месяца 2010 г. и не видим угроз для весьма прочного кредитного профиля ММК. Наши основные выводы из опубликованной отчетности представлены ниже.

Существенное улучшение операционных показателей по сравнению с тем же периодом прошлого года... В натуральном выражении объем производства в I квартале 2010 г. увеличился на 28% относительно уровня годичной давности, что было обусловлено в основном ростом выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью в результате ввода новых производственных мощностей. Благодаря восстановлению спроса и увеличению доли продукции с высокой добавленной стоимостью средняя цена товарной металлопродукции ММК в отчетном квартале возросла на 34% по сравнению с I кварталом 2009 г. В результате выручка компании в I квартале 2010 г. возросла на 71,2% по сравнению с I кварталом 2009 г. и достигла 1,65 млрд долл. EBITDA при этом выросла более чем втрое, а рентабельность по EBITDA составила 22% (против 10,3 в I квартале 2009 г.). Однако необходимо заметить, что сравнение результатов за I квартал 2010 г. с тем же периодом 2009 г. не совсем корректно, так как первые три месяца 2010 г. включают результаты Белона (на который пришлось 9,1% совокупной выручки и 15,7% EBITDA за этот период), в то время как результаты Белона консолидируются в отчетность ММК лишь с IV квартала 2009 г.

...но некоторое снижение по сравнению с предыдущим кварталом. Отметим, что по сравнению с результатами ММК в IV квартале 2009 г. показатели трех месяцев 2010 г. выглядят несколько скромнее – выручка сократилась на 1,3%, а EBITDA снизилась на 16,6%, однако снижение рентабельности в I полугодии, обусловленное опережающим ростом цен на сырье (уголь и сталь) по сравнению с ценами на готовую продукцию (сталь), было характерно и для других металлургических компаний (Северсталь). Вместе с тем отметим, что со II квартала текущего года рост цен на сырье находит отражение и в повышении цен на сталь. Во время телефонной конференции для аналитиков компания подтвердила, что ожидает роста рентабельности во II квартале 2010 г. К позитивным тенденциям мы относим также высокую долю продаж ММК на внутреннем рынке (порядка 64% в I квартале 2010 г.), где, как мы ожидаем, будет динамично повышаться спрос.

Основные показатели ММК

МСФО, млн долл.

	2009	I кв. 10	I кв. 09	I кв. 10 / I кв. 09, %
Выручка	5 081	1 652	965	71,2
в т.ч. Белон		150	-	
Валовая прибыль	1 141	423	112	277,7
EBITDA	1 140	364	99	267,7
в т.ч. Белон		57	-	
Чистая прибыль	219	94	(110)	
				I кв. 10 / 2009, %
Долг, в т.ч.	2 074	2 438		17,6
Краткоср. долг	808	866		7,2
Чистый долг	1 909	2 265		18,6
Капитал	10 325	10 802		4,6
Активы	14 833	15 822		6,7
Валовая рентабельность (%)	22,5	25,6	11,6	
Рентабельность по EBITDA (%)	22,4	22,0	10,3	
Долг/EBITDA*	1,8	1,7		
Чистый долг/EBITDA*	1,7	1,6		
EBITDA/проц. расходы	11,9	11,7	4,0	
Долг/Собст. капитал	0,2	0,2		
Долг/Активы	0,1	0,2		
Доля краткоср. долга, %	39,0	35,5		
Коэф. тек. ликвидности	1,4	1,4		
Инвест. затраты	1 613	620	358	

Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

* EBITDA за последние 12 месяцев

Операционные результаты Белона заметно улучшились в I квартале 2010 г. Белон увеличил производство концентрата коксующегося угля на 74% по сравнению с предыдущим кварталом и довел его до 846 тыс.т, а концентрата энергетического угля – на 25% до 624 тыс.т. Согласно прогнозу наших аналитиков по акциям, в 2010 г. объем производства концентрата коксующегося и энергетического угля составит 3,4 млн т и 2,7 млн т соответственно, и похоже, что пока Белон уверенно движется в сторону выполнения нашего годового прогноза. EBITDA Белона по итогам I квартала составила 57 млн долл. (против лишь 8 млн долл. в IV квартале 2009 г.), существенно повысилась и рентабельность по EBITDA относительно предыдущего квартала – с 9% до 38%. Это указывает на то, что ММК удалось справиться со скачком себестоимости во II полугодии 2009 г. и вернуть ее к нормальным значениям.

Долговая нагрузка находится на комфортном уровне. На конец отчетного периода долговая нагрузка ММК, выраженная отношением Чистый долг/EBITDA (за последние 12 месяцев), находилась на уровне 1,7. Несмотря на рост чистого долга на 19% за период, увеличение операционной прибыли позволило даже сократить долговую нагрузку по сравнению с началом года. Доля краткосрочных заимствований в долговом портфеле ММК также несколько снизилась и на конец I квартала составила 35,5%. Несмотря на то что краткосрочный долг покрыт денежными средствами лишь на 20%, мы оцениваем риск рефинансирования обязательств ММК как весьма низкий, к тому же во II квартале 2010 г. компания успешно разместила облигационный заем на сумму 8 млрд. руб., что, как мы думаем, улучшило ликвидную позицию ММК.

Наш взгляд на перспективы 2010 г. Мы ожидаем, что продажи ММК по итогам 2010 г. достигнут 8,8 млрд долл., а EBITDA составит 1,98 млрд долл., что предполагает рентабельность по EBITDA на уровне 22,5% – приблизительно наравне с результатом 2009 г. Объем капвложений остается у компании значительным, по итогам нынешнего года мы оцениваем его на уровне 1,6 млрд долл. (в I квартале 2010 г. инвестиционные затраты составили 358 млн долл.). Согласно прогнозу ММК, в 2010 г. объем производства возрастет приблизительно на 30%, денежный поток будет отрицательным, а чистый долг увеличится примерно на 400 млн долл. В результате отношение Чистый долг/EBITDA ММК снизится до 1,2, что, вполне вероятно, будет одним из самых низких показателей в отрасли.

Облигации оценены справедливо. На наш взгляд, текущий уровень котировок выпусков ММК, отражающий премию порядка 170–180 б.п. (YTW 7,35–8,04% в зависимости от срочности) к кривой ОФЗ, соответствует справедливой оценке кредитного риска ММК. В настоящий момент мы не видим предпосылок для опережающего роста облигаций компании, однако отмечаем, что, на наш взгляд, ММК является одним из самых надежных заемщиков, представленных на облигационном рынке.

Прогноз УРАЛСИБа по металлургической отрасли

Основан на отчетности по МСФО, млн долл.

Основан на отчетности по МСФО, млн долл.													
	Рейтинги	Продажи	EBITDA	Ден. ср-ва	Кратк. долг	Долг. долг	Процент. расходы	Рентаб. EBITDA, %	Чистый долг	Чистый долг / EBITDA	% кратк. долга	EBITDA / Проц. расх.	
2008	ММК	BB-/Ba2/BB	10 550	2 204	1 106	1 276	405	110	20,9	575	0,3	76	20,0
	Евраз	BB-/Ba3/BB	20 380	6 323	930	3 922	6 064	655	31,0	9 056	1,4	39	9,7
	Мечел	NR	9 951	3 020	255	5 149	220	324	30,3	5 115	1,7	96	9,3
	НЛМК	BBB-/Ba1/BB+	11 699	4 688	2 160	1 080	1 930	217	40,1	850	0,2	36	21,6
	Северсталь	BB-/Ba2/BB	22 393	5 366	2 654	1 978	6 278	506	24,0	5 602	1,0	24	10,6
	ТМК	B+/Ba3	5 690	828	143	2 216	994	272	14,6	3 067	3,7	69	3,0
2009	ММК	Ba3/BB	5 081	1 140	165	808	1 266	96	22,4	1 909	1,7	39	11,9
	Евраз	B/B2/B+	9 505	1 237	675	1 992	5 931	677	13,0	7 248	5,9	25	1,8
	Мечел	NR	5 754	652	414	1 923	4 074	498	11,3	5 583	8,6	32	1,3
	НЛМК	BBB-/Ba1/BB+	6 140	1 370	1 247	557	1 939	171	22,3	1 248	0,9	22	8,0
	Северсталь	BB-/Ba3/B+	13 054	812	2 853	1 478	5 748	601	6,2	4 373	5,4	20	1,4
	ТМК	B/B1	3 461	333	243	1 537	2 214	446	9,6	3 508	10,5	41	0,7
2010F	ММК		8 777	1 979	709	1 056	1 962	180	22,5	2 309	1,2	35	11,0
	Евраз		13 657	2 548	589	1 850	5 140	656	18,7	6 401	2,5	26	3,9
	Мечел		8 191	2 249	400	1 795	4 188	503	27,5	5 583	2,5	30	4,5
	НЛМК		8 977	2 563	1 963	687	2 061	176	28,6	785	0,3	25	14,6
	Северсталь		16 077	2 102	2 050	833	5 781	493	13,1	4 564	2,2	13	4,3
	ТМК		5 852	1 100	100	1 453	2 180	350	18,8	3 533	3,2	40	3,1

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakh tinkv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрug, grin kruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010