

ПОСЛЕДНИЙ СЛАБЫЙ КВАРТАЛ?

Финансовые результаты I квартала 2010 г. по US GAAP

Изменения пока незначительны, но они грядут. Вчера Мечел опубликовал результаты I квартала 2010 г. по US GAAP, которые, как и ожидалось, несущественно отличаются от показателей IV квартала 2010 г. Компания продолжала бороться с растущими производственными издержками и была вынуждена тратить дополнительные средства на пополнение оборотного капитала. В то же время, по информации руководства Мечела, работа, проведенная в IV квартале 2009 г. – I квартале 2010 г., а также осуществленные в этот период инвестиции, позволили компании значительно увеличить объем производства во II квартале нынешнего года, особенно в горнодобывающем подразделении. Это стало для нас главным сигналом о том, что Мечел стоит на пороге новой динамики результатов и в последующих кварталах можно надеяться на существенное повышение рентабельности компании за счет увеличения объема производства и благоприятной ценовой конъюнктуры.

Выручка растет рентабельность остается низкой. Чистые продажи Мечела по итогам I квартала 2010 г. достигли 1,9 млрд долл. против 1,72 млрд долл. в IV квартале 2009 г. Показатель EBITDA по итогам I квартала, который мы рассчитываем самым простым способом: операционная прибыль плюс амортизация, составил 268 млн долл., что незначительно превышает уровень IV квартала 2009 г., когда она равнялась 258 млн долл. Это предполагает рентабельность по EBITDA на уровне 14,1% – некоторое снижение относительно IV и III кварталов 2009 г. – соответственно 15% и 16,7%. В нашем предыдущем обзоре по Мечелу, посвященном результатам за 2009 г., мы обсудили причины более низкой, чем ожидалось рентабельности в конце 2009 г. – начале 2010 г. Прежде всего это объясняется проведением ремонтно-профилактических работ, отложенных в связи с дефицитом денежных средств (I полугодие 2009 г.), а также суровой зимой 2009/2010 гг.

Чистый долг растет, долговая нагрузка снижается. Средств, заработанных в I квартале, оказалось недостаточно для удовлетворения всех нужд компании. Мечел направил 200 млн долл. на инвестиции и более 100 млн долл. – на пополнение оборотного капитала. В результате отрицательными оказались значения не только свободного, но и операционного денежного потока. Денежные средства на балансе сократились на 80 млн долл., а чистый долг, соответственно, увеличился на 390 млн долл. до 5,97 млрд долл., что стало новым историческим максимумом. С другой стороны, по итогам I квартала 2010 г. EBITDA Мечела за истекшие 12 месяцев выросла с 652 млн долл. до 803 млн долл. в связи с тем, что из расчета выпал низкий результат I квартала 2009 г. Исходя из этого отношение Чистый долг/EBITDA снизилось до 5,57 с 8,65 в конце 2009 г.

Основные показатели Мечела

Финансовые результаты по US GAAP, млн долл.

	9М 2009	2009	I кв. 2010
Выручка	4 034	5 754	1 900
Валовая прибыль	1 223	1 793	645
EBITDA	394	652	268
EBIT	114	246	148
Чистая прибыль	(340)	76	83
Активы	11 995	13 183	13 779
Основные средства	4 370	4 461	4 701
Краткосрочный долг	2 140	1 923	2 093
Долгосрочный долг	3 468	4 074	4 216
Чистый долг	5 200	5 583	5 973
Совокупный долг	5 608	5 998	6 309
Собственный капитал	3 925	4 331	4 416
Валовая рентабельность, %	30,3	31,2	33,9
Рентаб. по EBITDA, %	9,8	11,3	14,1
Рентабельность по EBIT, %	2,8	4,3	7,8
Чистая рентабельность, %	(8,4)	1,3	4,4
Долг / EBITDA	10,7	9,2	5,9
Чистый долг / EBITDA	9,9	8,6	5,6
EBITDA / Проц. расходы	1,1	1,3	2,1
Долг / Капитал	0,6	0,6	0,6
Долг / Активы	0,5	0,5	0,5
Кратк. задолж. / Совок. долг	38,2	32,1	33,2
Коэфф. тек. ликвидности	0,7	0,8	0,8
Ден. поток от операц. деят.	502	562	(97)
Ден. поток от инвест. деят.	(412)	(710)	(207)
Ден. поток от фин. деят.	90	375	226
Капзатраты	223	610	194
Свободный денежный поток	90	(148)	(303)

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Ликвидность осталась в целом без изменений. Если вы ищете компанию с ликвидным балансом, то Мечел – это пока явно не тот случай. В апреле 2010 г. доля краткосрочного долга в совокупном долге компании составляла 33% – на 1 п.п. больше, чем в конце 2009 г. Коэффициент текущей ликвидности, также почти не изменившийся, все еще был существенно ниже единицы – 0,83. График погашения долга компании выглядит следующим образом: 1,334 млрд долл. во II полугодии 2009 г., 1,766 млрд долл. – в 2010 г., 1,724 млрд долл. – в 2011 г. и 1,484 млрд долл. в последующие годы. Мечел по-прежнему зависит от рефинансирования, но рынок, к счастью, дает для этого возможности. В настоящий момент компания ведет переговоры с консорциумом банков о рефинансировании синдицированного кредита на сумму 2,1 млрд долл., реструктурированного в 2009 г. Сделка, как ожидается, будет закрыта через один-два месяца.

Прогноз УРАЛСИБа по металлургической отрасли

На основе отчетности по МСФО/US GAAP, млн долл.

	Рейтинги	Выручка	ЕБИТДА	Ден. средства	Кратк. долг	Долгоср. долг	Проц. расходы	Рентаб. по ЕБИТДА	Чистый долг	Чистый долг / ЕБИТДА	% кратк. долга	ЕБИТДА / Проц. расходы	
2008	ММК	ВВ/Вa2/ВВ	10 550	2 204	1 106	1 276	405	110	20,9	575	0,3	76	20,0
	Евраз	ВВ-/Вa3/ВВ	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	ВВ-/Вa1/ВВ+	11 699	4 688	2 160	1 080	1 930	217	40,1	850	0,2	36	21,6
	Северсталь	ВВ/Вa2/ВВ	22 393	5 366	2 654	1 978	6 278	506	24,0	5 602	1,0	24	10,6
	ТМК	В-/Вa3	5 690	828	143	2 216	994	272	14,6	3 067	3,7	69	3,0
2009	ММК	Вa3/ВВ	5 081	1 140	165	808	1 266	96	22,4	1 909	1,7	39	11,9
	Евраз	В/В2/В+	9 505	1 237	675	1 992	5 931	677	13,0	7 248	5,9	25	1,8
	Мечел	В1	5 754	652	414	1 923	4 074	498	11,3	5 583	8,6	32	1,3
	НЛМК	ВВ-/Вa1/ВВ+	6 140	1 370	1 247	557	1 939	171	22,3	1 248	0,9	22	8,0
	Северсталь	ВВ-/Вa3/В+	13 054	812	2 853	1 478	5 748	601	6,2	4 373	5,4	20	1,4
	ТМК	В/В1	3 461	333	243	1 537	2 214	446	9,6	3 508	10,5	41	0,7
2010П	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		8 644	2 406	400	1 800	4 200	523	27,8	5 600	2,3	30	4,6
	НЛМК		9 221	2 618	1 963	687	2 061	176	28,4	785	0,3	25	14,9
	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

Наш прогноз на 2010 г. Мы полагаем, что за низкими показателями IV квартала 2009 г. – I квартала 2010 г. последует существенное повышение ЕБИТДА Мечела начиная со II квартала 2010 г. Мы видим для этого следующие основания.

- В горнодобывающем подразделении Мечел планирует увеличить добычу по итогам 2010 г. почти на 50%. Руководство компании сообщило, что Южжубассуголь уже добывает больше угля, чем до кризиса.
- Во II квартале 2010 г. сложилась благоприятная ценовая конъюнктура: согласно нашей оценке, цены выросли на 20–25% по сравнению с предыдущим кварталом как в горнодобывающем, так и в металлургическом сегментах.
- В III квартале ожидается дальнейший рост производства. Хотя цена угля, возможно, начинает снижаться, пока неизвестно, насколько существенным окажется ее падение.
- Во II квартале издержки горнодобывающего сегмента, скорее всего, снизились, поскольку отложенные ремонтно-профилактические работы, на которые мы ссылались выше как на одну из причин снижения рентабельности в IV квартале 2009 г. – I квартале 2010 г., к настоящему моменту завершены.

Основным объектом капвложений Мечела остается Эльгинское угольное месторождение в Якутии, где компания решила начать добычу угля открытым способом, не дожидаясь завершения строительства железнодорожной ветки до Транссиба. Вначале уголь будет транспортироваться самосвалами до ближайшей железнодорожной станции, затем по железной дороге – до Транссиба, а затем до обогатительных фабрик Южжубассугля. По оценке компании, потребности в капвложениях на 2010 г., составят 1,4 млрд долл. Согласно нашим расчетам, Мечел получит по итогам года ЕБИТДА в размере 2,4 млрд долл. Много будет зависеть от результатов II квартала, когда компания, как мы предполагаем, получит ЕБИТДА в размере 700 млн долл. В нашей модели учтены дополнительные потребности в оборотном капитале (необходимом для увеличения продаж) на весь 2010 г. в размере до 400 млн долл., и с учетом процентных платежей это едва ли позволит компании снизить объем чистого долга по сравнению с уровнем конца 2009 г. Наш прогноз ЕБИТДА по итогам 2010 г. может оказаться под угрозой в случае снижения цен на уголь в III квартале, но даже с учетом этого мы не думаем, что

EBITDA компании окажется ниже 2 млрд долл. Исходя из этого наш прогноз отношения Чистый долг/EBITDA на конец 2010 г. находится в диапазоне 2,3–2,8.

Последний квартал, в котором облигации Мечела дешевы. Мы ожидаем, что результаты Мечела за II квартал 2010 г. позволят значительно улучшить отношение инвесторов к кредитному профилю компании. После этого скепсис в отношении кредитного риска Мечела уменьшится, а кредитный спред заметно сократится, чего мы, правда, ждем уже достаточно долго. Исходя из этого в ближайшие три-четыре месяца можно ожидать роста котировок находящихся в обращении облигаций Мечела. По нашему мнению, лучшим способом выиграть от этого являются длинные позиции в трехлетних бумагах, таких как Мечел-БОЗ и Мечел-БО2, которые в настоящий момент котируются близко к номиналу с доходностью чуть ниже 10%.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

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

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@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 долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, 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