

### СЛАБЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА ЯНВАРЬ–МАРТ: ЖДЕМ ВЗРЫВНОГО РОСТА ВО II КВАРТАЛЕ?

#### Опубликована отчетность за I квартал 2011 г. по US GAAP

**ЕБИТДА сократилась почти на 7% за квартал.** В среду Мечел опубликовал финансовые результаты по US GAAP за I квартал и провел телефонную конференцию для инвесторов. Выручка компании в отчетном периоде повысилась на 6% за квартал до 2,94 млрд долл., валовая прибыль практически не изменилась по сравнению с IV кварталом 2010 г. (+1,8%) и составила 1,02 млрд долл., тогда как ЕБИТДА сократилась почти на 7% квартал к кварталу до 567 млн долл. Как следствие, рентабельность по ЕБИТДА упала до 19,3% с 21% в предыдущем квартале. Отрицательное влияние на показатели Мечела в отчетном периоде прежде всего оказали сезонные факторы и растущие издержки, а также приостановка работ на обогатительной фабрике «Нерюнгринская» (вследствие аварии в конце декабря 2010 г., частично восстановлена в середине февраля 2011 г.: два из трех блоков повторно введены в эксплуатацию), что стало причиной сокращения производства конечного продукта на Якутугле. Отметим, что с мая фабрика вновь работает в штатном режиме.

**Рост чистого долга при небольшом снижении леввериджа.** Суммарный долг Мечела (включая обязательства по аренде) увеличился на 12,1% до 8,4 млрд долл., чистый долг вырос на 14,5% до 8,2 млрд долл. Увеличение чистого долга объясняется сохраняющимся отрицательным значением операционного денежного потока (в основном по причине роста оборотного капитала) и масштабной инвестиционной программой (в I квартале компания направила на капвложения 335,2 млн долл., суммарные капзатраты в 2011 г., как ожидается, составят порядка 2,3 млрд долл.). Вместе с тем компании удалось немного сократить левверидж в терминах Чистый долг/ЕБИТДА до 3,5 с 3,6 на конец 2010 г. Мечел по-прежнему эффективно управляет ликвидностью: коэффициент ликвидности вновь превышает 1, что считается комфортным уровнем. Отрицательный операционный денежный поток главным образом объясняется сезонным пополнением запасов и аварией на Якутугле.

**Мечел обнародовал производственный план для Эльгинского месторождения.** Как сообщила компания, начало добычи на Эльгинском месторождении намечено на август текущего года, объемы добычи угля составят 300 тыс. т в 2011 г. и 2 млн т в 2012 г. Всего в текущем году компания планирует добыть 31 млн т угля и 12,5 млн т железной руды.

**Слухи о готовящемся IPO добывающего подразделения – не более чем слухи?** Из комментариев менеджмента относительно слухов о подготовке IPO добывающей «дочки» компании следует, что на данный момент компания не выдавала мандатов на организацию размещения и пока не имеет конкретных планов на этот счет. Руководство Мечела подтвердило, что совет директоров компании намерен одобрить допэмиссию в размере 32% уставного капитала, однако лишь с целью обеспечить компанию дополнительными финансовыми ресурсами на случай покупки новых активов или IPO, но в отдаленном будущем. Мы полагаем, что компании необходимы новые источники фондирования для финансирования инвестиционной программы или сокращения долга, и все же считаем проведение IPO в 2011 г. весьма вероятным.

#### Ключевые показатели Мечела

US GAAP, млн долл.

	2009	I кв.10	2010	I кв. 11
Выручка	5 754	1 900	9 746	2 934
Валовая прибыль	1 793	645	3 597	1 021
ЕБИТДА	643	254	2 015	567
Чистая прибыль	76	83	692	339
Краткосрочный долг	1 923	2 141	2 127	2 474
Долгосрочный долг	4 074	4 271	5 371	5 932
Чистый долг	5 582	6 076	7 158	8 193
Суммарный долг	5 997	6 412	7 498	8 406
Собственный капитал	4 331	4 416	4 951	5 467
Активы	13 183	13 779	15 776	17 510
Валовая рентабельность	31,2	33,9	36,9	34,8
Рентабельность ЕБИТДА	11,2	13,4	20,7	19,3
Чистая рентабельность	1,3	4,4	7,1	11,5
Долг/ЕБИТДА	9,3	5,9	3,7	3,6
Чистый долг/ЕБИТДА	8,7	5,6	3,6	3,5
ЕБИТДА/Проценты	1,3	2,1	3,6	4,0
Акционерный капитал/Активы	0,33	0,32	0,31	0,31
Акционерный капитал/Долг	0,72	0,69	0,66	0,65
Доля краткосрочного долга, %	32,07	33,39	28,37	29,43
Коэффициент ликвидности	0,82	0,83	1,13	1,19
ОДП	562	(97)	(147)	(347)
Ден. поток от инвест. деят.	(710)	(207)	(1 119)	(365)
Ден. поток от фин. деят.	375	226	1 210	520
Капзатраты	610	214	990	335

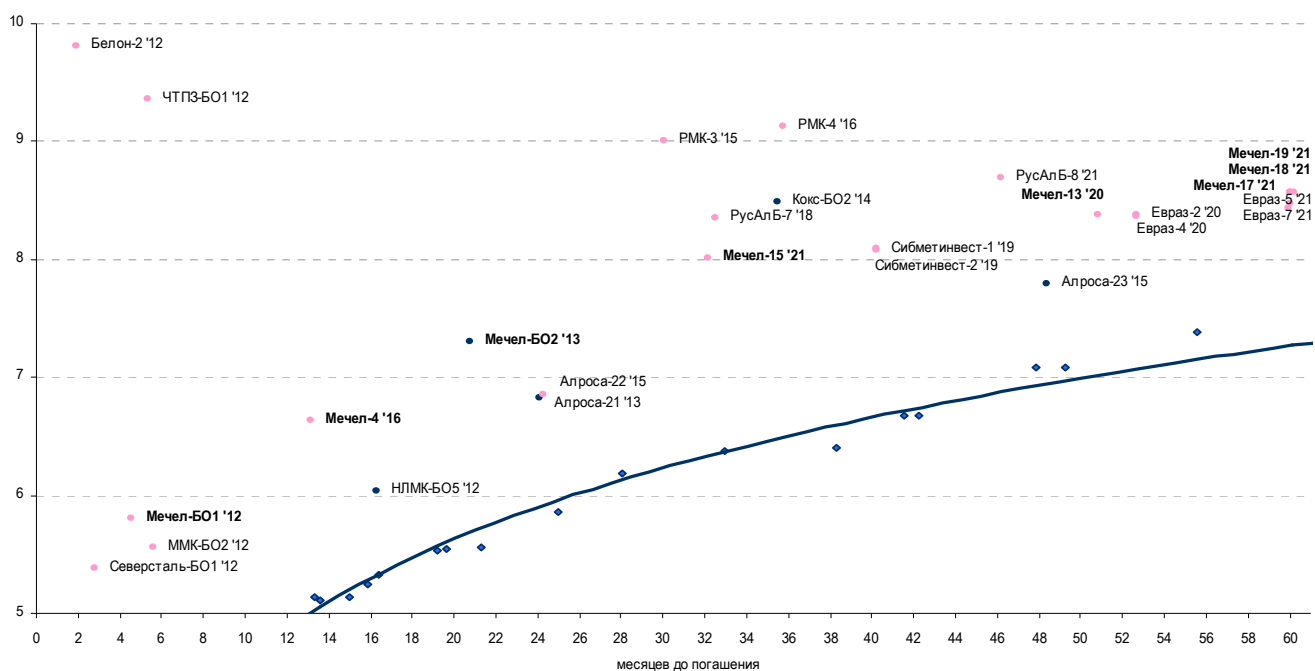
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Менеджмент намекнул на возможность сильных результатов по итогам II квартала.** В ходе телефонной конференции руководство Мечела сообщило, что согласно действующим ковенантам, отношение Чистый долг/ЕБИТДА на конец I полугодия не должно превысить 3,0. По оценке финансового директора Мечела, компания соответствует этому требованию (учитывая, что II квартал почти закончился). Согласно нашим расчетам, это означает, что (при условии сохранения чистого долга на уровне 8,2 млрд долл. по итогам II квартала) ЕБИТДА Мечела в апреле–марте составит как минимум 940 млн долл., что предполагает внушительный рост показателя на 66% за квартал. Даже при более консервативной оценке чистого долга на уровне 7,94 млрд долл. (без учета обязательств по финансовой аренде, так как точные параметры ковенантов нам неизвестны), для соответствия указанному требованию компании необходимо, чтобы ЕБИТДА во II квартале 2011 г. составила около 850 млн долл., что на 50% больше, чем в I квартале. Как в том, так и в другом случае добиться такого роста Мечелу будет крайне непросто. Отвечая на вопрос, касающийся данной ситуации, менеджмент Мечела заявил, что как положительная динамика ЕБИТДА, так и сокращение чистого долга способствовали снижению левериджа до требуемого уровня не более 3,0 к концу I полугодия. Благоприятная рыночная конъюнктура во II квартале привела к уменьшению запасов, аккумулированных в январе–марте, и сокращению оборотного капитала. Кроме того, после возобновления работ на фабрике «Нерюнгринская», объемы производства на ней превысили доаварийный уровень. Все эти факторы назывались менеджментом Мечела в числе основных причин существенного роста ЕБИТДА и операционного денежного потока. Отметим, что вопрос, касавшийся возможных санкций за нарушение ковенантов, руководители Мечела оставили без ответа. После достаточно слабых результатов I квартала нам сложно принять на веру оптимистичный прогноз компании, поскольку для его реализации необходимы значительные факторы роста. Таким образом, в данном вопросе у нас нет однозначного мнения. Прежде всего мы рассчитываем, что компания будет по-прежнему выполнять все ковенанты на конец I полугодия и далее.

**Евраз выглядит более привлекательно.** По нашему мнению, бонды Мечела могут быть интересны инвесторам с точки зрения текущей доходности, однако среди облигаций металлургических компаний мы отдаем предпочтение выпускам Евраза. У нас нет оснований сомневаться в финансовой устойчивости Мечела в обозримом будущем, однако в краткосрочной перспективе потенциал сужения кредитного спреда, с нашей точки зрения, практически отсутствует. Евраз намного более успешен в управлении долгом – чистый долг компании в абсолютном выражении практически не изменился по итогам первых трех месяцев года (по сравнению с Мечелом) при существенном снижении левериджа – с 3,1 до 2,7, тогда как краткосрочный долг составил около 10% суммарного показателя. Более того, несмотря на одинаковый рейтинг от Moody's, прогноз по рейтингу Евраза – «Положительный», Мечела – «Стабильный», таким образом, в ближайшей перспективе не исключено повышение рейтинга первой компании. Однако кредитный рейтинг Евраза от Fitch (BB-) уже на одну ступень выше соответствующего рейтинга от Moody's (B1). Если результаты Мечела за II квартал окажутся сильными, его бонды вновь обретут спекулятивную привлекательность. Тем не менее, перспективы такого сценария неочевидны.

### Бонды Мечела должны торговаться с более широким спредом к бумагам Евраза

Рублевые облигации металлургических компаний



Источники: ММВБ

# 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

Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

### Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru  
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru  
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, haltt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@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 2011