

КАЧЕСТВЕННОГО ДОЛГА МНОГО НЕ БЫВАЕТ

ММК размещает новый облигационный заем

ММК увеличивает присутствие на рынке публичного долга.

ММК, один из крупнейших производителей стали в России, вновь выходит на первичный рынок, предлагая инвесторам трехлетние биржевые облигации шестой серии объемом 5 млрд руб. Индикативная ставка купона составляет 7,45–7,65%, что соответствует доходности к погашению на уровне YTM 7,59–7,80%. Мы высоко оцениваем финансовую устойчивость эмитента и не видим серьезных угроз его кредитному профилю. К сильным сторонам компании мы относим:

- благоприятную рыночную конъюнктуру. Мы ожидаем роста производства и потребления стали по итогам 2011 г., а также повышения цен на сырье и конечную продукцию;
- широкий ассортимент выпускаемой продукции и значительную долю продукции с высокой добавленной стоимостью (39% производства в I квартале 2011 г.);
- приоритет внутреннего рынка (76% выручки по итогам I квартала 2011 г.), характеризующегося высокой премией к мировым ценам – 227 долл./т;
- консервативный подход к управлению долгом, и, как следствие, низкий показатель долговой нагрузки как во время кризиса, так и в настоящий момент (2,2 в терминах Чистый долг/EBITDA).
- ввод новых перспективных мощностей – стана 5000, первой очереди холоднопрокатного стана 2000; заключительный этап строительства производственного комплекса «Атакаш» в Турции.
- завершение активного этапа инвестиционной программы: пик капзатрат – 2,21 млрд долл. – был пройден в 2010 г., до 2015 г. среднегодовые капзатраты не превысят 1,5 млрд долл.

Среди негативных факторов мы выделяем:

- зависимость сектора от экономического цикла.
- низкую обеспеченность компании сырьем. На текущий момент ММК лишь на 30% обеспечен собственным железорудным сырьем и на 40% коксующимся углем.
- отрицательное значение свободного денежного потока ввиду реализации масштабной инвестпрограммы (в 2010 г. – 2,21 млрд руб.), тем не менее, наиболее затратные этапы остались позади.
- мы считаем, что эффект от ввода новых мощностей по выпуску продукции с высокой добавленной стоимостью носит отложенный характер и может быть в полной мере отражен в результатах за 2012 г.

Информация о выпуске ММК БО-6

Эмитент	ОАО "ММК"
Рейтинг (S/M/F)	-/Ba3/BB+
Общий объем	5 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	не предусмотрена
Ориентир ставки купона	7,45 – 7,65%
Ориентир по доходности	YTM 7,59 – 7,80%
Тип размещения	Аукцион
Дата аукциона	14 июля 2011 г.

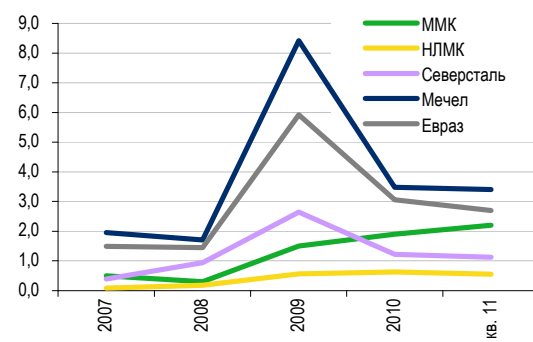
Ключевые финансовые показатели ММК

МСФО, млн долл.	2009	2010	I кв. 2011 г.
Выручка	5 081	7 719	2 216
EBITDA	1 285	1 595	398
Общий долг	2 074	3 548	3 951
Чистый долг	1 909	3 033	3 491
Собственный капитал	10 325	10 686	11 129
Активы	14 833	16 738	18 082
Коэффициенты			
Рентабельность EBITDA, %	25,3	20,7	18,0
Чистый долг/EBITDA	1,5	1,9	2,2
Долг/Собств. капитал	0,2	0,3	0,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Консервативный подход к управлению долгом

Сравнение с аналогами по коэффициенту Чистый долг/EBITDA



Источники: Bloomberg, расчеты УРАЛСИБа

Привлекательная доходность для получения купонного дохода, потенциал сужения спреда – минимальный. На наш взгляд, с точки зрения кредитного качества ММК наиболее близок к Северстали и НЛМК. Вложения в бумаги НЛМК представляют наиболее консервативную ставку в металлургическом секторе, что подтверждается высокими для российского рынка рейтингами компании, которые лишь на одну ступень уступают суверенным. При сравнении ММК и Северстали последняя выглядит более привлекательно по коэффициенту долговой нагрузки, однако у ММК есть, что ей противопоставить – отношение акционерного капитала к долгу у ММК существенно выше, иными словами, его активы в значительно большей степени профинансированы средствами акционеров, чем за счет кредитных ресурсов. Низкое значение показателя сравнительной долговой нагрузки у Северстали во многом объясняется эффектом от доходной части, что при неблагоприятном развитии ситуации на мировых рынках приведет к более резкому росту коэффициента Чистый долг/EBITDA Северстали. Находящийся сейчас в процессе размещения выпуск биржевых облигаций 6-ой серии ММК после эмиссии будет включен в котировальный список «Б», однако в дальнейшем планируется его включение в котировальный список «А1», что благоприятно скажется на ликвидности за счет пенсионных денег. Находящиеся в обращении выпуски ММК торгуются с премией в размере 15–20 б.п. к бумагам НЛМК, что, на наш взгляд, выглядит оправданным, учитывая разницу кредитных профилей и рейтингов. В текущей среде узких спредов, самые длинные из обращающихся выпусков ММК – серии БО-4 и БО-5 с дюрацией 2,39 и 1,67 соответственно – котируются со средним спредом к ОФЗ в размере 125 б.п., экстраполяция которого на новый выпуск предполагает справедливую, по нашему мнению, доходность в размере 7,55%–7,6%, что близко к нижней границе, заявленной организаторами. Однако, хотя такая доходность, с нашей точки зрения, является справедливой оценкой кредитного профиля ММК, и выглядит достаточно комфортно с точки зрения получения купонного дохода, ее уровень все же не предполагает существенного потенциала для дальнейшего сужения спреда.

Сравнение финансовых показателей, I квартал 2011 г.

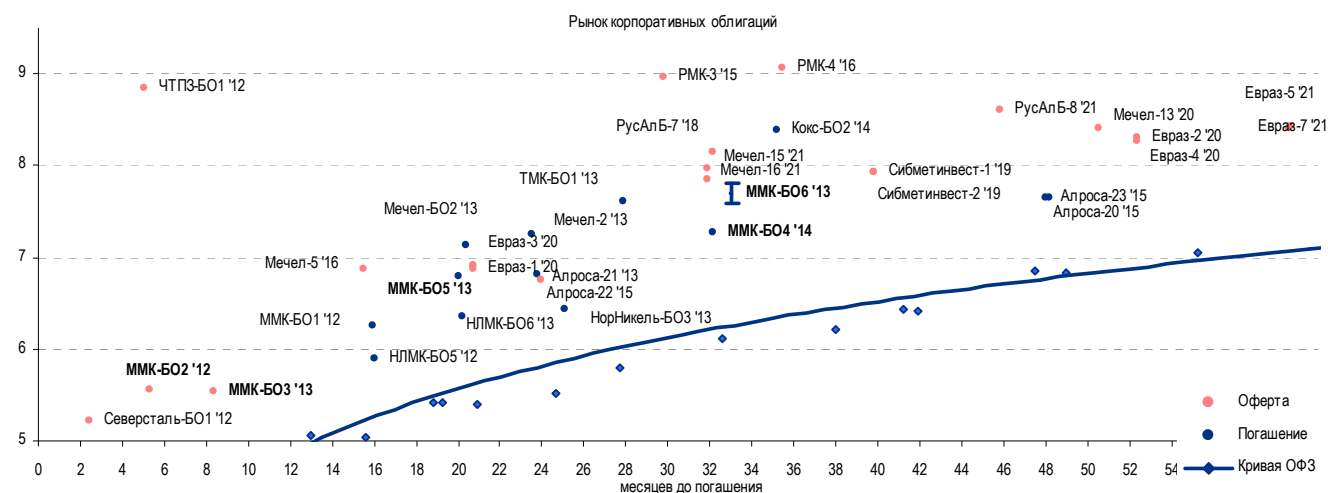
	ММК	НЛМК	Северсталь	Мечел	Евраз*
Выручка	2 216	2 359	3 727	2 935	3 894
EBITDA	398	588	946	594	740
Рентабельность EBITDA, %	18,0	24,9	25,4	20,2	19,0
Активы	18 082	15 151	17 321	17 510	17 601
Капитал	11 129	10 601	8 254	5 467	5 751
Долг	3 951	2 627	6 090	8 406	7 809
Чистый долг	3 491	1 384	4 263	8 193	7 180
Чистый долг/EBITDA	2,2	0,6	1,1	3,4	2,7
Капитал/Долг	2,8	4,0	1,4	0,7	0,7
Рейтинги	-/Ba3/BB+	BBB-/Ba1/BBB-	BB/Ba2/BB-	-/B1/-	B+/B1/BB-

Источники: Bloomberg, расчеты УРАЛСИБа

*Данные по активам и капиталу Евраз - на конец 2010 г.

Справедливая оценка кредитного профиля

Рублевые облигации металлургического сектора на 11.07.2011



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

ОСОБЕННОСТИ ПРОФИЛЯ КОМПАНИИ

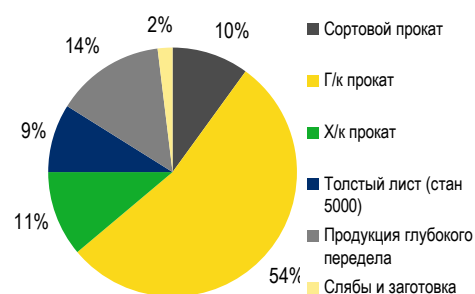
ММК – один из крупнейших представителей российской черной металлургии с производственной мощностью 14 млн т стали в год на российской площадке. В 2010 г. выпуск стали

компания составила 11,4 млн т, металлопродукции – 10,4 млн т, увеличившись на 18% по итогам года. Производственный план компании предусматривает рост производства металлопродукции в 2011 г. на 10–15%. К 2013 г. компания намерена увеличить объем производства на 45%, а к 2017 г. – на 70% относительно уровней 2010 г. Компания представлена широким сортаментом продукции с высокой долей продукции глубокого передела. По итогам 2010 г. доля компании на российском рынке проката выросла до 17,7%, таким образом, по этому показателю ММК вышел на первое место в РФ. Выручка компании за 2010 г. составила 7,72 млрд долл., увеличившись на 52%. Наш прогноз на 2011 г. достаточно консервативен – мы ожидаем роста выручки до 10 млрд руб.

и рентабельности по EBITDA на уровне 19%. Контролирующим акционером компании является председатель совета директоров ММК Виктор Рашников (87%). Акции ММК обращаются на российских площадках – в РТС и на ММВБ, а также на London Stock Exchange в виде ГДР. Рыночная капитализация компании, по данным на 11.07.2011 г., составила 10,95 млрд долл.

Широкий сортамент продукции

Структура сортамента продукции ММК, 2010 г.

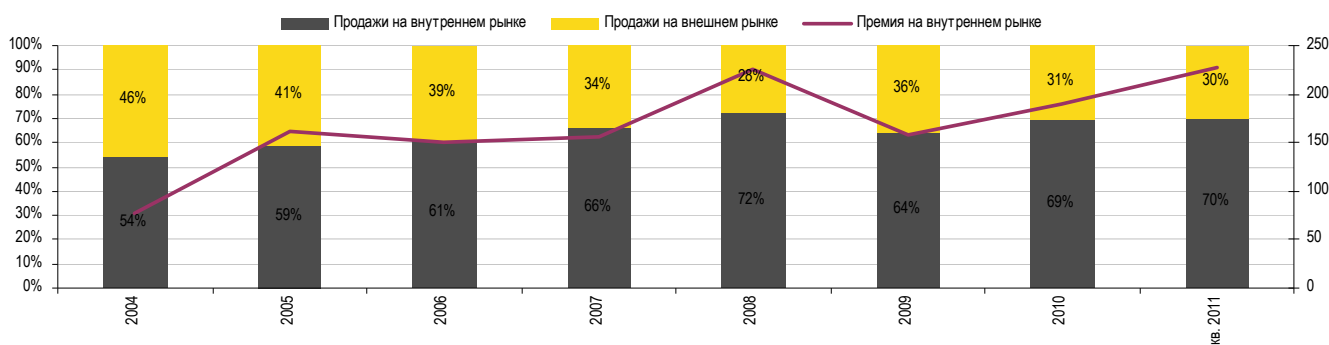


Источники: данные компании

Фокус компании – внутренний рынок. Поставки металлопродукции на внутренний рынок в 2010 г. составили 7,0 млн т, что соответствует 69% продаж компании в натуральном выражении (64% в 2009 г.). В I квартале 2011 г. эта цифра составила 70%, а в денежном выражении доля продаж в РФ и СНГ достигла 76%. Основными потребителями компании на внутреннем рынке являются трубная (34%) и машиностроительная (13%) отрасли, а также предприятия строительной индустрии (11%). По географическому признаку основная доля продаж на внутреннем рынке (71%) приходится на Урал и Поволжье – регионы с большим количеством металлопотребляющих производств. Рост потребления в этих регионах в I квартале текущего года составил 3% по отношению к предыдущему кварталу. На экспорт в 2010 г. было отгружено 3,2 млн т металлопродукции, а в I квартале – 809 тыс. т, что на 40% больше, чем в предыдущем квартале. Крупнейшие экспортные рынки компании – Ближний Восток и Европа, а в структуре экспорта доминирует горячекатаный прокат с долей 80% (по итогам I квартала 2011 г.). Между тем именно рынки РФ и СНГ являются для ММК стратегически значимыми и приоритетными. Исторически внутренние цены на металлопродукцию в России превышают общемировые. Так, по итогам 2010 г. премия составила 190 долл./т, а к концу I квартала 2011 г. выросла до 227 долл./т, при этом отмечается тенденция к ее дальнейшему увеличению, в том числе за счет укрепления рубля.

Компания отдает приоритет внутреннему рынку, где реализует продукцию с премией к мировым ценам

Динамика структуры продаж и ценовой премии



Источники: данные компании

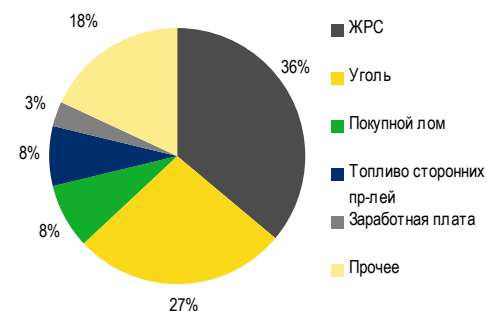
Курс на увеличение доли производства продукции с высокой добавочной стоимостью. В I квартале 2011 г. доля продукции с высокой добавленной стоимостью выросла до 39% с 38% по итогам 2010 г. (31% в 2009 г.). Компания планирует к 2013 г. вдвое увеличить данный показатель в абсолютном выражении относительно уровней 2010 г. и довести его долю в общем объеме производства до 45%. В рамках данной стратегии ММК планирует максимизировать производство на стане 5000 и приступить к производству высококачественного х/к проката на стане 2000, запуск первой очереди которого запланирован на июль 2011 г. Все перечисленные факторы окажут положительное воздействие на рентабельность, которая снижалась в последние годы.

Низкая обеспеченность сырьем на фоне его продолжающегося удорожания – причина падения рентабельности...

Одним из самых серьезных минусов ММК остается низкая обеспеченность сырьем. По итогам 2010 г. дочернее предприятие ММК Белон (ММК принадлежит 82,6%), с добычей в 4,2 млн т коксующегося угля, закрыло не более 40% потребности компании в угле. Также компания лишь на 30% обеспечена собственным железорудным сырьем, а оставшиеся 70% получает от казахстанского ССГПО. Доля ЖРС в себестоимости сляба по результатам I квартала 2011 г. составила 36%, угля – 27%, при этом себестоимость производства сляба за год выросла с 287 долл./т до 450 долл./т к концу I квартала 2011 г. Тем не менее, поставки основных видов сырья ведутся в рамках долгосрочных контрактов, заключенных с ключевыми поставщиками сырья, что делает затраты на сырье более предсказуемыми. Так, был подписан десятилетний контракт на поставку ЖРС с ССГПО. Кроме того, был заключен пятилетний контракт на поставку угля с Распадской, который закрывает до 25% потребностей ММК в данном виде сырья, и четырехлетний трехсторонний контракт с ХК «Сибирский деловой Союз» и Кузметуглем (обеспечит до 40% необходимого ММК угля). В 2009 г. ММК купил компанию «Профит», которая полностью закрывает текущую потребность ММК в металлоломе. По состоянию на конец 2010 г. ММК был обеспечен собственной электроэнергией на 75%.

ЖРС и уголь – ключевое сырье

Структура стоимости сляба, I кв. 2011 г.



Источники: данные компании

...однако компания активно работает над расширением ресурсной базы. В 2006 г. ММК получил лицензию на разработку Приоскольского месторождения, являющегося частью железорудного бассейна «Курская магнитная аномалия». Запасы богатых руд на месторождении оцениваются в 45,2 млн т, а запасы неокисленных железистых кварцитов – в 2 млрд т. По предварительной информации, ввод первой очереди месторождения увеличит добычу собственной руды на 25 млн т и обеспечит до 80% текущей потребности ММК. Общая производственная мощность проекта составляет, по оценке компании, 50 млн т железной руды в год, что превышает потребности ММК в этом сырье. В будущем компания рассматривает возможность поставки сырья с данного месторождения на предприятия «Атакаш» в Турции. В настоящий момент компания завершает ТЭО, более подробная информация о проекте может быть обнародована в III квартале 2011 г. Также ММК работает над увеличением производства собственного концентрата коксующегося угля, ожидая его роста на 50% к 2017 г. Рост обеспеченности собственным сырьем будет способствовать повышению рентабельности бизнеса и снижению неопределенности в вопросе, насколько успешно компании удастся перекладывать рост сырьевых цен на потребителей конечной продукции.

Запуск стана 5000 позволит компании преуспеть в реализации политики импортозамещения. ММК в 2009 г. стал первой компанией на территории современной России, запустившей широкоформатный стан 5000. Технические характеристики стана позволяют выпускать высококачественный толстый лист с шириной до 4 800 мм, а его мощность составляет 1,5 млн т в год. В России, помимо ММК, широкоформатный стан (построенный еще в 1985 г.) работает на Колпинском заводе Северстали, однако его мощность не превышает 0,8 млн т в год. Еще один стан 5000 строится на Выксунском металлургическом заводе. При этом потребность российской промышленности в широкоформатном прокате крайне велика, принимая во внимание многочисленные амбициозные проекты по строительству протяженных нефте- и газопроводов, масштабному возведению мостов и т.д. В отсутствие достаточного внутреннего предложения высоким спросом пользовалась импортная продукция, и после запуска стана 5000 ММК имеет все шансы заместить ее собственным производством. Так, у ММК уже заключены соглашения с крупнейшими игроками трубной отрасли – ТМК, ЧТПЗ, а правительство, в свою очередь, призвало трубные компании максимально сократить долю закупок импортного толстого листа.

Начало эксплуатации стана 2000 положительно отразится на рентабельности. Еще одним приоритетным направлением для компании является введение в эксплуатацию стана 2000 по выпуску холодного проката. Запуск первой очереди приурочен ко Дню металлурга 17 июля 2011 г., вторая очередь будет запущена летом 2012 г. Общая мощность стана – 2 млн т в год, его характеристики позволяют выпускать до 700 тыс. т оцинкованной продукции, 400 тыс. т холоднокатаной продукции и до 900 тыс. т нагартанной продукции. Ввод в эксплуатацию данного оборудования позволит выпускать высококачественный прокат по современным технологиям, наиболее востребованный в автомобилестроении, производстве бытовой техники и строительстве. Таким образом, ММК отчасти делает ставку на развитие автомобилестроения в РФ. Если сейчас, согласно оценкам компании доля высокопрочных марок стали в отечественном автопроме (с учетом производства иномарок на территории РФ) не превышает 25%, то к 2020 г. их доля должна вырасти до 60%, а потребление стали в секторе, согласно прогнозам, вырастет более чем вдвое относительно текущих уровней. Тем не менее мы считаем, что в полной мере оценить положительный эффект от ввода новых мощностей ММК удастся не ранее конца 2012 г.

«Атакаш» – ставка на приоритетный экспортный рынок для ММК. Компания продолжает реализацию проекта по строительству комплекса по производству металлопроката в Турции (приоритетный для ММК экспортный рынок), проектной мощностью 2,3 млн т в год. Комплекс базируется в Стамбуле и Искендеруне. На производственной площадке в Искендеруне запущены все основные производственные объекты. Так, в конце 2010 г. был запущен цех холодной прокатки, в марте 2011 г. был введен в эксплуатацию электросталеплавильный цех, а в мае был пущен стан горячей прокатки. В настоящий момент весь металлургический комплекс находится в процессе выхода на проектную мощность. Сортамент основной продукции, производимой на турецком заводе, составляют горячий прокат, оцинкованный прокат и прокат с полимерным покрытием. В 2010 г. на заводе было произведено 156 тыс. т продукции, основная доля которой пришлась на горячий прокат. Выход на полную производственную мощность ожидается к 2012 г. Общая стоимость реализации проекта оценивается в 2,1 млрд долл. Рынок металлопродукции Турции растет высокими темпами и испытывает структурный дефицит плоского проката. Так, в 2010 г. объем потребления плоского проката составил 8 млн т, а производство – 4 млн т. Таким образом, у ММК есть шанс занять свободную нишу.

«Политический хедж». Мы считаем, что ММК обладает мощным политическим ресурсом. Не секрет, что главный бенефициар компании Виктор Рашников, войдя в региональный список Единой России на выборах в областное Заксобрание наряду с губернатором Михаилом Юревичем и председателем парламента Владимиром Мякушем, стал, по сути, «лицом» партии. Также недавно стало известно о вступлении 20-тысячного коллектива компании в созданный премьер-министром Владимиром Путиным Объединенный Народный Фронт. Сам же Путин в начале июля похвалил руководство ММК за соблюдение самых высоких экологических стандартов и положительно оценил перспективы ввода нового стана 2000. Это не первые комплименты Путина в адрес руководства ММК, и не первый его визит на предприятие, о чем он, кстати, сам и упомянул. Все эти косвенные признаки позволяют нам сделать вывод, что руководство ММК лояльно по отношению к действующей власти, которая отвечает ему взаимностью, и важность этого фактора трудно переоценить. Кроме того, принимая во внимание высокую долю продаж на внутреннем рынке, а также стратегическую значимость предприятия, мы убеждены, что ММК будет оказана необходимая господдержка в случае неблагоприятного развития ситуации на рынках сбыта. Отметим, что эти предположения являются нашими субъективными суждениями, основанными на информации публичных СМИ.

Рейтинговые агентства позитивно оценили улучшение финансовых показателей. Положительные финансовые результаты компании в 2010 г. не остались незамеченными рейтинговыми агентствами. В середине мая Fitch повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента на одну ступень с «BB» до «BB+». Теперь это максимальный рейтинг для ММК. Ранее во второй половине 2010 г. Moody's и Fitch повысили прогнозы по рейтингам ММК до позитивного уровня.

ОТРАСЛЬ

В 2010 г. рост производства и потребления стали в мире продолжился. В 2010 г. цены на металлопродукцию, как на внешнем, так и внутреннем рынках выросли на 20-25%, отражая в себе как рост цен на основное сырье, так и растущий спрос на мировых рынках. Согласно данным World Steel Association (WSA), общий объем производства стали в мире по итогам 2010 г. составил 1,41 млрд тонн, увеличившись на 14,9% и превысив докризисный пик 2007 г. в 1,35 млрд тонн. Объем мирового потребления за 2010 г. вырос на 13,2% до 1,28 млрд тонн. Согласно предварительной оценке за первые 5 месяцев 2011 г. объем мирового производства стали продолжил расти, прибавив 7,5% год к году, и составил 631 млн тонн. Мы ожидаем продолжения роста объемов производства и потребления стали на фоне умеренного восстановления темпов мировой экономики. Важным игроком на рынке стали является Китай, являясь не только крупнейшим производителем (44,3% от всей произведенной стали в 2010 г.), но и крупнейшим потребителем (44,9%) и импортером (22,4 млн тонн в 2010 г.). Мировые рынки выражали опасения относительно влияния начавшегося цикла ужесточения денежно-кредитной политики в Китае на мировые сырьевые рынки, в частности на рынок стали, однако, согласно последней статистике, пока опасения не оправдались – по итогам пяти месяцев 2011 г. Китай нарастил производство стали на 9,5% год к году. Темпы роста ВВП в Китае, хоть и снизились, но все равно сохраняются на высоком уровне – по итогам I кв. 2011 г. рост год к году составил 9,7%, что предполагает дальнейший рост потребления стали. Тем не менее, стоит иметь в виду, что среднесрочной угрозой для рынка остается надвигающееся во всем мире ужесточение денежно-кредитной политики и изъятие ликвидности, что, в случае излишне резких действий со стороны мировых Центробанков, окажет негативное воздействие на производство и ценовую конъюнктуру рынков. Однако в настоящее время цены на сталь находятся в растущем тренде и мы ожидаем продолжения тенденции, на фоне роста потребления и удорожания сырья. Наш прогноз предполагает 20-процентный рост среднегодовой цены на горячекатаную сталь в 2011 г.

Рост цен на руду в начале года обеспечит высокую себестоимость производства во II квартале 2011 г.

Цены на железную руду (Iron Ore Fines CFR China Port), долл. за тонну



Источники: Bloomberg

Цены на сталь на подъеме

Цена на горячекатаную сталь, долл. за тонну

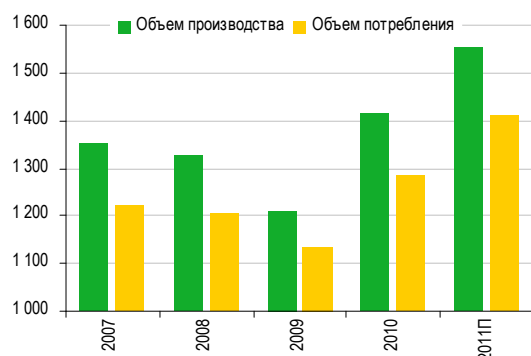


Источники: SBB, Bloomberg

Россия до сих пор не вернулась на докризисные уровни по объему производства... По данным WSA, Россия по объему производства, составившему в 2010 г. 67 млн тонн стали (+11,7% к уровню 2009 г.), заняла 5 место в мире. Между тем, в отличие от общемирового показателя, докризисный пик (72,4 млн тонн в 2007 г.) по-прежнему не преодолен. Важно отметить, что внутреннее потребление стали растет существенно более высокими темпами – по итогам 2010 г. его уровень составил 35,7 млн тонн, что предполагает прирост относительно 2009 г. на 43,4%. Также Россия занимает второе место по итогам 2010 г. в рейтинге нетто-экспортеров с показателем в 24 млн тонн. Импорт стальной продукции в Россию составил 3,6 млн тонн, причем в основном импортируется высококачественная продукция, с высокой добавленной стоимостью. Учитывая, что стратегия ММК нацелена на внутренний рынок, высокие темпы роста потребления окажут благотворное воздействие на результаты компании, как и политика импортозамещения посредством пуска продукции на новых станах 2000 и 5000.

Объем мирового производства превысил докризисный пик

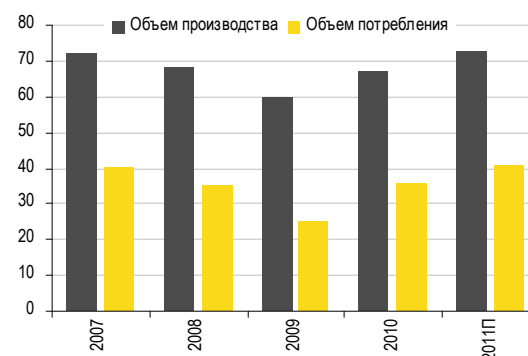
Производство и потребление стали в мире, млн тонн.



Источники: WSA, оценки УРАЛСИБа

В России потребление растет опережающими темпами

Производство и потребление стали в России, млн тонн.



Источники: WSA, оценки УРАЛСИБа

...но сохраняет потенциал. По итогам первых пяти месяцев 2011 г. объем производства стали в России составил, согласно предварительной оценке WSA, 28,9 млн т, увеличившись на 5,1% год к году. Мы ожидаем сохранение тенденции к посткризисному восстановлению производства; по нашему прогнозу, в 2011 г., объем производства в России вырастет на 10%. Способствовать этому будет рост общемирового потребления (большинство отечественных сталелитейщиков все же ориентированы на экспорт), а также внутренний спрос, в особенности со стороны трубной отрасли, строительной сектора и автопрома. Так, в 2010 г. предприятия трубной промышленности на фоне восстановления докризисных объемов потребления (в том числе за счет высокой цены на нефть) столкнулись с дефицитом внутреннего производства и были вынуждены увеличить импорт на 139%. Росту внутреннего спроса также окажут поддержку расширение оборонного заказа и увеличение объемов жилищного строительства и строительства инфраструктуры. Не стоит забывать и о таких крупных проектах, как Универсиада в Казани в 2013 г., Олимпиада в Сочи в 2014 г. и чемпионат мира по футболу 2018 г.

ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Финансовые результаты достойные... На момент написания настоящего обзора наиболее релевантной была отчетность ММК за I квартал 2011 г. по МСФО. За первые три месяца текущего года выручка компании составила 2,22 млрд руб., увеличившись на 14% квартал к кварталу при росте производства на 8% за тот же период. EBITDA в I квартале 2011 г. не претерпела серьезных изменений, составив 398 млн долл., однако рентабельность снизилась до 18% с 20,9% в IV квартале 2010 г. Между тем по итогам прошлого года ММК также продемонстрировал снижение рентабельности – показатель составил 20,7% против 22,9% в 2009 г. Снижение рентабельности, на наш взгляд, является следствием низкой самообеспеченности сырьем в условиях его удорожания (цены на ЖРС выросли за I квартал в среднем на 20–30%, на уголь – на 12%). Причем, несмотря на увеличение доли продукции с высокой добавленной стоимостью, переломить обозначенную тенденцию компании пока не удается. Чистая прибыль ММК за I квартал выросла более чем втрое до 134 млн долл. за счет дохода от курсовых разниц в размере 74 млн долл.

...но рентабельность компании под давлением. Согласно заявлениям компании, во II квартале 2011 г. рост цен на основное сырье продолжился – железорудное сырье и коксующийся уголь подорожали примерно на 20%. При этом заявления менеджмента в том, что компания в состоянии переложить рост цен на сырье на потребителей, вызывает у нас сомнения – раньше рост стоимости сырья все же сказывался на рентабельности. Таким образом, мы считаем, что во II квартале 2011 г. показатели рентабельности ММК вновь под угрозой. Во второй половине года компания не ждет существенного роста цен на сырье. В наши прогнозы мы закладываем рентабельность по EBITDA на конец 2011 г. на уровне 19%.

Ключевые финансовые показатели ММК по МСФО, млн долл.

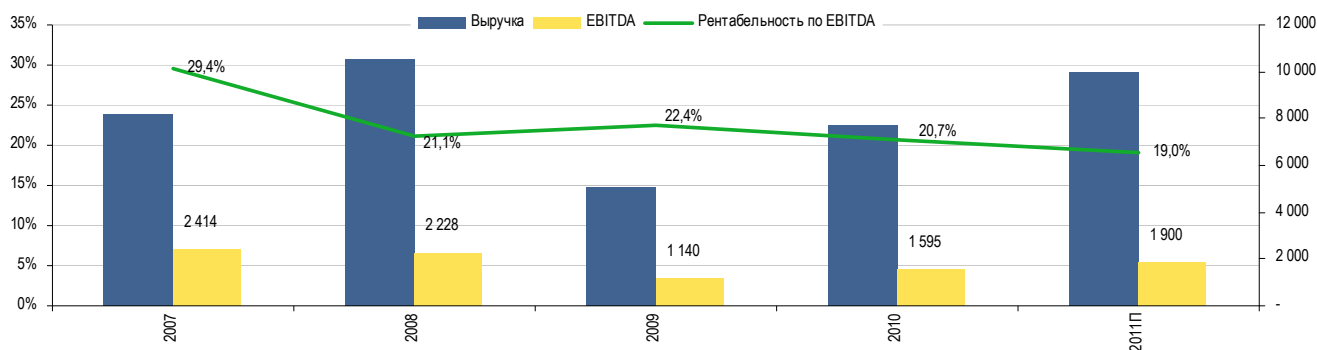
	2008	2009	IV кв.10	2010	I кв. 11	Изм. за кв., %	2010 / 2009, %	2011П
Выручка	10 550	5 081	1 944	7 719	2 216	14,0	51,9	10 000
Валовая прибыль	2 715	1 141	352	1 767	441	25,3	54,9	
EBITDA	2 228	1 140	407	1 595	398	(2,2)	39,9	1 900
Чистая прибыль	1 081	219	42	232	134	219,0	5,9	
Долг	1 681	2 074		3 548	3 951	11,4	71,1	
Краткосрочный долг	1 276	808		1 087	1 498	37,8	34,5	
Чистый долг	581	1 706		3 033	3 491	15,1	77,7	3 100
Собственный капитал	9 852	10 325		10 686	11 129	4,1	3,5	
Денежные средства	1 100	368		515	460	(10,7)	40,1	
Активы	14 197	14 833		16 738	18 082	8,0	12,8	
Валовая рентабельность, %	25,7	22,5	18,1	22,9	19,9			
Рентабельность по EBITDA, %	20,9	22,4	20,9	20,7	18,0			19,0
Долг/EBITDA *	0,8	1,8		2,2	2,4			
Чистый долг/EBITDA *	0,3	1,5		1,9	2,2			1,63
EBITDA/Проценты	20,0	11,9		11,4	19,9			13,6
Долг/Акционерный капитал	0,1	0,2		0,3	0,4			
Долг/Активы	0,1	0,1		0,2	0,2			
Доля краткосрочного долга, %	75,9	39,0		30,6	37,9			
Коэффициент ликвидности	1,4	1,4		1,4	1,1			
Ден. поток от операц. деят.	1 925	865	413,0	1 173	198,0	(83,1)	35,6	
Ден. поток от инвест. деят.	(979)	(1 689)	(319,0)	(2 005)	(622,0)	(69,0)	18,7	
Ден. поток от финанс. деят.	62	(40)	(77,0)	1 163	312,0	(73,2)	(3 007,5)	
Капзатраты	2 370	1 613	543	2 209	381	(29,8)	36,9	
СДП	(187,0)	(748,0)	(130,0)	(1 036)	(183,0)			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

* EBITDA за последние 12 мес.

Низкая обеспеченность сырьем давит на рентабельность

Динамика выручки и EBITDA компании, млн долл.



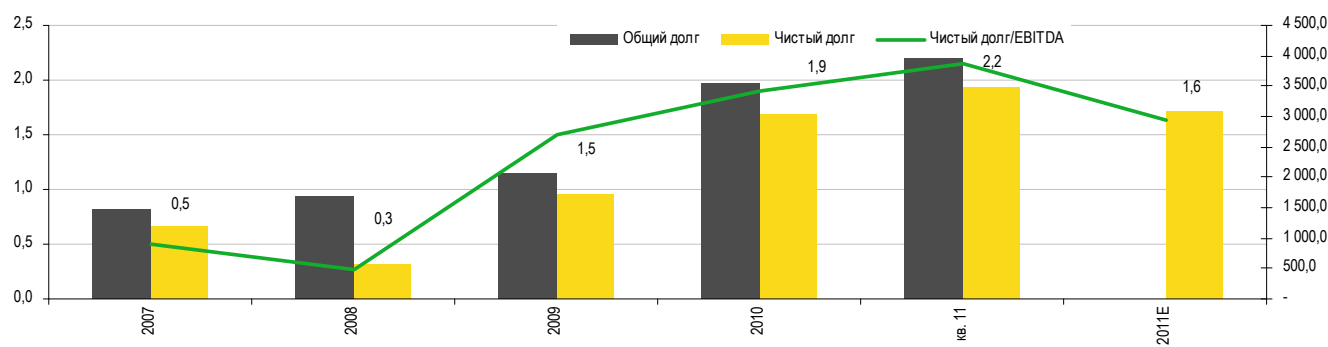
Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

Свободный денежный поток по-прежнему отрицательный. Компания по итогам I кв. 2011 г. вновь продемонстрировала отрицательный показатель свободного денежного потока (-183 млн долл.), обусловленный, по большей части, ростом оборотного капитала, в основном за счет пополнения запасов (160 млн долл.), что является типичным в это время года для компании металлургической отрасли. Еще 243 млн долл. было израсходовано на выкуп доли у турецких партнеров в проекте «Атакаш». Кварталом ранее величина чистого денежного потока также была отрицательной, на уровне -130 млн долл., как и за весь 2010 г – 1,04 млрд долл. Стоит отметить, что в IV кв. 2010 г. компания получила 225 млн долл. денежными средствами в рамках продажи шахты «Листвяжная», ранее принадлежавшей угольной дочке – Белону.

Чистый долг вырос, но кредитный профиль устойчивый. По совокупности факторов, за 2010 г. чистый долг компании увеличился на 55% до 3,03 млрд долл., а по итогам I кв. 2010 г. прибавил еще 15% и составил 3,49 млрд долл. В терминах сравнительной долговой нагрузки, коэффициент чистый долг/EBITDA вырос с 1,9 до 2,2 за первые три месяца 2011 г. Между тем это невысокий показатель для отрасли. Коэффициент ликвидности компании находится выше комфортного значения в 1, на уровне 1.12. Активы компании по-прежнему во многом профинансированы за счет собственного капитала (61,6%), что является существенным фактором устойчивости кредитного профиля ММК. EBITDA компании в I кв. 2011 г. почти в 20 раз превысила процентные расходы. Среди негативных факторов можно отметить существенную величину, приходящуюся на долю краткосрочного долга – 37,9% на конец I кв. 2011 г. Отдельно стоит отметить, что на ММК наложен ряд ковенантов, как, например, потолок по долг/EBITDA на уровне 3,5, соотношение задолженности к капиталу не выше 1:1. Учитывая текущее состояние компании, а также оценивая перспективы ее дальнейшего развития, мы не видим угроз нарушения данных условий.

Долговая нагрузка растет, но к концу 2011 г. мы ожидаем ее снижения

Динамика общего и чистого долга компании и коэффициента ЧД/EBITDA компании



Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

Пик капзатрат пройден. По сообщению компании, на 2010 г. пришелся пик капзатрат (2,21 млрд долл.), и дальше их величина будет снижаться. Запланированный объем инвестиционной программы на 2011 г. – 1,2 млрд долл., а до 2015 г. среднегодовой показатель не превысит 1,5 млрд долл. До 1 ноября нынешнего года ММК также планирует завершить сделку по выкупу доли семьи Атакаш в совместном проекте, что позволит компании консолидировать 100% компании. Сумма, необходимая для завершения сделки, оценивается в 243 млн долл. На наш взгляд, большая часть инвестиционных расходов в 2011 г. будет покрыта за счет операционного потока (который по результатам 2010 г. вырос на 35,6% и составил 1,17 млрд долл.).

Мы консервативны в прогнозах. Мы остаемся верны своему прогнозу и достаточно консервативно оцениваем показатели ММК по итогам 2011 г.: выручка – 10 млрд долл., EBITDA – 1,9 млрд долл. и, соответственно, рентабельность по EBITDA – 19%. Несмотря на рост долга, мы ожидаем, что благодаря его удешевлению процентные расходы в 2011 г. не претерпят существенных изменений относительно 2010 г., когда они составили 140 млн долл. Дополнительную потребность в оборотном капитале мы прогнозируем на уровне 100–150 млн долл. Таким образом, абсолютная величина чистого долга к концу 2011 г. не должна сильно измениться в равнении с концом 2010 г. Как следствие, коэффициент Чистый долг/EBITDA может снизиться до 1,6–1,7, что является консервативным уровнем для отрасли. Кардинально изменить положение дел может решение о приобретении новых крупных активов, чего исключать нельзя, однако о конкретных намерениях в этой связи пока ничего неизвестно.

Не исключаем, что эмитент удлинит свои обязательства. Мы хотели бы еще раз отметить, что доля краткосрочной задолженности у ММК высокая, поэтому, возможно, эмитент захочет удлинить свой долговой портфель, еще раз выйдя на рынок облигаций. Ранее компания заявляла о планах по выпуску евробондов во второй половине текущего года, также у нее зарегистрировано еще 9 выпусков рублевых биржевых облигаций, суммарным объемом 45 млрд руб. На наш взгляд, принимая во внимание валютную структуру долга компании на конец 2010 г. (32% в рублях, 42% в долларах, 26% в евро) и структуру продаж (76% выручки приходится на внутренний рынок), логично предположить, что компания воспользуется рублевыми инструментами.

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, samojlovaa@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 Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@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
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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