

ПРОДОЛЖЕНИЕ РОСТА ДОЛГА И ДРУГИЕ ПРОБЛЕМЫ С ФИНАНСОВОЙ ДИСЦИПЛИНОЙ

Результаты за 2 кв. 2011 г.

Компания представила слабые финансовые результаты. Во вторник Мечел опубликовал отчет по US GAAP за 1 п/г и 2 кв. 2011 г., а также провел телефонную конференцию для аналитиков и инвесторов. Так, по итогам 2 кв. 2011 г. выручка компании увеличилась на 18,3% (здесь и далее динамика дана относительно предыдущего квартала) до 3,47 млрд долл. Скорректированный показатель EBITDA вырос на 8% до 612 млн долл., при этом рентабельность снизилась на 1,7 п.п. до 17,6%. Чистая прибыль во 2 кв. 2011 г. сократилась почти на 40%, составив 209 млн долл., на что, впрочем, серьезно повлияла положительная курсовая переоценка, составившая в 1 кв. 2011 г. 153 млн долл., а во 2 кв. 2011 г. – лишь 11 млн долл. Наш прогноз на конец 2011 г. предполагает, что выручка компании составит 13,45 млрд долл., а EBITDA – 2,33 млрд долл. при рентабельности в 1 п/г 2011 г. на уровне 18,4%.

Добывающий сегмент – безусловный лидер по рентабельности. Добывающий сегмент компании продемонстрировал самые высокие результаты – во 2 кв. 2011 г. выручка от реализации внешним потребителям увеличилась на 33%, составив 1,1 млрд долл., или 32% от консолидированной выручки, а скорректированный показатель EBITDA вырос на 55% до 558 млн долл., что соответствует рентабельности на уровне 40,4% (+7,2 п.п.). Положительное влияние на результаты сегмента оказали благоприятная конъюнктура на рынке угля и железной руды, а также восстановление объемов добычи и переработки угля на Якутугле (к концу июня пострадавшая в конце прошлого года обогатительная фабрика «Нерюнгринская» вышла на полную мощность). Второй по значимости сегмент – металлургический – показал увеличение выручки во 2 кв. 2011 г. на 17% до 2,1 млрд долл. (59% от консолидированного показателя). Скорректированная EBITDA сегмента за этот же период снизилась на 56% до 65,4 млн долл., а рентабельность упала до 3,1% с 8,1% в 1 кв. 2011 г. Снижение рентабельности компания объясняет опережающим ростом цен на сырье над ценами на конечную продукцию, а также закрытием на плановый ремонт Доменной печи №5 на Челябинском меткомбинате (ЧМК), крупнейшем предприятии сегмента. Мы же предполагаем, что подобные сдвиги в прибыльности сегментов могут быть связаны с готовившимся IPO добывающего сегмента.

Долг продолжил рост, компания нарушила ковенанты. Общий долг Мечела за 2 кв. 2011 г. увеличился на 6,1% до 8,92 млрд долл., а чистый долг – на 4,5% до 8,56 млрд долл., чему отчасти способствовало укрепление рубля и соответствующая переоценка рублевого долга. Доля краткосрочной задолженности за последние три месяца снизилась – с 28,7% до 23,1%. При этом, согласно данным презентации по состоянию на 31 августа 2011 г., до конца текущего года компании предстоит погасить или рефинансировать лишь около 746 млн долл., в то время как пик выплат приходится на 2012 г. – 2,88 млрд долл. (32,1% от общей величины долга). В случае эскалации кризисных явлений на финансовых рынках это может оказаться затруднительным для компании. Однако мы считаем необходимым отметить, что в настоящий момент компания располагает ликвидными ресурсами объемом свыше 1,7 млрд долл. – в виде денежных средств, а

Ключевые показатели Мечела

US GAAP, млн долл.					
	2010	1 кв. 11	2 кв. 11	1 п/г 11	2011П
Выручка	9746	2 934	3 472	6 407	13450
Валовая прибыль	3597	1 021	1 184	2 206	
EBITDA	1873	547	567	1 114	2339
Скоррек. EBITDA*	2015	567	612	1 179	2475
Чистая прибыль	692	339	209	548	
Краткосрочный долг	2078	2 411		2 062	
Долгосрочный долг	5241	5 741		6 497	
Общий долг	7498	8 406		8 919	
Ден. средства и экв.	7158	8 193		8 563	
Чистый долг	341	213		356	7817
Капитал	4951	5 467		5 504	
Активы	15776	17 510		18 467	
Валовая рентаб.	36,9	34,8	34,1	34,4	
Рентаб. по EBITDA	19,2	18,6	16,3	17,4	
Скорек. рентаб. по EBITDA*	20,7	19,3	17,6	18,4	
Тек. ликвид-ть	1,1	1,2		1,2	
Долг/EBITDA	4,0	3,9		4,0	3,9
ЧД/EBITDA	3,8	3,8		3,8	3,8
ЧД/Скорр. EBITDA*	3,5	3,4		3,4	3,6
Капитал/Активы	0,3	0,3		0,3	
Капитал/Долг	0,7	0,7		0,6	
Кр. долг, %	27,7	28,7		23,1	
Ден. поток от операций	(147)	(347)	314	(34)	341
Ден. поток от инвестиций	(1 119)	(365)	(443)	(808)	
Ден. поток от фин. деят-ти	1 210	520	306	826	
Капзатраты	(990)	(331)	(427)	(758)	(1800)

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

*показатель, рассчитываемый компанией

также доступа к кредитным линиям. Коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА (используется показатель, который предоставляет компания) не претерпел существенных изменений, сохранившись на уровне 3,4. Наш, более консервативный и унифицированный, расчет ЕБИТДА, а также учет обязательств по договорам финансовой аренды в качестве долга и вовсе дает показатель в 3,8. Однако мы не зря привели показатели, рассчитываемые компанией. Вероятно, именно они используются для тестирования показателей баланса на соответствие ограничительным требованиям кредитных договоров. Следует напомнить, что один из финансовых ковенантов (в частности по привлеченному год назад синдицированному кредиту в объеме 2 млрд долл.) ограничивал значение показателя Чистый долг/ЕБИТДА уровнем в 3,0 на конец 1 п/г 2011 г. Таким образом, Мечел нарушил требование кредиторов. Мы писали о вероятности подобного сценария в нашем комментарии к финансовым результатам 1 кв. 2011 г., публикация которых состоялась за несколько дней до завершения 1 п/г 2011 г. Во время телефонной конференции, посвященной результатам 1 кв. 2011 г., менеджмент компании высказал мнение о том, что компания не нарушит ковенантов. По нашим подсчетам, в тот момент, исходя из предположения, что чистый долг компании во 2 кв. не изменится, рост ЕБИТДА должен был бы превысить 50% квартал к кварталу, чтобы ковенанты не были нарушены. Мы засомневались в способности компании добиться столь внушительного роста ЕБИТДА, и, как оказалось, не напрасно. Тем не менее, в ходе вчерашней телефонной конференции менеджмент сообщил, что нарушение ковенантов не оказало влияния на компанию, в частности не привело к росту стоимости заимствования или к прямому ограничению на выплату дивидендов. Компания достигла новых договоренностей с кредиторами и повысила предельное значение коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА до 3,5 на 2011 г. (Для периода, завершающегося 30 июня 2012 г., ограничение вновь составит 3,0.) Мы считаем, что на конец года компания вновь может «пробить» ковенант – наш прогноз по показателю на конец 2011 г., учитывая принятые компанией правила учета, находится на уровне 3,5–3,6, однако девальвация рубля в 3 кв. 2011 г. может сыграть на руку компании с точки зрения балансовой переоценки долга. На наш взгляд, немаловажным будет сделать акцент на том, что компания уже не первый раз пожертвовала финансовой дисциплиной, однако, когда риски развития новой волны финансово-экономического кризиса велики, это является особенно тревожным звонком.

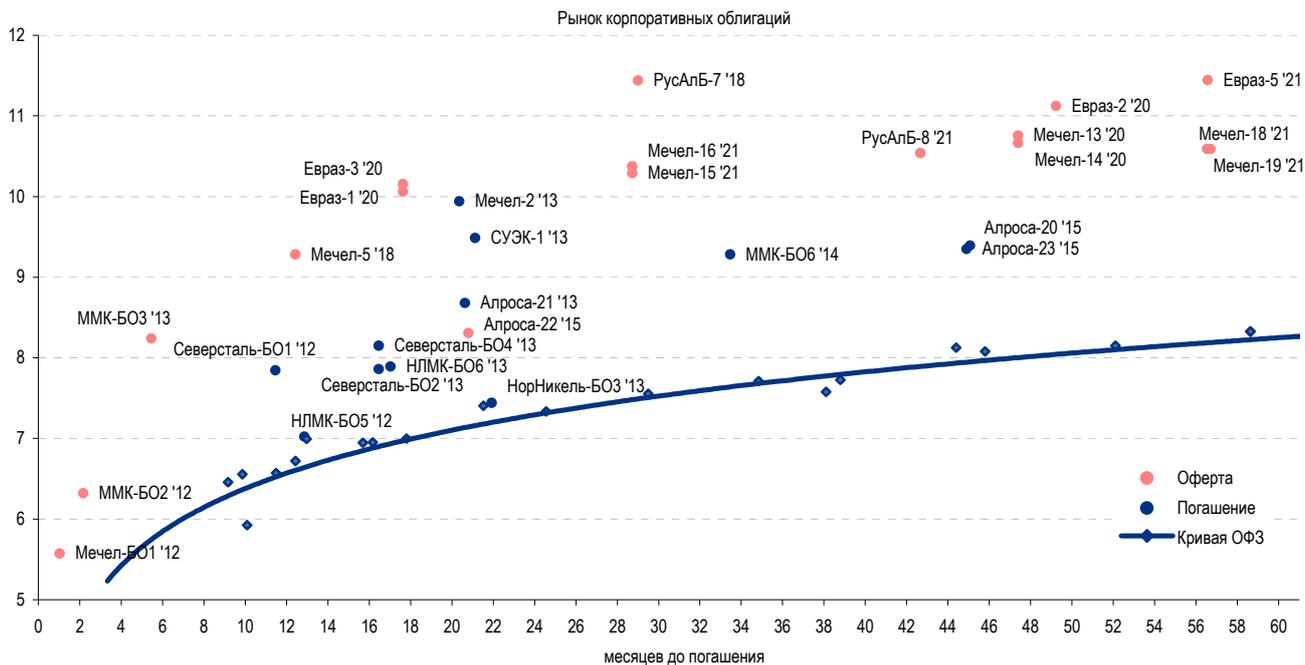
Несмотря на сокращение, инвестпрограмма Мечела все же весьма внушительна. Основная причина, по которой Мечелу не удастся сократить долг, заключается в объемной инвестиционной программе компании при отрицательном денежном потоке. Стоит отметить, что, несмотря на отрицательный денежный поток от операционной деятельности по итогам 1 п/г 2011 г. (-34 млн долл.), во 2 кв. 2011 г. его значение было положительным (314 млн долл.) – преимущественно благодаря существенно меньшим инвестициям в оборотный капитал, чем в 1 кв. текущего года. В ходе телефонной конференции менеджмент компании сообщил, что ввиду ухудшения рыночной конъюнктуры объем запланированной инвестиционной программы на этот год снижен с 2,3 млрд долл. до 1,8 млрд долл.. За 1 п/г 2011 г. капитальные затраты компании составили 758 млн долл., из которых более 560 млн долл. пришлось на горнодобывающий сегмент и, в частности, на запуск Эльгинского месторождения. Как стало известно, Мечел досрочно завершил строительство участка железнодорожного подъездного пути Улак – Эльга с 1 по 209 км. До конца года компания планирует открыть сквозное железнодорожное сообщение и начать строительство обогатительных фабрик. В августе компании уже удалось добыть и доставить потребителям порядка 50 тыс. т угля с месторождения. Также компания сообщила о запуске нового конвертера №2 кислородно-конвертерного цеха на ЧМК, что является первым этапом программы комплексной реконструкции производственных мощностей кислородно-конвертерного цеха ЧМК.

Бумаги Мечела выглядят дорого. Мечел широко представлен на рынке рублевых облигаций. После прошедшей на рынках распродажи доходности бумаг металлургических компаний заметно выросли, не стали исключением и бумаги Мечела. В среднем бумаги компании в настоящий момент торгуются со спредом к ОФЗ на уровне 250–270 б.п. При этом в зависимости от срочности бумаги Мечела торгуются с дисконтом к бумагам Евраз (около 50 б.п.), что, на наш взгляд, абсолютно неоправданно. Кредитные метрики Евраз выглядят более комфортно, особенно в части долга. Также отметим, что до последних продаж на рынке бумаги Мечела обычно предлагали премию к бумагам Евраз от 20 до 40 б.п., что представляется нам более справедливым. Таким образом, в настоящий момент мы считаем бумаги Мечела непривлекательными. Наша оценка их потенциала в обозримом будущем перестала быть оптимистической, учитывая, в том числе срыв планов по IPO горнодобывающего сегмента на фоне обширной инвестиционной программы, ухудшения конъюнктуры на рынках сбыта и, как следствие, угасание надежд на сокращение долга.

См. график на следующей странице.

Облигации Мечела торгуются с дисконтом к бумагам Евраз

Ликвидные рублевые выпуски облигаций компаний металлургического сектора, 11.10.2011 г.



Источники: ММВБ, расчеты УРАЛСИБа

Публикации по теме:

30 июня 2011 г.: Мечел – «Слабые результаты за январь–март: ждем взрывного роста во II квартале? Опубликована отчетность за I квартал 2011 г. по US GAAP».

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110630_FI_Mechel_1Q11%20Review.pdf?docid=10935&lang=ru

12 апреля 2011 г.: Мечел – «Хороший год»

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110412_FI_Mechel_2010%20Review.pdf?docid=10326&lang=ru

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
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Стратегия

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

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Английский язык

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

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
Алексей Смородин, smorodinay@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