

НОВОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ОТ ИЗВЕСТНОГО ЗАЕМЩИКА

Компания размещает биржевые облигации на 5 млрд руб.

ММК вновь выходит на рынок публичного долга. ММК – один из крупнейших производителей стали в России – вполне ожидаемо в очередной раз выходит на первичный рынок. Компания размещает трехлетние биржевые облигации серии БО-08 объемом 5 млрд руб. с полуторогодовой офертой. Размещение запланировано на 16 февраля в форме аукциона по ставке купона. Индикатив организаторов по купону 8,3–8,5% соответствует доходности YtP 8,47–8,68%. К сильным сторонам компании мы относим:

- Прочные позиции на внутреннем рынке – доля ММК в российском производстве г/к проката – 41%, х/к проката – 26%, толстого листа – 34%.
- Приоритет внутреннего рынка (67% в общей отгрузке в 2011 г.), характеризующегося высокой премией к мировым ценам – 243 долл./т в среднем за 2011 г.
- Широкий сортамент выпускаемой продукции и значительная доля продукции с высокой добавленной стоимостью (HVA, 36% производства в 2011 г.).
- Ввод новых перспективных мощностей – стана 5000, первой очереди холоднопрокатного стана 2000, производственного комплекса «ММК Metalurji» в Турции – позволит увеличить объем бизнеса и повысит долю продукции HVA (в планах – до 45% к 2013 г.).
- Завершение активной фазы инвестиционной программы: пик капзатрат – 2,21 млрд долл. – был пройден в 2010 г., план на 2012 г. – 800 млн долл.

Среди факторов риска мы выделяем:

- Повышенная волатильность на сырьевых рынках и циклический характер отрасли в целом.
- Низкая обеспеченность компании собственным сырьем. На текущий момент ММК лишь на 30% обеспечен собственным железорудным сырьем (ЖРС) и на 40% коксующимся углем.
- Существенное наращивание долга в 2011 г. (за 9 мес. 2011 г. чистый долг увеличился на 31%) и, как следствие, долговой нагрузки (с 1,9 на конец 2010 г. до 2,6 на конец 3 кв. 2011 г.). Отсутствие четких перспектив ее сокращения в ближайшее время.
- Отрицательное значение свободного денежного потока ввиду реализации масштабной инвестпрограммы, тем не менее, наиболее затратные этапы остались позади.

Информация о выпуске ММК БО-08

Эмитент	ОАО "ММК"
Рейтинг (S/M/F)	-/Ba3/BV+
Общий объем	5 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	1,5 года
Ориентир ставки купона	8,3-8,5%
Ориентир по доходности	YTP 8,47 - 8,68%
Тип размещения	Конкурс по ставке купона
Дата размещения	16 февраля 2012 г.

Обращающиеся выпуски

MAGNRM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн руб.	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
ММК БО-3	5 000	6,47	26 мар 12	7,37
ММК БО-1	5 000	6,90	15 ноя 12	7,71
ММК БО-5	8 000	7,65	4 апр 13	7,46
ММК БО-4	5 000	7,65	27 фев 14	7,77
ММК БО-6	5 000	7,20	10 июл 14	8,96
ММК БО-7	5 000	7,25	22 июл 14	9,02

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели ММК

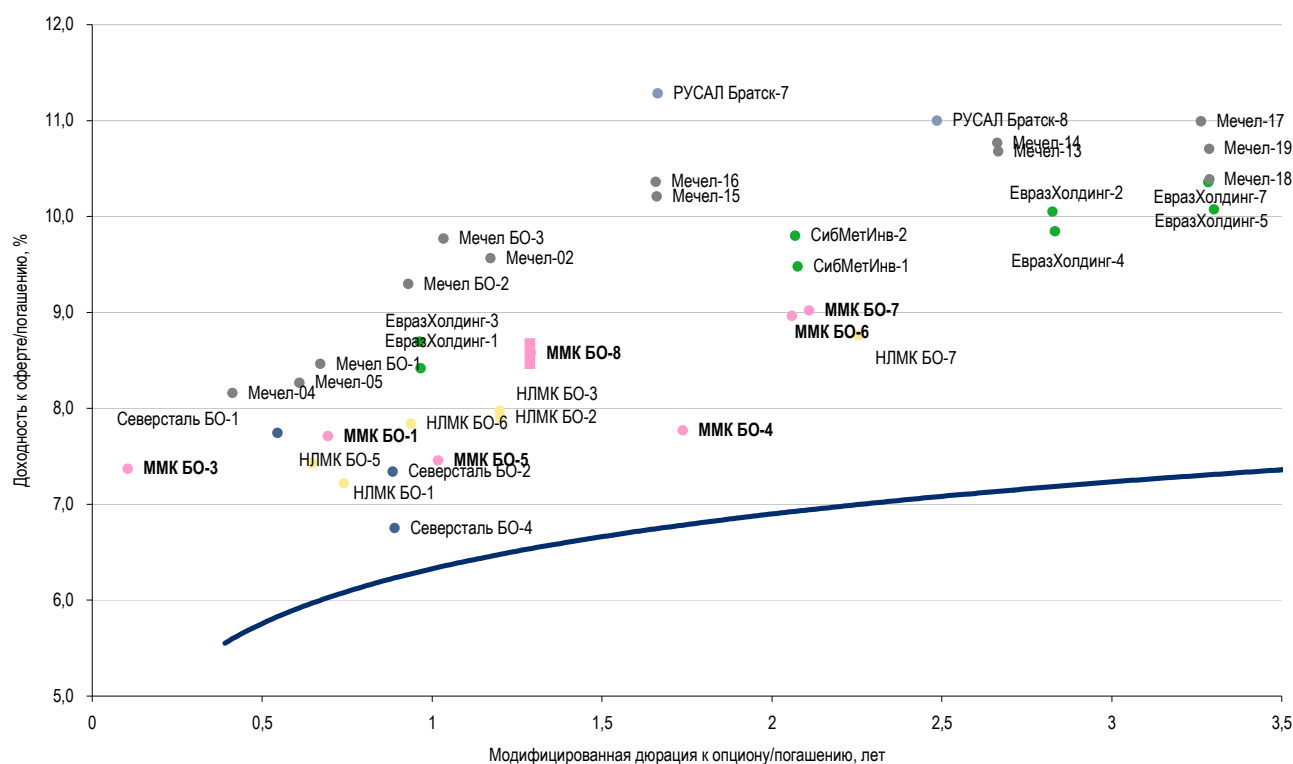
МСФО, млн долл.	2009	2010	9М2011
Выручка	5 081	7 719	7 063
EBITDA	1 165	1 595	1 123
Общий долг	2 074	3 548	4 391
Чистый долг	1 909	3 033	3 973
Собственный капитал	10 325	10 686	9 287
Активы	14 833	16 738	16 327
<i>Коэффициенты</i>			
Рентабельность EBITDA, %	25,3	20,7	15,9
Чистый долг / EBITDA	1,5	1,9	2,6
Долг / Собств. капитал	0,2	0,3	0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации предлагают премию ко вторичному рынку, который оценен справедливо. На наш взгляд, намерение компании вернуться на первичный рынок выглядит более чем оправданным. Во-первых, на рынке, наконец, открылось так называемое окно и текущие размещения проходят крайне удачно. Во-вторых, ММК предстоит рефинансировать/погасить в этом году около 1 млрд долл. долга (по данным на конец 3 кв. 2011 г.; за год принимается период до конца 3 кв. 2012 г.), а также профинансировать сделку по покупке Flinders Mines на сумму около 550 млн австралийских долл. В настоящий момент бумаги компании торгуются со средним спредом к ОФЗ на уровне 150–170 б.п., что выше среднего значения (120 б.п.) до начала фазы активной распродажи во второй половине 2011 г. По нашему мнению, этот уровень выглядит вполне обоснованным, принимая во внимание ослабление кредитных метрик ММК. Ориентир организаторов предполагает доходность к оферте на уровне 8,47–8,68%, что представляется нам справедливым (средний спред 160 б.п. на соответствующей срочности займа участке кривой предполагает доходность 8,2%). Таким образом, даже нижняя граница купона (исходя из сложившейся рыночной конъюнктуры размещение вряд ли пройдет выше) предлагает вполне комфортную премию в размере около 30 б.п. Однако мы не ожидаем существенного улучшения кредитных метрик компании в ближайшей перспективе, и, как следствие, переоценки ее кредитного спреда в сторону понижения, поэтому потенциал роста нового выпуска, на наш взгляд, ограничен.

Новый выпуск предлагает премию ко вторичному рынку даже при минимальной ставке купона

Рублевые облигации металлургических компаний, 10.02.2012



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Компания размещает биржевые облигации на 5 млрд руб.

ММК – один из крупнейших представителей российской черной металлургии с производственными мощностями, расположенными на территории России и Турции. Производственная мощность ММК составляет 14 млн т стали в год на ключевой площадке в Магнитогорске. Производство компании ориентировано на внутренний рынок (67% объема отгрузки в 2011 г.). Компания занимает первое место на российском рынке проката с долей 17,7%. Основные потребители – компании трубной, строительной и автомобилестроительной отраслей, а также предприятия машиностроения, на долю которых в 2011 г. в совокупности пришлось около 61,8% внутренних продаж. 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 Лондонской фондовой бирже в виде ГДР. Рыночная капитализация компании, по данным на 13.02.2012 г., составила 5,5 млрд долл.

Производство стали выросло на 7% по итогам 2011 г. По итогам 2011 г. компания произвела 12,2 млн т стали, что на 7% выше показателя 2010 г. Производство товарной продукции в 2011 г. увеличилось на те же 7% до 11,2 млн т. Росту показателей во многом способствовало наращивание объемов производства на российской площадке и начало выпуска продукции на мощностях в Турции. В добывающем сегменте ММК сохранил объемы добычи коксующегося угля в 2011 г. на уровне 4,2 млн т, в то время как производство концентрата железной руды выросло на 3% до 4,8 млн т, чему отчасти способствовало увеличение производства на дробильно-обогатительной фабрике №5 в Магнитогорске. В 2012 г. ММК планирует повысить объемы производства стали на 15% год к году благодаря выходу на полную производственную мощность проекта «ММК Metalurji» и увеличению потенциала загрузки имеющихся мощностей, а к 2013 г. – на 35% (от уровней 2011 г.) до 16,4 млн т.

Восстановление цен на сталь продолжится. Средняя цена реализации тонны стали у ММК за 2011 г. выросла на 21% до 757 долл., несмотря на квартальное снижение на 6% и 8% в 3 кв. и 4 кв. 2011 г. соответственно. При этом по динамике показателя в октябре–декабре 2011 г. ММК все равно выглядел лучше рынка – за указанный период среднерыночные цены снизились примерно на 10%. Стоит отметить, что с начала года ММК поднял экспортные цены на г/к сталь на 40–50 долл./т в ответ на повышение спроса на сталь как на экспортном, так и на внутреннем рынке. В феврале–марте после окончания новогодних праздников в Китае (23–29 января) мы ожидаем дальнейшего восстановления цен на сталь, что должно положительно отразиться на результатах компании.

В структуре производимой продукции 51% приходится на г/к прокат. Структура производимой продукции за последний год не претерпела серьезных изменений – максимальная доля пришлось на г/к прокат (51% против 50% в 2010 г.). Между тем заметно увеличилась доля сортового проката – с 10% до 14%, что связано с общим восстановлением строительной отрасли в 2011 г., хотя рост показателя отчасти объясняется эффектом низкой базы. К слову, доля компании в российском производстве сортового проката достаточно мала – 8% в 2011 г. (оценка компании), в то время как доля в производстве г/к, х/к проката и толстого листа в среднем составляет 30%.

Максимальная доля – г/к прокат

Структура товарной продукции, 2010 г.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Структура товарной продукции, 2011 г.

В 2011 г. возросла доля сортового проката



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

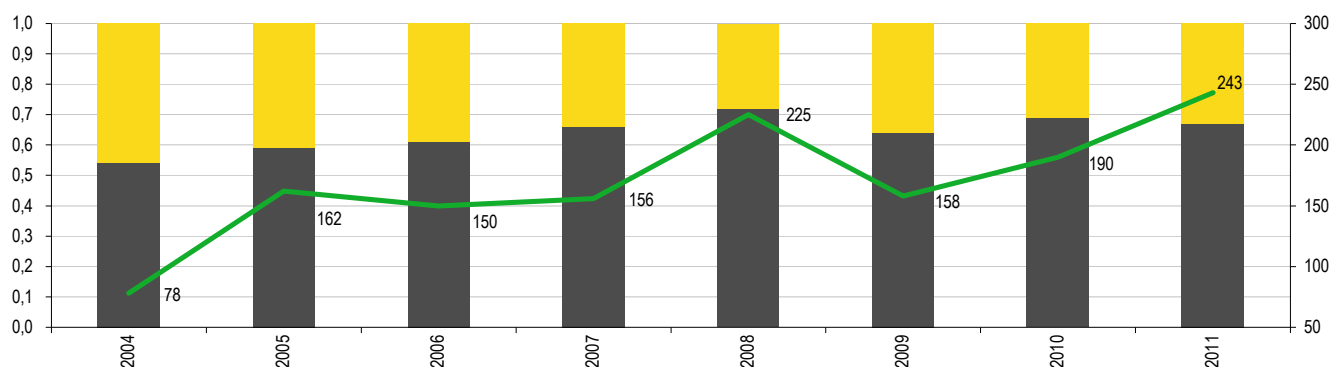
Внутренний рынок остается приоритетным. По итогам 2011 г. на долю продаж на внутреннем рынке (Россия и СНГ) пришлось 67%, что на 2% ниже показателя 2010 г. Снижение доли объясняется, во-первых, увеличением производства на мощностях в Турции, откуда, очевидно, отгрузка идет не на внутренний рынок, а также 12-процентным увеличением объема экспорта в 4 кв. 2011 г. (главным образом горячекатаной стали) путем перераспределения на внешний рынок части поставок с учетом сезонного ухудшения внутренней конъюнктуры. Между тем ценовая премия на внутреннем рынке в среднем за год составила 243 долл./т, что на 28% выше соответствующего показателя 2010 г. В приоритетах компа-

Компания размещает биржевые облигации на 5 млрд руб.

нии – увеличение доли продаж на внутреннем рынке, в том числе за счет стратегии импортозамещения. Новые проекты ММК позволяют производить ранее не выпускавшиеся на внутреннем рынке виды продукции с высокой добавленной стоимостью (HVA), что должно оказать благотворное воздействие на рентабельность. В планах компании довести долю продукции HVA к 2013 г. до 45% в общем объеме производства с текущих 36%.

В приоритетах компании – рост доли продаж на внутреннем рынке

Динамика структуры продаж и ценовой премии



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Низкая обеспеченность сырьем остается основным негативным моментом операционного профиля ММК. Компания характеризуется низкой степенью вертикальной интеграции по сравнению с остальными производителями стали в РФ. Так, по данным на 2011 г., ММК лишь на 30% обеспечен собственным ЖРС и на 40% коксующимся углем. На 100% компания обеспечена лишь собственным ломом. Между тем именно фактор низкой самообеспеченности на фоне опережающего снижения цен на конечную продукцию по сравнению с динамикой цен на сырье негативно сказался на рентабельности компании в 3 кв. 2011 г., которая опустилась до одного из самых низких значений среди аналогов – 14,3% (по EBITDA). Большую часть потребности в руде ММК получает по десятилетнему контракту с ССГПО («дочка» ENRC), согласно которому в течение 2011 г. ММК должен был ежемесячно закупать по 1 млн т. Насколько известно из открытых источников, пересмотр цены по данному контракту осуществляется раз в квартал, что во второй половине 2011 г. на фоне существенного падения на сырьевых рынках стало крайне невыгодным для ММК. Кроме того, поставки оплачивались в валюте, в то время как более 70% выручки ММК номинировано в рублях, что в совокупности создавало для ММК существенные риски. После заключения более гибкого трехлетнего контракта с Металлоинвестом (закупка 200–250 тыс. т руды ежемесячно) в 4 кв. 2011 г. компания снизила объем закупки у ENRC до 700 тыс. т, вследствие чего последняя обратилась в суд, который наложил арест на австралийские активы ММК (5% акций Fortescue). К концу года стороны достигли мирового соглашения, подробности которого не раскрывались, однако ММК, вероятно, выплатил поставщику компенсацию, объем которой вряд ли превысил 100 млн долл. Все эти события лишний раз подчеркивают такой существенный недостаток профиля ММК, как высокая подверженность колебаниям на сырьевых рынках. Новых данных об итогах ТЭО на Приоскольском месторождении (запасы богатых руд – 45,2 млн т, запасы неокисленных железистых кварцитов – 2 млрд т), ввод первой очереди которого мог бы, по предварительным оценкам, увеличить добычу собственной руды на 25 млн т, пока не поступало.

ММК может продать контрольную долю в Бакальском рудоуправлении. В начале февраля «Коммерсант» сообщил, что ММК рассматривает возможность продажи контрольной доли (51%) в Бакальском рудоуправлении (БРУ). Причина – длящийся почти год конфликт акционеров. Стороны, однако, официально не подтвердили эту информацию. БРУ владеет лицензиями на разработку шести месторождений в Челябинской области. В состав рудоуправления входят семь карьеров и шахта «Сидеритовая». Объем запасов оценивается примерно в 1 млрд т. ММК приобрел 51% БРУ в 2007 г. за 15 млн долл. Согласно операционным результатам, опубликованным по итогам 2011 г., суммарный объем добычи ММК составил 4,8 млн т руды, при этом 832 тыс. т, или 17%, обеспечило БРУ. Для сравнения: в 2010 г. БРУ произвело 1,42 млн т руды. Разница объясняется тем, что в мае 2011 г., ввиду конфликта акционеров, ММК перевел с БРУ на себя лицензию на Теченское месторождение, где ранее был введен действие Сосновский рудник. С конца 2 кв. 2011 г. результаты Сосновского рудника учитываются в объеме отгрузки с базы в Магнитогорске. Между тем, по данным «Коммерсанта», в настоящий момент правомочность перевода лицензий оспаривается в суде (предъявлены несколько исков). Мы считаем, что возможная продажа доли в БРУ окажет лишь умеренно негативное влияние на ММК. С одной стороны, снижение степени самообеспеченности железной рудой повысит чувствительность компании к рыночным колебаниям цен на сырье и отрицательно отразится на рентабельности. С другой стороны, драматизировать ситуацию не стоит, особенно если состоится сделка ММК с Flinders Mines (см. ниже), – вклад БРУ не так велик.

Покупка австралийской Flinders Mines приведет к дальнейшему росту долга. В конце ноября стало известно о желании ММК приобрести 100% акций австралийской Flinders Mines примерно за 550 млн австралийских долл. Сделку планируется закрыть до конца апреля 2012 г. Flinders Mines – это железорудная компания, общие запасы которой составляют 917 млн т при содержании железа в руде 55,2%. В настоящее время Flinders Mines готовит к запуску проект PIOP (два месторождения в Западной Австралии): сейчас идет последний этап разработки ТЭО, а добычу, объем которой составит 15 млн т в год, компания планирует начать к концу 2014 г. Покупка Flinders Mines должна позитивно сказаться на операционном профиле ММК в долгосрочной перспективе, так как позволит российской компании отчасти решить проблему низкой обеспеченности железной рудой и захеджировать ценовые риски, что должно поддержать рентабельность. Стоит понимать, что использовать руду, добытую Flinders Mines, в собственном сталелитейном производстве ММК не станет – это логистически неоправданно, однако продажа такой продукции позволит компании застраховать как риски колебания цен на сырье, так и валютные риски. В краткосрочной же перспективе приобретение Flinders Mines за 550 млн австралийских долл. (ММК намерен использовать собственные средства и долговое финансирование, возможность продажи доли в Fortesque пока не рассматривается) приведет к росту чистого долга. Кроме того, по данным ММК, капитальные вложения в проект могут составить до 1,3 млрд долл. до конца 2014 г., что с учетом довольно высокой волатильности операционного денежного потока ограничит возможность компании снижать долговую нагрузку.

В 2011 г. завершены два масштабных инвестиционных проекта: ввод в строй первой очереди Стана 2000...

В июле прошлого года ММК ввел в действие первую очередь комплекса холодной прокатки Стана 2000, а именно непрерывную линию турбулентного травления в соляной кислоте, совмещенную с пятиклетевым станом холодной прокатки. Комплекс находится в стадии выхода на полную проектную мощность, предусматривающую производство до 2 млн т готовой продукции в год, в том числе 700 тыс. т оцинкованного проката и 1 300 тыс. т холоднокатаного. В 2011 г. на стане было произведено более 370 тыс. т холодного проката, что выше изначального прогноза, составлявшего 300 тыс. т. Ввод в строй второй очереди намечен на июль 2012 г. Запуск Стана 2000 позволит ММК выпускать высококачественный прокат, в том числе из высокопрочных марок стали, наиболее востребованный в автомобилестроении, производстве бытовой техники и строительстве, что должно оказать положительное влияние на рентабельность. Строительство Стана 2000 было одобрено премьер-министром России Владимиром Путиным в числе приоритетных инвестиционных проектов Уральского федерального округа. Первая продукция, произведенная на стане, в настоящее время проходит акцептацию у ведущих автопроизводителей, работающих на территории РФ, и у производителей бытовой техники.

...а также завершение строительства и полная консолидация на балансе комплекса в Турции. В июле ММК ввел в строй агрегат непрерывного горячего цинкования (АНГЦ) на производственной площадке в Стамбуле и, таким образом, завершил строительство металлургического комплекса ММК-Atakas, который позднее был переименован в ММК Metalurji. Общая производственная мощность ММК- Metalurji составляет до 2,3 млн т товарной металлопродукции, включающей горячекатаный прокат, оцинкованный прокат и прокат с полимерным покрытием. Ранее сообщалось, что в 2011 г. предприятие произведет до 800 тыс. т продукции, а в наступившем выйдет на проектную мощность. Общие инвестиции в проект превысили 2 млрд долл. Новый комплекс ориентирован на удовлетворение внутреннего дефицита на плоский прокат в Турции (около 2,4 млн т в 2011 г.), а кроме того, – ввиду своего географического расположения – открывает ММК доступ на экспортные рынки Ближнего Востока и стран Средиземноморья. В сентябре 2011 г. компания завершила выкуп пакета акций ММК-Metalurji у семьи Атакаш (50% минус одна акция) и стала единоличным владельцем предприятия. Общая сумма сделки составила 475 млн долл.

ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Снижение рентабельности на фоне опережающего падения цен на сталь. Обнародовать консолидированные результаты по МСФО за 4 кв. 2011 г. ММК намерен в начале апреля, и в настоящий момент наиболее свежая отчетность компании – за 9 месяцев 2011 г. Выручка ММК за этот период составила 7,06 млрд долл., увеличившись на 22% относительно результата 9 месяцев 2010 г. При этом показатель EBITDA снизился на 5,5% год к году до 1,12 млрд долл., а рентабельность по EBITDA упала с 20,6% до 15,9%. При поквартальном сравнении ситуация выглядит не лучше: в 3 кв. 2011 г. снижение EBITDA относительно 2 кв. составило 8%, а рентабельность опустилась до 14,3%. Отметим, что причиной падения рентабельности было снижение цен на сталь (минус 6% квартал к кварталу), превысившее по темпам снижение цен на сырье (минус 2% для ЖРС и минус 3% для угля), – это проблема, с которой столкнулись все компании отрасли в 3 кв. 2011 г. Чистый убыток ММК по итогам 9 мес. 2011 г. составил 58 млн долл. против прибыли в размере 190 млн долл. годом ранее: в данном случае сказались разовые потери от курсовых разниц (минус 252 млн долл. в 3 кв. 2011 г.). Наш прогноз выручки компании по итогам 2011 г. – 10 млрд долл., при этом мы понизили прогноз EBITDA до 1,55 млрд долл. Также мы снизили прогноз выручки на 2012 г. до 10,6 млрд долл., а EBITDA – до 1,65 млрд долл. с учетом ухудшения ценовой конъюнктуры.

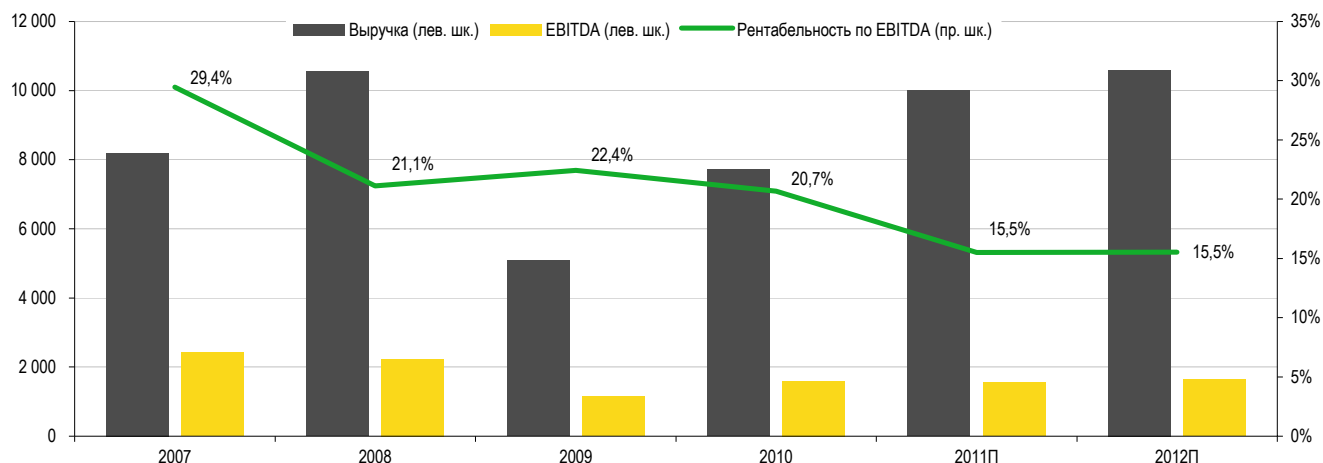
Ключевые финансовые показатели ММК

МСФО, млн долл.	2008	2009	9М10	2010	9М11	Изм. за год, %	2011П	2012П
Выручка	10 550	5 081	5 775	7 719	7 063	22,3	10 000	10 600
Валовая прибыль	2 715	1 141	1 415	1 767	1 294	(8,6)		
EBITDA	2 228	1 165	1 188	1 595	1 123	(5,5)	1 550	1 645
Чистая прибыль	1 081	219	190	232	(58)	(130,5)		
						Изм. с начала года, %		
Долг	1 681	2 074	3 411	3 548	4 391	23,8		
краткосроч. долг	1 276	808	978	1 087	1 512	39,1		
Чистый долг	581	1 706	2 951	3 033	3 973	31,0	3 866	3 986
Собственный капитал	9 852	10 325	10 549	10 686	9 287	(13,1)		
Денежные средства	1 100	368	460	515	418	(18,8)		
Активы	14 197	14 833	16 631	16 738	16 327	(2,5)		
Валовая рентабельность, %	25,7	22,5	24,5	22,9	18,3			
Рентабельность по EBITDA, %	20,9	22,4	20,6	20,7	15,9		15,5	15,5
Долг / EBITDA*	0,8	1,8	2,0	2,2	2,9			
Чистый долг / EBITDA*	0,3	1,5	1,7	1,9	2,6		2,5	2,4
Долг / Собств. Капитал	0,1	0,2	0,3	0,3	0,5			
Долг / Активы	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3			
Доля краткосрочного долга, %	75,9	39,0	28,7	30,6	34,4			
Козф. текущей ликвидности	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2			
Операц. ден. поток	1 925	865	760	1 173	425			
Ден. поток от инвест. деят.	(979)	(1 689)	(1 686)	(2 005)	(1 009)			
Ден. поток от фин. деят.	62	(40)	1 240	1 163	380			
Капзатраты	2 370	1 613	(1 666)	2 209	(973)		(1 100)	(800)
Свободный ден. поток	(187)	(748)	(906)	(1 036)	(548)			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Рентабельность компании под ударом за счет низкой обеспеченности собственным сырьем

Динамика выручки и EBITDA, МСФО, млн долл.



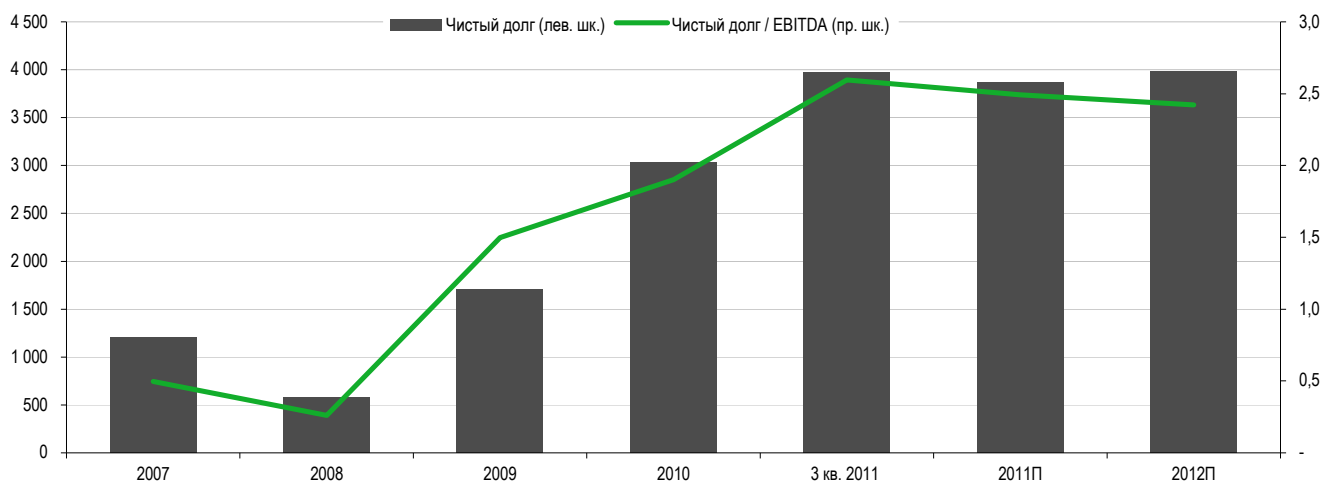
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Свободный денежный поток остается отрицательным. Чистый операционный поток ММК по итогам 9 мес. 2011 г. составил 425 млн долл., сократившись на 44% относительно показателя за тот же период предыдущего года, что во многом связано с пополнением оборотного капитала и, в частности, запасов. Капитальные затраты за тот же период составили 973 млн долл. – это ниже уровня годичной давности на сопоставимые 42%. Напомним, что общий объем инвестиционных расходов в 2011 г. компания прогнозировала в размере 1,1–1,2 млрд долл. Уже сейчас понятно, что у ММК не удастся переломить тенденцию последних лет и по итогам года вывести показатель свободного денежного потока в положительную зону (по итогам 9 мес. 2011 г. было минус 548 млн долл.). Дополнительно отметим, что в течение 9 мес. 2011 г. компания выплатила 96 млн долл. в качестве дивидендов. Положительный момент – сокращающийся объем инвестиций. Так, в следующем году капвложения ММК, по предварительным оценкам, не превысят 800 млн долл., что смотрится обнадеживающе на фоне пика позапрошлого года, когда инвестпрограмма компании составила 2,2 млрд долл.

ММК продолжает наращивать долг. ММК вышел из кризиса 2008–2009 гг. с одними из лучших показателей кредитоспособности в секторе (лучше был только НЛМК). При этом, если большинство сильно обремененных леввереджом компаний, сконцентрировало усилия на снижении долговой нагрузки, то ММК – единственный сталепроизводитель, кто столь существенно увеличил ее уровень. Только за 9 месяцев 2011 г. общий и чистый долг компании выросли на 24% до 4,39 млрд долл. и 31% до 3,97 млрд долл. соответственно по отношению к уровню конца 2010 г. Это не могло не привести к росту коэффициента Чистый долг/EBITDA до 2,6 с 1,9 на конец 2010 г. и с 0,3 на конец 2008 г. Инвестиционная активность компании, в частности вышеупомянутая сделка по покупке доли в Flinders Mines (вкуче с необходимостью новых капзатрат), будет оказывать дальнейшее негативное давление на долговую нагрузку. Между тем стоит помнить, что на балансе ММК находится вполне ликвидный 5-процентный пакет акций австралийской Fortesque (~700 млн долл.), который, в случае необходимости может быть реализован достаточно быстро. При учете данного пакета в качестве аналога денежной составляющей отношение Чистый долг/EBITDA на конец 3 кв. 2011 г. равно 2,1.

Мы не ожидаем существенного сокращения долговой нагрузки

Динамика чистого долга ММК и коэффициента Чистый долг / EBITDA



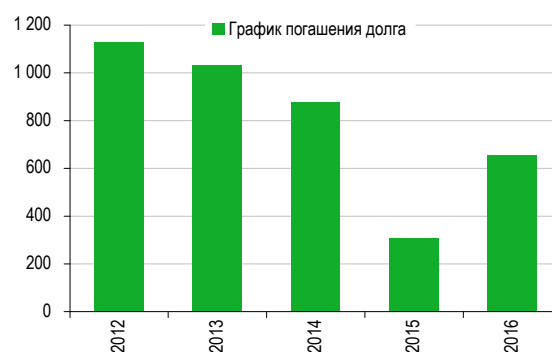
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

В ближайшие три года ММК предстоит погасить около 3 млрд долл.

По данным на конец 3 кв. 2011 г. краткосрочная задолженность составляла 34,4% долга ММК, при этом на ближайшие три года (за год здесь принимается период с конца 3 кв. по конец 3 кв.) у компании намечены максимальные суммы к погашению, среднегодовой уровень – около 1 млрд долл. В то же время из называвшегося 1,1 млрд долл., запланированного к погашению в 2012 г., около 300 млн долл., по сообщению компании, приходится на револьверные линии, которые будут пролонгированы, а еще около 160 млн долл. представлено выпуском облигаций серии БО-3 на 5 млрд руб. с офертой в марте. Скорее всего, для рефинансирования этого займа компания использует и средства, привлеченные в ходе текущего размещения (помимо этого, объем неиспользованных кредитных линий на конец 3 кв. 2011 г. составлял 560 млн долл.). Еще около 450 млн долл. компания постарается действительно погасить из собственных средств. Если все так и получится, это во многом нивелирует эффект увеличения долга, вызванный покупкой Flinders Mines. Важно отметить, что, несмотря на наблюдаемую тенденцию к ухудшению ряда кредитных показателей, устойчивость кредитного профиля ММК не вызывает серьезных сомнений, к тому же это ухудшение должно замедлиться, а возможен и разворот тренда. Согласно нашей модели, в которую, помимо вышеупомянутых коррективов по выручке и рентабельности, мы внесли изменения, связанные с объемом капзатрат, и в которой отразили эффект от приобретения Flinders Mines, коэффициент Чистый долг/EBITDA к концу 2012 г. составит у ММК около 2,4.

Структура погашения долга неоптимальна

График погашения долга по годам*



* финансовый год в ММК начинается с 4 кв.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

Декабрь 6, 2011 г. ММК – Увеличение долга подпортило в целом нейтральные результаты. Компания представила неоднозначную отчетность за 3 кв. 2011 г.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111206_FI_%D0%9C%D0%9C%D0%9A_3Q11%20Results.pdf?docid=12053&lang=ru

См. таблицу на следующей странице.

Компания размещает биржевые облигации на 5 млрд руб.

Основные финансовые показатели компании химического и металлургического секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	EBITDA, млн долл.	Рентаб. EBITDA, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / EBITDA	Чистый Долг / EBITDA	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Химическая промышленность											
ЕвроХим		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
Акрон		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
Металлургия и горное дело											
Евраз		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
Северсталь		9 541	1 587	16,6	754	2,1	7 227	4,6	2,7	2,1	0,4
ММК		5 081	1 140	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
НЛМК		6 140	1 414	23,0	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
РУСАЛ		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
Мечел		5 754	652	11,3	610	0,9	5 998	9,2	8,6	0,8	0,3
Распадская		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
Металлоинвест		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009 Кокс		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
СУЭК		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
АЛРОСА		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
Развитые страны											
Arcelor Mittal		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
Nippon Steel		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
Alcoa		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
Tata Steel		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
China Steel		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
Химическая промышленность											
ЕвроХим		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
Акрон		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
Металлургия и горное дело											
Евраз		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
Северсталь		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	2,1	0,4
ММК		7 719	1 595	20,7		0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
НЛМК		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,6	2,7	0,7
РУСАЛ		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	0,7	0,4
Мечел		9 746	1 873	19,2	990	(0,15)	7 498	4,0	3,8	0,8	0,3
Распадская		706	338	47,9	138	2,23	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
Металлоинвест		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010 Кокс		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4
СУЭК		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
АЛРОСА		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
Развитые страны											
Arcelor Mittal	BBB-/Baa3/BBB	78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
Nippon Steel	BBB+/A2/NR	38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
Alcoa	BBB-/Baa3/BBB-	21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
Tata Steel	BB/Ba3/BB+	21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
China Steel	NR	7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
Химическая промышленность											
ЕвроХим	BB-/BB	4 276	1 496	35,0	1 133	0,9	2 926	2,0	1,7	1,5	0,6
Акрон	/B1/B+	2 097	637	30,4	393	1,1	1 296	2,0	1,8	1,4	0,5
Металлургия и горное дело											
Евраз	B-/B1/BB-	16 695	3 139	18,8	1 200	1,9	7 594	2,4	2,1	1,9	0,4
Северсталь	BB/Ba2/BB-	16 800	4 200	25,0	1 344	1,7	5 985	1,4	1,0	1,6	0,4
ММК	WR/Ba3/BB+	10 000	1 550	15,5	1 100	0,4	3 964	2,6	2,5	1,3	0,5
НЛМК	BBB-/Baa3/BBB-	11 900	2 499	21,0	2 000	0,9	3 499	1,4	1,2	2,0	0,7
РУСАЛ	NR	12 000	2 723	22,7	800	3,3	11 042	4,1	3,5	1,7	0,5
Мечел	B1	13 450	2 339	17,4	1 800	0,4	8 836	3,8	3,6	1,3	0,3
Распадская	/B1/B+	854	427	50,0	176	2,0	304	0,7	(0,4)	8,4	0,8
Металлоинвест	/Ba3/BB-	8 703	2 959	34,0	460	3,9	5 038	1,7	1,6	1,4	0,4
Кокс	B/B2/-	1 814	290	16,0	212	1,5	1 249	4,3	4,0	0,8	0,4
СУЭК	Ba3	3 560	1 139	32,0	557	0,9	3 462	3,0	2,8	0,7	0,3
АЛРОСА	BB-/Ba3/BB-	5 074	2 000	39,4	600	2,3	3 000	1,5	1,3	1,1	0,3
Химическая промышленность											
ЕвроХим		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
Акрон		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
Металлургия и горное дело											
Евраз		20 809	3 637	17,5	1 282	1,7	7 310	2,0	1,7	2,1	0,4
Северсталь		20 160	4 878	24,2	1 613	1,8	5 732	1,2	0,7	1,7	0,5
2012П ММК		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
НЛМК		13 915	2 857	20,5	2 128	0,9	3 727	1,3	1,2	1,9	0,7
РУСАЛ		13 895	3 153	22,7	926	3,0	10 110	3,2	2,5	2,0	0,5
Мечел		14 794	2 573	17,4	1 701	1,0	8 886	3,5	3,3	1,4	0,3
Распадская		1 031	559	54,2	253	1,7	-	-	-	4,0	0,9
Металлоинвест		10 540	3 413	32,4	517	4,2	3 094	1,3	0,9	1,8	0,5
Кокс		2 015	363	18,0	202	1,8	1 256	3,5	2,8	0,8	0,4
СУЭК		4 272	1 410	33,0	533	1,2	2 965	2,1	2,0	0,8	0,3
АЛРОСА		5 747	1 667	29,0	753	1,5	2 867	1,7	1,6	1,0	0,4

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

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, feltsmant@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@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

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, myrsikovav@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, kondratievsv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

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, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012