

СУЩЕСТВЕННОЕ СНИЖЕНИЕ ДОЛГА БЛАГОДАРЯ СОКРАЩЕНИЮ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА

Сильные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г.

Частичное восстановление рентабельности. ММК опубликовал сильные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г. Так, выручка компании составила 2,5 млрд долл., увеличившись на 4% (здесь и далее – к предыдущему кварталу, если не указано иное), в основном за счет роста цен и объема производства на мощностях в Магнитогорске и Турции. Показатель EBITDA во 2 кв. 2012 г. повысился на 22% до 356 млн долл., а рентабельность по EBITDA – на 2,1 п.п. до 14,1%. Положительной динамике показателей способствовало существенное снижение цен на железную руду и уголь во 2 кв. 2012 г. Денежная себестоимость сляба снизилась примерно на 6% до 414 млн долл. При этом ММК Metal-Iurji по итогам квартала, как и ожидалось, зафиксировал убыток на уровне EBITDA – минус 8 млн долл. (за 1 п/г 2012 г. – минус 26 млн долл.). По итогам квартала ММК показал чистый убыток 49 млн долл. ввиду отрицательного результата Белона и ММК Metal-Iurji, а также убытка от курсовых разниц на сумму 76 млн долл. Результаты за полугодие оказались ниже, чем мы предполагали в начале года, и мы скорректировали прогноз по выручке и EBITDA на 2012 г., что привело к пересмотру и ряда других показателей.

Высокий чистый денежный поток за счет роспуска оборотного капитала. Операционный денежный поток компании до изменений в оборотном капитале по итогам 2 кв. вырос на 15% до 303 млн долл., в то время как чистый операционный поток увеличился на 72% до 548 млн долл. ввиду масштабного роспуска рабочего капитала на фоне запуска мощностей в Турции и снижения цен на сырье. Сокращение оборотного капитала не стало для нас сюрпризом (мы допускали эту возможность в нашем комментарии к отчетности ММК за 1 кв. 2012 г., отметив начало тенденции к высвобождению средств из оборотного капитала). Вкупе со снизившимися на 41% капзатратами это привело к росту показателя свободного денежного потока почти в пять раз до 413 млн долл. Таким образом, ММК второй квартал подряд демонстрирует положительное значение чистого денежного потока, чего не наблюдалось на протяжении последних лет. При этом, учитывая скромную инвестпрограмму компании на этот год (700 млн долл.), вполне вероятно, что даже прекратив распустать оборотный капитал ММК сохранит свободный денежный поток в положительной зоне. Хотя мы не ожидаем дальнейшего высвобождения средств из оборотного капитала, в 3 кв. 2012 г. это еще возможно – по крайней мере, за счет удешевления сырья, которое сейчас торгуется намного ниже уровней 2 кв.

Обращающиеся выпуски

MAGNRM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
ММК БО-1	5 000 R	6,90	15 ноя 12	7,43
ММК БО-5	8 000 R	7,65	4 апр 13	7,67
ММК БО-8	5 000 R	8,19	21 авг 13	8,09
ММК БО-4	5 000 R	7,65	27 фев 14	8,19
ММК БО-6	5 000 R	7,20	10 июл 14	9,37
ММК БО-7	5 000 R	7,25	22 июл 14	8,58

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели ММК

МСФО, млн долл.

	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	2012П
Выручка	9 306	2 425	2 516	10 200
Валовая прибыль	1 550	326	415	
EBITDA	1 322	291	356	1 372
Чистая прибыль	(125)	14	(49)	
Долг	4 402	4 231	3 681	
Чистый долг	3 978	4 034	3 485	3 421
Капитал	9 448	10 547	9 355	
Активы	16 295	17 453	15 551	
Валовая рентаб., %	16,7	13,4	16,5	
Рентаб. по EBITDA, %	14,2	12,0	14,1	13,5
Долг / EBITDA	3,3	3,5	3,1	
Чистый долг / EBITDA	3,0	3,3	2,9	2,5
Акц капитал / Активы	0,6	0,6	0,6	
Акц капитал / Долг	2,1	2,5	2,5	
Коэф. тек. ликвидности	1,3	1,3	1,1	
Доля краткоср. долга, %	30,3	27,7	34,3	
Операц. ден. поток	485	319	548	1 146
Ден. поток от инв. деят.	(1 128)	(264)	(119)	
Ден. поток от фин. деят.	426	(330)	(349)	
Капзатраты	(1 154)	(230)	(135)	(700)
Свободный ден. поток	(669)	89	413	446
Опер. ден. поток / Капзатраты	0,4	1,4	4,1	1,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Сильные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г.

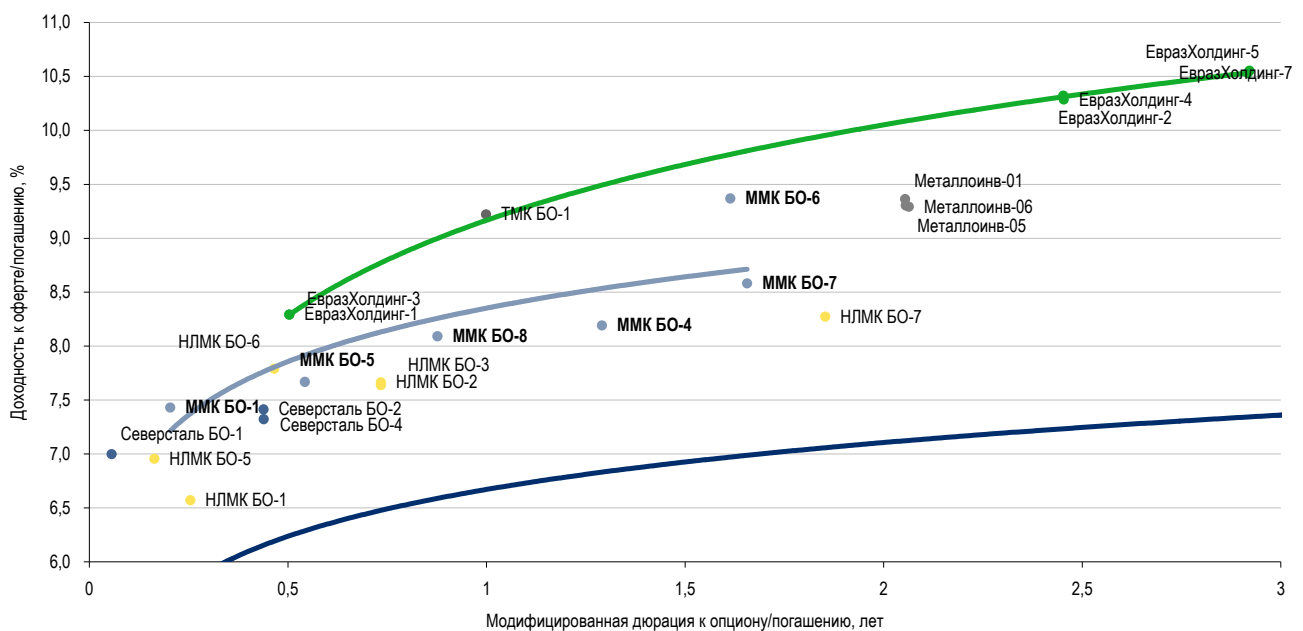
Долговая нагрузка снизилась вследствие сокращения долга. Уменьшение оборотного капитала позволило компании направить средства на погашение долга. Так, общий долг во 2 кв. 2012 г. снизился на 13% до 3,7 млрд долл., а чистый долг – на 14% до 3,6 млрд долл. Показатель долговой нагрузки Долг/ЕБИТДА за квартал снизился с пикового значения 3,5 до 3,1, а Чистый долг/ЕБИТДА – с 3,3 до 2,9. Ранее менеджмент сообщал, что по кредитным договорам на компанию наложен ряд ковенантов, согласно которым коэффициент Долг/ЕБИТДА не должен превышать 3,5, соотношение ЕБИТДА и процентных выплат не должно быть ниже 1,3, а рост отношения долга к капиталу ограничено уровнем 1. В настоящий момент реальная угроза нарушения максимального уровня леввереджа уже осталась позади. С нашей точки зрения, компания не сократит накопленное положительное значение денежного потока к концу года, что должно сдерживать рост чистого долга. К тому же из расчета LTM ЕБИТДА уже были высокие значения 1 п/г 2011 г., таким образом, дальнейшего резкого снижения показателя не ожидается. Доля краткосрочного долга к концу 2 кв. 2012 г. возросла до 34% – в течение ближайшего года компании предстоит рефинансировать обязательства на сумму 1,3 млрд долл. При этом стоит отметить, что на балансе компании находится ликвидный актив в виде 5% акций австралийской Fortescue – текущая рыночная стоимость этого пакета составляет около 650 млн долл., и он может быть реализован в случае острой необходимости, что, впрочем, в обозримой перспективе представляется нам маловероятным.

В 3 кв. 2012 г. возможно снижение выручки при стабильной рентабельности. Согласно прогнозу компании, производство товарной металлопродукции в 3 кв. 2012 г. останется на уровне 2 кв. В настоящий момент цены на сталь находятся на локальном минимуме, как и цены на сырье. Однако последние падали опережающими темпами – так, например средние цены на г/к сталь потеряли около 16–18%, в то время как руда подешевела более чем на 25%. Таким образом, в 3 кв. 2012 г. мы ожидаем сокращения выручки при стабильной и, возможно, даже чуть более высокой рентабельности. Менеджмент ММК считает, что в случае улучшения макроэкономической конъюнктуры в 4 кв. 2012 г. цены на сталь могут частично восстановиться.

Облигации спекулятивно неинтересны, однако риски кредитного профиля, возросшие в начале года, во многом нивелированы. В настоящий момент рублевые облигации компании торгуются со средним спредом к ОФЗ в размере 140–160 б.п. в зависимости от срочности. Мы считаем этот уровень неинтересным с точки зрения спекулятивной игры, при этом мы обращаем внимание на улучшившиеся кредитные метрики компании, а также отмечаем высокую вероятность дальнейшей позитивной динамики в обозримой перспективе. Существенный вклад в этот процесс внесла и отмена сделки по покупке Flinders Mines. Также стоит помнить о том, что ММК может продать долю в турецких активах, что будет способствовать дальнейшему улучшению кредитных показателей.

Облигации по-прежнему спекулятивно неинтересны, однако кредитное качество не вызывает опасений

Рублевые облигации металлургических компаний, 27.08.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

См. таблицу на следующей странице.

Сильные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г.

Основные финансовые показатели компаний горно-металлургического сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коефф. текущ. ликв.	Капитал / Активы
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0	0,8	0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
	Развитые страны										
	ArcelorMittal	78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
	Nippon Steel	48 089	5 358	11,1	3 695	1,2	16 151	3,0	2,9	1,3	0,5
	Alcoa	21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
	Развивающиеся страны										
	Tata Steel	26 071	3 682	14,1	2 286	0,4	13 609	3,7	2,9	1,8	0,3
	Vale	47 343	26 298	55,5	13 394	1,5	27 667	1,1	0,7	1,4	0,5
	Bumi	2 926	741	25,3	159	1,5	4 092	5,5	5,2	1,9	0,2
		16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
		15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
2011		9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
		11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
		12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
		12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
		6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
		726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
		9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
		1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
		5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
		4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
	Развитые страны										
	ArcelorMittal	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
	Nippon Steel	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5
	Alcoa	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4
	Развивающиеся страны										
	Tata Steel	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3
	Vale	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6
	Bumi	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2
							95 553				
		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
2012П		10 200	1 372	0,1	700	1,6	3 742	2,7	2,5	1,4	0,6
		12 214	1 966	16,1	1 868	1,2	4 027	2,0	1,8	2,0	0,7
		11 689	1 262	10,8	779	2,0	11 322	9,0	8,2	2,2	0,4
		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
		785	308	39,2	253	1,0	551	1,8	1,2	0,9	0,5
		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

Источники: данные компаний, 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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 Мырскова, 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

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, 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 оферта или предложение делать оферты. 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