

### НЕЙТРАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ДОЛГ РАСТЕТ

#### Отчетность за 3 кв. 2011 г. по US GAAP

**Нейтральные финансовые результаты.** Выручка компании по итогам 3 кв. 2011 г. снизилась на 8% по отношению ко 2 кв. и составила 3,21 млрд долл. Показатель EBITDA за тот же период вырос на 11% до 1,74 млрд долл. При этом рентабельность повысилась на 3,3 п.п. до 19,6%. Чистая прибыль Мечела сократилась до 32 млн долл. с 209 млн долл. в предыдущем квартале. Существенное снижение показателя связано прежде всего с убытком от курсовых разниц, составившим 296 млн долл.

**Запуск доменной печи №5 на Челябинском металлургическом комбинате привел к росту EBITDA металлургического сегмента.** Два наиболее значимых сегмента – добывающий и металлургический – показали в целом неплохие результаты. Рост объема добычи и реализации почти всех видов продукции добывающего сегмента позволил увеличить выручку по итогам 3 кв. 2011 г. на 4% к предыдущему кварталу до 1,15 млрд руб. Скорректированный показатель EBITDA снизился на 8% до 512 млн долл., а рентабельность – на 5,9 п.п. до 44,6%. На результатах подразделения отрицательно сказалось ухудшение ценовой конъюнктуры, а также увеличение доли энергетического угля в продажах. Важно отметить, что в 3 кв. 2011 г. была введена в эксплуатацию первая очередь Эльгинского месторождения и было добыто порядка 200 тыс. т угля. Также в декабре стало известно о том, что была добыта и переработана первая партия коксующегося угля. Металлургический сегмент, напротив, показал снижение выручки (-13% к предыдущему кварталу, до 1,8 млрд долл.), но при этом существенно увеличилась EBITDA – на 135% до 154 млн долл. и, как следствие, рентабельность – до 8,6% (3,2% во 2 кв. 2011 г.). Росту результатов сегмента способствовали ввод в эксплуатацию после ремонта доменной печи №5 и замена конвертера №2 на Челябинском металлургическом комбинате.

**Чистый операционный денежный поток вновь отрицательный.** В 3 кв. чистый операционный денежный поток вновь сместился в отрицательную зону и составил минус 15 млн долл. против положительного значения на уровне 314 млн долл. во 2 кв. Отрицательное значение чистого операционного денежного стало в значительной мере результатом увеличения инвестиций в оборотный капитал – речь, в частности, идет о статьях по расчетам со связанными сторонами и запасам. С учетом по-прежнему внушительной инвестпрограммы (612 млн долл. израсходовано в 3 кв. и 1,37 млрд долл. – за 9 месяцев 2011 г.) это привело к отрицательному значению чистого денежного потока в 3 кв. 2011 г. на уровне минус 627 млн долл., которое по итогам 9 мес. 2011 г. увеличилось до минус 1,63 млрд долл. Между тем менеджмент Мечела сообщил, что с целью сокращения долговой нагрузки начат пересмотр инвестпрограммы на следующий год в сторону понижения с ранее заявленных 2,3 млрд долл. Конкретный план пока не принят, однако, по предварительной оценке, пересмотр-

#### Обращающиеся рублевые выпуски Мечела

	Объем млн руб.	Погашение / Оферта	Мод. дюр., лет	УТВ, %
Мечел-02	5 000	12.06.2013	1,3	9,5
Мечел БО-1	5 000	09.11.2012	0,8	8,6
Мечел БО-2	5 000	12.03.2013	1,1	10,1
Мечел БО-3	5 000	24.04.2013	1,2	10,1
Мечел-04	5 000	30.07.2012	0,5	8,4
Мечел-05	5 000	19.10.2012	0,7	8,8
Мечел-13	5 000	03.09.2015	2,8	11,3
Мечел-14	5 000	03.09.2015	2,8	11,5
Мечел-15	5 000	20.02.2014	1,8	11,0
Мечел-16	5 000	20.02.2014	1,8	11,0
Мечел-17	5 000	06.06.2016	3,4	10,0
Мечел-18	5 000	06.06.2016	3,4	10,0
Мечел-19	5 000	09.06.2016	3,4	10,0

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые показатели Мечела

US GAAP, млн долл.	2010	1 п/г 11	3 кв. 2011	2011П
Выручка	9 746	6 407	3 210	13 450
Валовая прибыль	3 597	2 206	1 185	
EBITDA	1 873	1 114	628	2 339
Скорр. EBITDA*	2 015	1 179	678	2 475
Чистая прибыль	692	548	32	
Краткосрочный долг	2 078	2 146	2 457	
Долгосрочный долг	5 241	6 773	7 037	
Общий долг	7 498	8 919	9 494	
Денежные средства и экв-ты	341	356	518	
Чистый долг	7 158	8 563	8 976	8 882
Капитал	4 951	5 504	5 136	
Активы	15 776	18 467	18 056	
Валовая рентаб., %	36,9	34,4	36,9	
Рентаб. EBITDA, %	19,2	17,4	19,6	
Рентаб. скорр. EBITDA*, %	20,7	18,4	21,1	
Козф. текущ. ликвидности	1,1	1,2	1,4	
Долг/EBITDA	4,0	4,0	4,1	
Чистый долг/EBITDA	3,8	3,8	3,9	3,8
Чистый долг/Скорр. EBITDA*	3,5	3,4	3,5	3,6
Капитал/Активы	0,3	0,3	0,3	
Капитал/Долг	0,7	0,6	0,5	
Доля краткосроч. долга, %	27,7	23,1	24,9	
Опер. де неж. поток	(147)	(34)	(15)	341
Ден. поток от инвест. деят.	(1 119)	(808)	(612)	
Ден. поток от фин. деят.	1 210	826	889	
Капзатраты	(990)	(758)	(612)	(1 800)

\* Показатель, рассчитываемый компанией

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ренный объем программы может составить 1–1,2 млрд долл. Компания сосредоточит внимание на ключевых проектах – Эльгинском месторождении и универсальном рельсобалочном стане на ЧМК, строительство которого планируется завершить в 2012 г. (сумма инвестиций в 2012 г. прогнозируется на уровне 300 млн долл.). Отметим также, что в 3 кв. 2011 г. Мечел выплатил дивиденды в размере 210 млн долл., которые профинансировал, по сути, за счет долга.

**Долг вновь увеличился.** Отрицательный чистый денежный поток стал причиной очередного увеличения долга. Так, совокупный долг за последние три отчетных месяца вырос на 6% до 9,5 млрд долл., а чистый долг увеличился на 5% до 9 млрд долл. Увеличение долга могло бы быть более существенным, если бы не ослабление рубля и ставшая результатом этого благоприятная переоценка рублевой части долга. Увеличение абсолютной величины долга, в свою очередь, повлекло за собой повышение коэффициента Чистый долг/EBITDA до 3,9 с 3,8 на конец предыдущего отчетного периода. С другой стороны, коэффициент, полученный по правилам расчета компании, вырос с 3,4 до 3,5, что позволило бы Мечелу избежать очередного превышения допустимого порога долговой нагрузки на уровне 3,5, установленного кредиторами на 2011 г., если бы такой тест проводился на конец 3 кв. Напомним, что ранее пороговое значение составляло 3,0, однако в момент публикации отчетности за 1 п/г 2011 г. менеджмент сообщил, что договорился с кредиторами о повышении порогового значения на 2011 г. до 3,5. Мы не исключаем, что к концу года Мечел превысит установленный порог, однако менеджмент поспешил заверить инвесторов, что это не приведет к серьезным последствиям и компания сможет в очередной раз договориться о повышении ковенанта. Среди возможных последствий – рост стоимости обслуживания долга, а также ограничение инвестрасходов, что компания и так рассматривает. На период, завершающийся 30 июня 2012 г. пороговое значение установлено на уровне 3,0, и мы считаем, что вероятность его превышения весьма велика. Все это говорит о низкой финансовой дисциплине компании. А значительный долг вкупе с негативной тенденцией операционного денежного потока не позволяет надеяться на существенное сокращение задолженности в обозримом будущем. Положительным фактором могло бы стать проведение отложенного IPO горнодобывающего сегмента, однако, учитывая конъюнктуру, вряд ли разговоры о нем возобновятся в 1 п/г 2012 г.

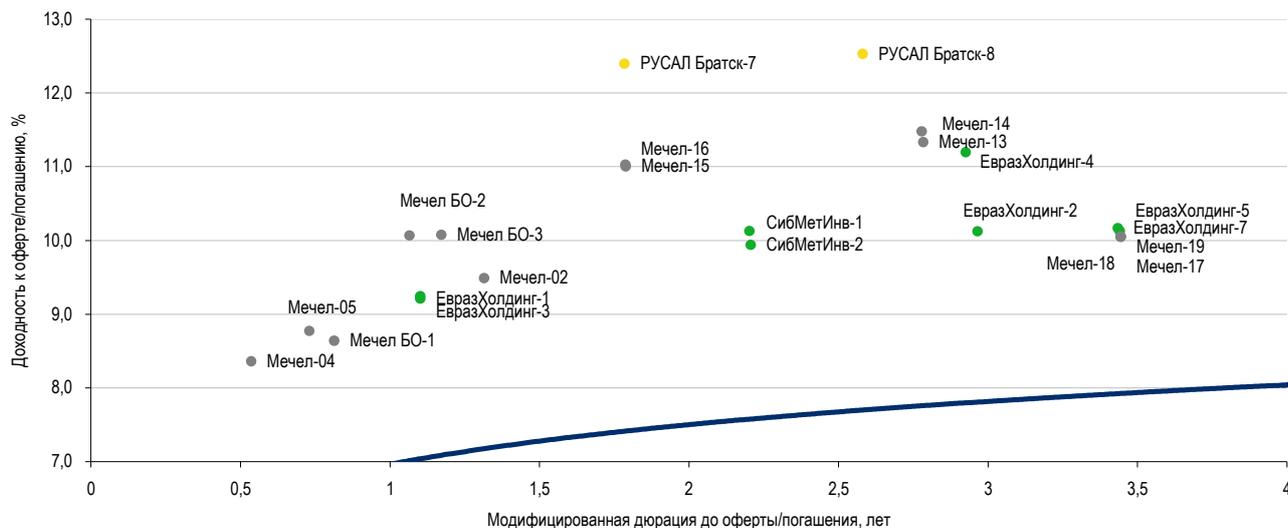
**В следующем году Мечелу предстоит погасить 2,7 млрд долл.** Доля краткосрочного долга существенно не изменилась и на конец сентября 2011 г. составила 25%. Всего же в 2012 г. компании предстоит погасить 2,7 млрд долл. Однако, согласно комментариям менеджмента, 1,1 млрд долл. представлены револьверными кредитными линиями, которые открыты для финансирования оборотного капитала и будут рефинансированы. Еще 368 млн долл. приходится на оферты по облигациям. Компания постарается минимизировать количество облигаций, предъявленных к оферте, путем увеличения размера купона. В целом же, согласно представленным данным, помимо 520 млн долл. наличных средств, Мечел располагает невыбранными средствами по кредитным линиям объемом примерно 1,6 млрд долл., что в настоящий момент позволяет не беспокоиться относительно способности Мечела обслуживать долг.

**Облигации Мечела выглядят дорого.** Мечел широко представлен на рынке публичного долга, однако в настоящий момент ликвидными можно назвать лишь выпуски с дюрацией не более двух лет. Средняя величина спреда к ОФЗ в данной категории бумаг за последние два месяца не изменилась существенно и составляет 240–260 б.п. На наш взгляд, это недостаточная компенсация за довольно высокую долговую нагрузку при неочевидных перспективах ее снижения. Ближайшим аналогом Мечела по кредитным показателям можно назвать Русал, бумаги которого на дюрации два и три года торгуются с доходностью приблизительно на уровне 12% (спред к ОФЗ в размере 450–500 б.п.). Единственной существенной причиной столь различной оценки рисков двух эмитентов может быть отсутствие рейтингов у бумаг Русала и, как следствие, возможности включения в ломбардный список. Недавняя новость о том, что Русал обратился к кредиторам с просьбой отказаться от тестирования на соответствие ковенантам в 2012 г. с риском их нарушения, не является аргументом – Мечел уже превысил свой ковенант в конце 1 п/г 2011 г. А в случае дальнейшего ухудшения конъюнктуры рынков сбыта сравнительная долговая нагрузка будет расти у обоих эмитентов. Отметим также, что в настоящий момент бонды Мечела торгуются примерно на одном уровне с облигациями менее обремененного долгом Евраз, что мы считаем необоснованным. Резюмируем сказанное: мы считаем, что кредитные спреды Евраз и Русала к ОФЗ должны сокращаться, а Мечела – расти.

См. график на следующей странице.

## Спред по Мечелу должен быть шире

Рублевые выпуски облигаций компаний металлургической отрасли, 15.12.2012



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Публикации по теме:

12 октября 2011 г. Мечел – «Продолжение роста долга и другие проблемы с финансовой дисциплиной. Результаты за 2 кв. 2011 г. по US GAAP».

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/111012\\_FI\\_Mechel\\_1H11%20Review.pdf?docid=11660&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/111012_FI_Mechel_1H11%20Review.pdf?docid=11660&lang=ru)

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](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](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  
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, stepanenkkooa@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, myrsikovann@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, kondratievsd@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/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@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, hallt@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

## Редактирование/Перевод

### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

### Русский язык

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