

Кредитный комментарий:

Мечел и ЧТПЗ: итоги 2010 года – существенные дополнения к кредитному профилю.

12 апреля 2011 года

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

Понедельник, 11 апреля, стал днем публикации корпоративных отчетов в соответствии с международными стандартами для ОАО «Мечел» и ОАО «ЧТПЗ». Общей характеристикой для эмитентов является существенный рост операционных показателей и значительное увеличение показателей выручки и прибыли как в разрезе EBITDA, так и итогового финансового результата. Положительную динамику показателей поддерживало увеличение объемов выпуска в натуральном выражении, проходящее в условиях благоприятной ценовой конъюнктуры. Если какое-то время назад оба эмитента относились к наиболее рискованным представителям отрасли, то 2010 год внес довольно заметные коррективы, хотя ЧТПЗ пока все еще в списке тех компаний, для которых риски рефинансирования являются одной из наиболее актуальных проблем.

Сильные отчетные данные позволили выпускам Мечела приблизиться по доходности к сопоставимым по дюрации бумагам Евраза, они торгуются на уровне около 8% к оферте в 2014 году и 8,5% – к оферте в 2015 году, что на наш взгляд, ограничивает их дальнейший ценовой рост, если, конечно, Эмитента не будут поддерживать какие-то новые позитивные новости. В отношении бумаг ЧТПЗ сейчас сформировалась весьма неоднозначная ситуация – неопределенность в отношении предстоящей в конце апреля оферты по выпуску ЧТПЗ-3 усиливает спекулятивные настроения.

Мечел: большие надежды на 2011 год.

В 2010 году бизнес ОАО «Мечел» развивался очень прогрессивно и по уровню загрузки производственных мощностей, как было отмечено менеджментом, в комментариях к отчетности, Компании удалось выйти на докризисные уровни, а в отдельных, в частности, в сталелитейном и ферросплавном сегментах установить новые максимумы по уровню загрузки и объемам выпуска.

Финансовые результаты Мечел по МСФО			
млн долл	2009	2010	изм. %
Основные балансовые показатели			
Активы	13 183	15 776	19,7%
Основные средства	4 471	5 413	21,1%
Запасы	1 036	1 867	80,2%
Денежные средства и их эквиваленты	415	341	-17,8%
Финансовый долг	5 998	7 318	22,0%
Долгосрочные займы	4 074	5 241	28,6%
Краткосрочные займы	1 923	2 078	8,0%
Чистый долг	5 583	6 978	25,0%
Основные показатели прибылей и убытков, денежный поток			
млн долл	2009	2010	изм. %
Выручка	5 754	9 746	69,4%
ЕБИТДА	687	2 015	193,5%
Чистая прибыль	74	657	791,2%
Расходы по процентам	150	564	274,7%
Денежный поток от операционной деятельности	562	-147	n/a
Основные финансовые коэффициенты			
	2009	2010	изм. %
Рентабельность EBITDA	11,9%	20,7%	8,7 п.п
Рентабельность чистой прибыли	1,3%	6,7%	5,4 п.п
Финансовый долг/EBITDA	8,73	3,63	-5,1 x
Чистый долг/EBITDA	8,13	3,46	-4,6 x
EBITDA/% расходы	4,56	3,58	-0,9 x

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКА

Эффективному развитию способствовали как более рациональная организация действующих производств и сбытовых активов в части пополнения ассортимента продуктами с более высокой добавленной стоимостью, так и высокая активность в сегменте M&A. Приобретая новые активы менеджмент ориентировался, главным образом, на продвижение либо в ранее неохваченные сегменты товарной продукции либо на рынки, где Мечел был представлен слабо или отсутствовал вовсе. Так, акцентировано внимание на укреплении позиций на рынке США. Наличие собственного производственного комплекса Mechel Blue Stoun расширяет географию присутствия в

угольном и сталелитейном сегментах «Нового света». Кроме того, стратегически важным Мечел рассматривает для себя рынок Европы, но здесь особые акценты делаются на присутствие в сегменте энергетического угля, который рассматривается весомой альтернативой для сопряженной с серьезными рисками в эксплуатации атомной энергетики.

В части своего самого крупного и стратегически важного проекта по развитию Эльгинского угольного месторождения и его транспортной инфраструктуры менеджмент Мечела также отмечает заметный «прорыв». Внимание обращается на то, что в течение прошлого года на объекте параллельно с мероприятиями по организации добычи и строительству транспортной ветки велась активная работа по организации сопутствующей инфраструктуры и, весьма вероятно, что уже во второй половине 2011 года, когда будет закончено строительство ж/д полотна протяженностью 209 км, Компания сможет перенаправлять добытый эльгинский уголь по железной дороге дальше – на обогатительные фабрики Южного Кузбасса. Наряду с этим, с целью не терять добавленную стоимость есть планы по организации сезонной обогатительной фабрики на Эльге (ориентировочная стоимость строительства порядка 25 млн долл.), и ее запуск ожидается уже летом 2012 года, а к концу 2013 года ожидается ввод в действие полноценной обогатительной фабрики (стоимость строительства 150–200 млн долл.). Таким образом, при условии поддержания сырьевыми рынками положительной ценовой динамики во второй половине 2011 года угольный сегмент Мечела обещает еще более позитивные, чем в прошедшем году, финансовые результаты.

Сильные показатели эффективности и прибыльности отчасти нивелируют риски обременительной долговой нагрузки, которая является неотъемлемой частью столь масштабного проекта, как разработка Эльгинского месторождения. Напомним, что его общая стоимость составляет более 2,8 млрд долл., из которых в течение 2010 года было профинансировано 716 млн долл. Компании по итогам 2010 года удалось уменьшить соотношение Net Debt/EBITDA до 3,46x с 8,13x на конец 2009 года. К середине 2011 года Мечел ставит перед собой весьма амбициозный, на наш взгляд, план – сократить соотношение Net Debt/EBITDA до 3x. Как мы полагаем, Компании будет непросто достичь намеченного уровня в силу того, что наряду с рефинансированием имеющихся краткосрочных обязательств, предстоит финансирование инвестиционных расходов, общий объем которых на 2011 год запланирован на уровне 2,3 млрд долл. (из которых 850 млн долл. – это расходы на развитие металлургического сегмента, 1,3 млрд долл. – на горнодобывающий дивизион, в т.ч. 900 млн долл. на работы на Эльгинском месторождении). Отметим, что обозначенный CAPEX на 2011 год не включает «непредвиденные» расходы на приобретение каких-либо новых активов, хотя менеджмент не исключает такую вероятность. И, как было отмечено в ходе телефонной конференции, могут быть рассмотрены разные варианты, в том числе Мечел не исключает своей заинтересованности в активах Распадской при формировании какого-либо четкого предложения, и может принять его к рассмотрению, если условия будут интересны. В этом случае принципиальную важность примет источник финансирования планируемой покупки.

На наш взгляд, текущие финансовые метрики и планы по их дальнейшему улучшению способны оказать хорошую поддержку торгующимся выпускам Мечела, в первую очередь тем, которые пока еще не полностью были задействованы в переоценках. Вместе с тем, ориентируясь на то, как распределены выпуски на кривой в настоящий момент, можно констатировать, что апсайд достаточно ограничен и не превышает 25 б.п., ведь по большей части выпуски Мечела уже выровнялись по доходности с сопоставимыми по дюрации бумагами Евраза. На наш взгляд, вряд ли появятся инвесторы, желающие сокращать позиции в бумагах Компании, которая демонстрирует улучшение кредитного профиля и, возможно, в ближайшей перспективе это найдет отражение в действиях рейтинговых агентств.

ЧТПЗ: новый купон по ЧТПЗ –3 требует повышенного внимания.

Для ОАО «ЧТПЗ» прошедший год также сложился весьма успешно в части расширения объемов выпуска готовой продукции, которому помимо восстановления спроса со стороны нефтегазового, строительного и энергетического секторов способствовало завершение масштабных инвестиционных проектов, в частности, цеха по производству труб большого диаметра «Высота 239» и электросталеплавильного комплекса «Железный Озон 32».

В прошлом году отгрузки труб большого диаметра выросли на 64%, среди наиболее крупных покупателей Компания Транснефть, использующая продукцию ЧТПЗ при строительстве нефтепроводов ВСТО–2, БТС–2, Пурпе–Самотлор. В сегменте труб, используемых в бурении нефтегазовыми компаниями, рост отгрузок составил 54%, по бесшовным трубам промышленного назначения продажи возросли на 21%. Увеличение цен на товарную продукцию варьировалось в диапазоне от 5 до 36%, наибольший рост зафиксирован в сегменте труб большого диаметра. Вместе с тем, операционные издержки росли более высокими темпами, например, стоимость сырья

увеличилась более чем на 70%. Таким образом, можно констатировать, что Компании довольно сложно оперативно переключать рост издержек на конечных потребителей, и это ограничивает эффективность производства. Норма EBITDA Группы ЧТПЗ выросла до 20,6% с 8,6% в 2009 году. При этом неудовлетворительной характеристикой остается операционный денежный поток, который по итогам года сформировался отрицательным в размере 9,85 млрд руб., что отражает высокую зависимость Компании от кредитного рычага не только в части финансирования инвестмероприятий, но и текущих расходов.

Финансовые результаты ЧТПЗ по МСФО			
млн руб.	2009	2010	изм, %
Основные балансовые показатели			
Активы	89 406	112 915	26,3%
Основные средства	46 189	57 073	23,6%
Запасы	10 120	18 857	86,3%
Денежные средства и их эквиваленты	3 644	3 623	-0,6%
Финансовый долг	64 438	85 837	33,2%
Долгосрочные займы	19 742	39 372	99,4%
Краткосрочные займы	44 695	46 465	4,0%
Чистый долг	60 794	82 214	35,2%
Основные показатели прибылей и убытков, денежный поток			
млн долл	2009	2010	изм, %
Выручка	56 079	85 401	52,3%
EBITDA	4 841	17 631	264,2%
Чистая прибыль	-4 446	4 724	n/a
Расходы по процентам	9 135	9 070	n/a
Денежный поток от операционной деятельности	12 233	-9 850	n/a
Основные финансовые коэффициенты			
	2009	2010	изм, %
Рентабельность EBITDA	8,6%	20,6%	12,0 п.п
Рентабельность чистой прибыли	n/a	5,5%	-
Финансовый долг/EBITDA	13,31	4,87	-8,4 x
Чистый долг/EBITDA	12,56	4,66	-7,8x
EBITDA/%	0,53	1,94	1,41x

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКа

Масштабы кредитного портфеля Группы ЧТПЗ на конец 2010 года даже чуть превосходят выручку за год, особое беспокойство доставляет весомая часть краткосрочных обязательств – их общая сумма – 46,4 млрд руб., из которых более 11,2 млрд руб. долгосрочных кредитов, реклассифицированные в краткосрочные по причине несоблюдения ковенант, установленных кредитными соглашениями. Несмотря на ощутимое улучшение качества покрытия долга: соотношение Net Debt/EBITDA снизилось до 4,66x с 12,56x в прошлом году, а также наличие на балансе некоторого запаса денежной ликвидности (на 01 января 2011 года 3,6 млрд руб.) Эмитента сложно отнести к категории высоко надежных.

В свете сформировавшегося кредитного профиля ЧТПЗ особую актуальность приобретает вопрос о рефинансировании имеющихся долгов через привлечение средств на рынке капитала, которое не состоялось в феврале этого года и, по слухам, может быть возобновлено в ближайшее время. Однако ни Компания, ни банки-организаторы сделки пока не озвучивали каких-либо деталей «второго раунда». В условиях сформировавшегося информационного вакуума ряд вопросов вызывает способность Компании благополучно выполнить обязательства по предстоящей уже в конце текущего месяца оферте по выпуску ЧТПЗ-3 (объем 8 млрд руб., но в рынке после предыдущей оферты в октябре 2010 года оставалось порядка 5 млрд руб.) Отметим, что в отношении данных бумаг уже проявляются панические сделки, задирающие доходность на спекулятивные уровни. При этом, на наш взгляд, панике поддаваться не стоит, ведь Компания все еще сохраняет довольно неплохие отношения со своими кредиторами, которые, по идее, при необходимости должны снабдить ее необходимой ликвидностью. При этом точки над «i», то есть формально подтвердить «готовность» Компании к прохождению оферты, на наш взгляд, сможет предстоящий анонс нового купона по выпуску серии 03, ведь предоставление какой-либо рыночной премии станет сигналом к тому, что ЧТПЗ намерен «задержать» выпуск в рынке. В то же время ставка в диапазоне 8,5%–9% годовых на срок не менее 2 лет отразит готовность выполнить обязательства.

Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424 Цвеляк Евгений / ext. 3581	golovanov_vn@nomos.ru tsvelyak_ea@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полютов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tret'yakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.