

Кредитный комментарий.

Отчетность НМТП и МЕЧЕЛ за 2009 год.

22 апреля 2010 года

Итоги 2009 года НМТП: традиционно сильные результаты.

Финансовые результаты ОАО "НМТП", 2008-2009 гг.			
mio usd	2009	2008	% 2009/2008
Revenue	675.06	653.78	3%
Operating profit	367.93	234.34	57%
EBITDA	371.77	241.87	54%
Profit for the year	252.17	95.78	163%
Operating margin	0.55	0.36	19%
EBITDA margin	0.55	0.37	18%
	2009	2008	%
Assets	1 361.83	1 206.45	13%
Debt	464.48	513.13	-9%
Current portion of long-term-debt	130.06	42.25	208%
Debt/EBITDA	1.25	2.12	-0.87
Cash, Cash equivalents, investment in securities	327.81	128.84	2.54
Net debt	136.67	384.28	-64%
Net debt/EBITDA	0.37	1.59	-77%

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

Сегодня с утра НМТП представил итоги 2009 года согласно отчетности по МСФО. Порт традиционно показал сильные результаты, только добавив баллов своему кредитному профилю. Вместе с тем, в нынешнем году укрепление рубля и рост стоимости нефти может несколько ослабить финансовый профиль Компании. Ниже мы выделяем основные моменты отчетности:

Сильные результаты: «кризис в помощь». Поквартальное снижение рентабельности. Медленное восстановление грузооборота. Рост стоимости нефти и укрепление рубля не в пользу НМТП.

За прошлый год Новороссийский порт заработал 438,3 млн долл., что на 40% выше 2008 года. Здесь, помимо роста грузооборота, который в прошлом году увеличился на 6% (за счет новых терминалов), оказала влияние девальвация рубля. Напомним, что свои доходы НМТП получает в долларах. Операционная маржа по итогам 2009 года составила 54,5%, против 36,3% процентов годом ранее. Вместе с тем, поквартальная динамика рентабельности внутри года была негативной. Так, если в первом квартале маржа составляла 65%, то на конец полугодия сократилась до 62%. Причины здесь кроются в замедлении грузооборота Порта, ослаблении доллара и росте стоимости нефти. На текущий год мы ожидаем сохранение тренда снижения маржинальности бизнеса НМТП. Вместе с тем, стоит отметить, что даже снижение к уровням 2008 года (36%) сохранит результаты Компании завидными для многих российских эмитентов. Негативным фактором может являться довольно медленное восстановление внешнеторгового грузооборота. Так, по итогам первого квартала рост перевалки к довольно «низкой базе» первого квартала 2008 года составил лишь 2,7%.

Денежного потока в полном объеме хватало на инвестиции и погашения.

Совокупный операционный денежный поток за прошлый год – 346 млн долл., что на 25% выше результата годом ранее. Указанных средств в полном объеме хватало на инвестиционные расходы, погашение обязательств и выплату дивидендов. В итоге чистый денежный поток составил 111 млн долл. против отрицательного результата в этой же строке в 2008 году.

Совокупная ликвидность – 327,8 млн долл. Net debt/EBITDA – 0.37x Финансирование капитальных затрат 2010 года возможно за счет собственных источников.

Долг Компании по итогам года по отношению к предыдущему кварталу остался неизменным и на конец года составил 464,5 млн долл. А вот по отношению к началу прошлого года долг за счет досрочного погашения кредитов

снизился на 48,5 млн долл. По-прежнему, с учетом депозитов, денежных средств и векселей, которые на конец отчетного периода в совокупности составляли 327,7 млн долл, чистый долг НМТП – 136,7 млн долл. Соотношение Net Debt/EBITDA – 0.37x. В нынешнем году Порту предстоит погасить 130 млн долл обязательств, в том числе синдицированный кредит в размере 117,9 млн долл. Последнее с учетом накопленной ликвидности не вызывает у нас опасений. Инвестиционные планы текущего года НМТП пока не раскрывал, однако согласно сообщениям в СМИ Порт собирается в этом году начать работы по увеличению перевалочных мощностей зернового терминала. Сумма строительства называется в СМИ – 5 млрд руб. С учетом указанного объема ликвидности НМТП может справиться и собственными силами с запланированными капитальными затратами.

Евробонд на текущих уровнях малопривлекателен.

Евробонд НМТП–12 за последнее время потерял свою привлекательность и сейчас торгуется на уровне выпусков телекомов. Сегодня последние сделки с бумагами Порта проходили при YTM 4,76% (05.2012), в то время как доходность более короткого MTS–12 составляла 4,1% (01.2012). Вместе с тем, напомним, что по выпуску облигаций НМТП сохраняется право досрочного погашения с учетом планируемой продажи доли государства.

Менеджмент НМТП сегодня в 17.00 по Московскому времени проведет телеконференцию посвященную итогам года, предварительная регистрация:

<https://eventreg1.conferencing.com/webportal3/reg.html?Acc=277759&Conf=172446>

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Мечел итоги 2009 года: несмотря на улучшения показателей в 4 квартале проблемы долга остаются актуальными.

млн долл.	Группа Мечел				
отчетный период	2007	2008	1п. 2009	2009	изм. %
Основные финансовые показатели					
Активы	9 227	12 009	12 031	13 183	42.9%
Капитал	3 504	4 030	3 733	4 331	23.6%
Финансовый долг	3 126	5 346	5 920	6 092	94.9%
Чистый долг	2 863	5 092	5 098	5 677	98.3%
Краткосрочный долг	1 135	5 149	3 599	1 959	72.6%
Ден. средства	236	254	822	415	75.8%
Выручка	6 683	9 950	2 460	5 754	-13.9%
EBITDA*	1 688	2 041	135	998	-40.9%
Чистая прибыль	913	1 141	-471	74	-91.9%
Показатели эффективности и покрытия долга					
Чист. долг/активы	0.31	0.42	0.42	0.43	-
Чист. долг/Капитал	0.82	1.26	1.37	1.31	-
Чист. долг/EBITDA	1.70	2.49	37.76	2.84	-
EBITDA*/Проценты	17.05	17.05	17.05	6.30	-
Краткоср. долг/фин. долг	0.36	0.96	0.61	0.32	-
Рентабельность EBITDA	25.3%	20.5%	5.5%	17.3%	-
Рентабельность ЧП	13.7%	11.5%	-	1.3%	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

Вчера Мечел последним из крупных публичных российских металлургических холдингов объявил финансовые итоги деятельности по US GAAP за 2009 год. Хотя, как и прочие металлурги, в 4 квартале Компания улучшила показатели продаж, результаты нам показались не слишком убедительными для привлекательности долговых бумаг Группы.

Ниже мы приводим основные моменты, на которые мы обратили внимание:

Результаты года соответствуют показателям прочих металлургов..

Выручка за 2009 год снизилась на 42% до 5,75 млрд долл., EBITDA – на 41% до 1,17 млрд долл., а операционный денежный поток (с учетом сокращения оборотного капитала на 610 млн долл.) – на 75% до 561,7 млн долл. При этом в 4 квартале выручка составила 1,7 млрд долл. (+10% кв-к-кв), EBITDA – 686,8 млн долл. (62,5%). Отметим, что в показатель EBITDA за 4 квартал (и соответственно, годовой) Компания включила переоценку активов Bluestone в размере 494,2 млн долл., и очевидно, что без учета «бумажных» доходов результаты Холдинга выглядят существенно скромнее.

Временное сокращение отдачи угольного бизнеса.

Основной вклад в выручку в минувшем году внесли металлургическое (57%) и горнодобывающее (27%) направления бизнеса Компании, причем доля последнего снизилась относительно прошлого года, когда она сформировала 34% общих продаж. Учитывая наблюдающийся с начала текущего года подъем спроса на сырьевые ресурсы, на фоне которого руководство Мечела строит довольно амбициозные планы по увеличению добычи угля в 2010 году на 70% до 30 млн тонн., можно ожидать, что в текущем году доходы этого дивизиона примут более «весомый» вид.

Возврат к докризисной структуре сбыта.

С точки зрения регионов сбыта, отметим, что в денежном выражении в конце 2009 года Холдинг увеличил долю реализации на внутренний рынок (до 54%), сократив продажи в Европе (до 17%) и Азии (до 14%), и, таким образом, география продаж приобрела структуру 2008 года.

Проблема долга не решается в краткосрочном периоде.

По итогам 2009 года совокупный долг Мечела вырос 14% до 6 млрд долл., и в течение 2–4 квартала текущего года Компании предстоит выполнить обязательства на 1,37 млрд долл. Хотя порядка 430 млн долл. приходится на возобновляемые кредитные линии трейдинговых компаний и поддержание оборотного капитала, денежных средств на балансе (на 31.12.09) – 415 млн долл. явно недостаточно для покрытия всех необходимых выплат.

На этом фоне Мечел продолжает реализовывать обширную программу развития, предполагающую инвестиции в 2010 году в объеме 1,4 млрд долл., а в 2011–2012 годах – 2,3 млрд долл. Представляется весьма вероятным, что даже в случае реализации оптимистичного сценария развития горно–металлургической отрасли операционного денежного потока окажется недостаточно для обеспечения заявленной программы и выплаты долговых обязательств. В силу этого мы полагаем, что Компания будет осуществлять новые заимствования, которые увеличат ее и без того достаточно высокую долговую нагрузку. Одним из наиболее вероятных источников финансирования представляется реализация зарегистрированной программы рублевых облигаций, выпуски которых на 10 млрд руб. Компания размещает в настоящее время.

Отметим, что объем обязательств, погашаемых в 2011 году составляет 1,67 млрд долл., что вкупе с текущими платежами определяет наличие рисков рефинансирования, а также высокую степень зависимости Холдинга от конъюнктуры горно–металлургической отрасли как в кратко–, так и среднесрочном периоде.

Резюмируя, отметим, что, в целом, кредитный профиль Мечел выглядит не слишком устойчивым, так как зависит и от состояния финансовых рынков, определяющих риски рефинансирования, и от горно–металлургической отрасли, конъюнктура которой, на наш взгляд, все еще остается нестабильной, поскольку качественного восстановления рынков конечного потребления металлопродукции пока не наблюдается. Учитывая вышесказанное, мы считаем перекупленными текущие выпуски облигаций Мечела, торгующиеся в зависимости от дюраций (1,5–2,5 года) с доходностями 9,9–10%.

Илья Ильин
lilin_IO@nomos.ru

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	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@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
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полютов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	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.