

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА ММК ВЫХОДИТ НА РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Один из крупнейших в России сталепроизводителей, Магнитогорский металлургический комбинат, готовит размещение рублевых облигации на сумму 5 млрд руб. По выпуску предусмотрена годовичная оферта. Мы оцениваем справедливую доходность облигаций в 10,25–10,75% годовых. По нашему мнению, бумага предлагает инвесторам привлекательное сочетание низкой долговой нагрузки и невысокого рыночного риска и является идеальным инструментом для удержания до оферты.

Низкая долговая нагрузка по стандартам отрасли. В прошлом ММК избежал крупных приобретений и в результате встретил экономический спад с весьма умеренной долговой нагрузкой. От сопоставимых металлургических компаний – Северстали, Евраза и Мечела, имеющих значительный размер долга, ММК отличается взвешенная финансовая политика.

Консервативная стратегия нацелена на органический рост. Компания традиционно ориентируется на органический рост, большая часть капвложений направляется на создание новых производственных мощностей на главной производственной площадке – в Магнитогорске и в рамках нового зарубежного проекта – Atakas в Турции.

Продукция поставляется в основном на внутренний рынок. В отличие от других российских компаний, ММК получает выручку в основном от продаж на российском рынке. Это позволяет ММК извлечь выгоду из премии внутренних цен к мировым, традиционно составляющей 15–20%.

Приобретение Белона – важный шаг по направлению к вертикальной интеграции. Приобретение контрольного пакета акций крупного производителя коксующегося угля Белона позволит ММК существенно ослабить зависимость от внешних поставщиков и в ближайшие годы получать до 80% этого ключевого сырья от собственной дочерней компании. Белон был приобретен в тот момент, когда исчерпал возможности самостоятельно обслуживать свои долговые обязательства, так что цена приобретения, вероятно, была минимально возможной.

Хороший выбор в сложных экономических условиях. Мы считаем облигации ММК привлекательным объектом вложений для консервативных инвесторов. В благополучные времена (2007 г. – I полугодие 2008 г.) рентабельность компании была ниже, чем в среднем по сектору, но в период кризиса (IV квартал 2008 г. – I полугодие 2009 г.) ММК существенно опередил компании отрасли по этому показателю.

Низкий кредитный и рыночный риск. Условиями размещения предусмотрена годовичная оферта, которая практически полностью устраняет рыночный риск. Учитывая низкую долговую нагрузку компании, устойчивый денежный поток и нашу позитивную оценку перспектив отрасли в целом, риск дефолта ММК на столь коротком временном горизонте ничтожно мал.

РЕПО ЦБ. Облигации ММК будут пользоваться спросом у российских банков, поскольку с учетом кредитных рейтингов компании они могут служить залогом по операциям РЕПО с ЦБ. Не следует забывать и о значительном спреде облигаций к ставке РЕПО ЦБ: которая в настоящий момент составляет 6,75% и едва ли будет расти.

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о новом выпуске

Эмитент	ОАО ММК
Кредитный рейтинг эмитента	ВВ/Ва3/ВВ
Серия облигаций	БО-1
Объем выпуска	5 млрд руб.
Срок погашения	Через 3 года
Купон	Полугодовой
Оферта	Через 1 год
Тип размещения	Аукцион
Дата размещения	Ноябрь 2009 г.
Справед. оценка YIP (УРАЛСИБ)	10,25-10,75%

Ключевые показатели ММК

По МСФО, млн долл.

	2008	I кв.09	I п/г 09
Выручка	10 550	965	2 003
Валовая прибыль	2 715	112	291
ЕБИТДА	2 204	99	306
ЕБИТ	1 174	(45)	(28)
Чистая прибыль	1 081	(110)	(51)
Активы	14 197	12 179	13 068
Основные средства	9 751	8 656	9 651
Краткосрочная задолженность	1 276	1 103	880
Долгосрочная задолженность	405	555	709
Долг	1 681	1 658	1 589
Собственный капитал	9 852	8 469	9 424
Валовая рентабельность, %	25,7	11,6	14,5
Рентабельность по ЕБИТДА, %	20,9	10,3	15,3
Рентабельность по ЕБИТ, %	11,1	(4,7)	(1,4)
Чистая рентабельность, %	10,2	(11,4)	(2,5)
Долг/ЕБИТДА	0,76	0,90	1,57
Чистый долг/ЕБИТДА	0,26	0,41	0,95
ЕБИТДА/Проценты	20,0	4,0	7,7
Долг/Капитал	0,15	0,16	0,14
Долг/Активы	0,12	0,14	0,12
Доля кратк. долга	75,9	66,5	55,4
Коэффициент тек. ликвидности	1,37	1,36	1,51
Коэффициент мгновенной ликвидности	0,79	0,87	0,86
Операц. ден. поток	1 925	111	552
Ден. поток от инвест. деятельности	(979)	(341)	(890)
Ден. поток от фин. деятельности	62	151	(65)
Свободный денежный поток	946	(230)	(338)

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

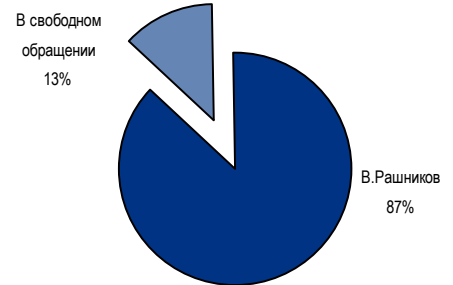
Профиль компании

Крупная частная компания... ММК – материнская компания, консолидирующая все сегменты бизнеса и денежные потоки группы. Материнская компания была создана в 1932 г. как государственное предприятие, а в 1992 г. акционирована. Конечный бенефициар ММК – председатель совета директоров компании Виктор Рашников, контролирующий 87% ее акций, остальные 13% акций находятся в свободном обращении. Акции ММК котируются в РТС и на ММВБ с 4 июля 2006 г. (биржевой код – MAGN). ГДР компании котируются на Лондонской фондовой бирже с 30 апреля 2007 г. (биржевой код в Bloomberg – ММК LI). Текущая рыночная капитализация ММК составляет 8,1 млрд долл.

... занимающая второе место среди российских металлургических компаний по уровню рейтингов. Агентства S&P, Moody's и Fitch присвоили ММК кредитные рейтинги на уровне соответственно ВВ/Ва3/ВВ. В феврале 2009 г. агентство S&P понизило прогноз рейтинга компании до «негативного», ссылаясь на то, что ухудшение конъюнктуры рынка стали может отрицательно сказаться на способности ММК обслуживать долг. С другой стороны, в июле агентство Fitch подтвердило стабильный прогноз по кредитному рейтингу компании, подчеркнув, что операционная рентабельность и структура капитала компании, обеспеченная низкими операционными издержками и операционной эффективностью, отвечают ее нынешним рейтингам. ММК занимает второе место среди российских металлургических компаний по уровню кредитных рейтингов (по совокупности рейтингов всех трех агентств). Первое место принадлежит Новолипецкому МК, имеющему рейтинг ВВВ-/Ва1/ВВ+.

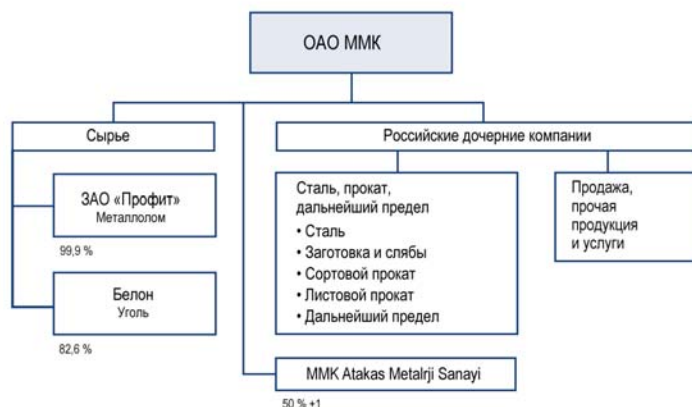
Крупнейшее в России стальное производство, сосредоточенное на одной площадке. Бизнес-цепочка группы (ОАО ММК и дочерние компании) включает в себя различные процессы – от добычи сырья до сбыта готовой продукции. В состав группы входят 119 компаний, специализирующихся на поставке сырья и расходных материалов, производстве, переработке и сбыте сталелитейной продукции, техническом обслуживании и ремонте оборудования, строительных, транспортных, финансовых и таможенных услугах, которые они предоставляют ММК и сторонним компаниям. Все ключевые активы, производство, управленческие и административные службы компании располагаются в Магнитогорске. Урал – регион, наиболее богатый залежами полезных ископаемых, служащих сырьем для производства стали. При этом здесь самый большой объем потребления стали в России. Таким образом, ММК извлекает выгоду из географической близости к своим основным поставщикам и потребителям. Atakas – единственный иностранный производственный актив ММК, который компания начала развивать в 2008 г. Производственная мощность зарубежного актива ММК составит 2,3 млн т готовой сталелитейной продукции в год. В состав компании будет входить основной металлургический комплекс (который планируется ввести в эксплуатацию в IV квартале 2010 г. и два сервисных металлоцентра (один из которых уже работает), предназначенных для переработки и сбыта сталелитейной продукции.

**Под контролем
 Виктора Рашникова**
 Акционерная структура ММК



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Структура бизнеса ММК



МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

В настоящий момент мощность ММК составляет 14,2 млн т стали и 13,2 млн т стального проката в год. По видам продукции мощности компании распределяются следующим образом:

- ✦ Горячекатаный плоский прокат – 10,3 млн т в год;
- ✦ Холоднокатаный плоский прокат – 3,0 млн т в год
- ✦ Сортовой прокат – 2,0 млн т в год
- ✦ Продукция дальнейшего передела
 - Белая жесть* – 0,3 млн т в год;
 - Оцинкованный плоский прокат* – 1,1 млн т в год;
 - Прокат с полимерным покрытием* – 0,18 млн т в год
 - Гнутый профиль* – 0,62 млн т в год;
 - Трубы* – 0,11 млн т в год;
 - Холоднокатаная лента* – 0,4 млн т в год;
- ✦ Электроэнергия – 657,2 МВт.

После ввода в эксплуатацию Atakas мощности ММК по производству стали увеличатся на 2,4 млн т в год, мощности по производству горячекатаного проката – на 2,3 млн т в год, холоднокатаного проката – на 0,75 млн т в год, оцинкованного плоского проката – на 0,4 млн т в год, проката с цветным полимерным покрытием – на 0,4 млн т в год.

Магнитогорский металлургический комбинат – крупнейший в России металлургический завод полного цикла, позволяющий осуществлять все производственные операции в пределах одного предприятия, что обеспечивает эффект масштаба и, соответственно, сокращение издержек. Магнитогорский комбинат ММК производит сталь и листовой прокат, а продукция дальнейшего передела производится предприятиями «ММК-Метиз» и ММК-Профиль-Москва (Московская область).

ММК занимает лидирующие позиции среди российских металлургических предприятий по уровню модернизации производственных мощностей. В течение последних десяти лет на комбинате обновлены практически все переделы, построены новые высокопроизводительные агрегаты. С 2005 г. совокупные капвложения компании составили 4,6 млрд долл. – в процентном отношении к выручке это самый высокий показатель среди российских сталепроизводителей.

Лидерство по доле капзатрат в выручке

Совокупные капзатраты и выручка (2005– 2008 гг.)



Источники: Fitch, данные компании

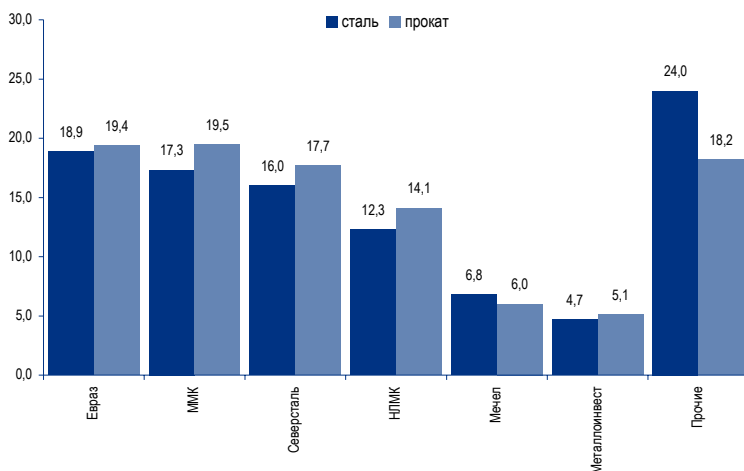
МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Совершенствование сортамента

Один из лидеров рынка. По итогам 2008 г. ММК произвел 11,96 млн т стали и 10,91 млн т готовой продукции, заняв второе место по объему производства среди российских сталепроизводителей с рыночной долей на уровне 17,3%. Первое место занял Евраз (в состав которого входят Западно-Сибирский, Нижнетагильский и Новокузнецкий металлургические комбинаты), произведший 13,08 млн т стали. При этом ММК – крупнейший в России производитель плоского проката, на долю которого приходится 19,5% совокупного производства этой продукции в стране. С учетом импорта, рыночная доля которого в 2008 г. не изменилась и составила 14%, ММК занимал 17% рынка. По итогам 9 месяцев 2009 г. объем производства стали на ММК составил 7,1 млн т, Евраза и НЛМК – 8,2 млн т и 7,5 млн т соответственно.

Лидирующие позиции по готовой продукции

Доля основных сталепроизводителей в России в 2008 г., %

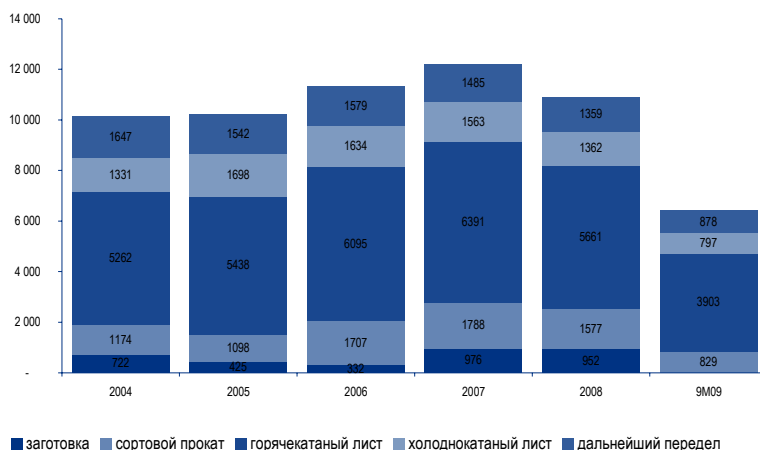


Источники: Челябин. данные компании

Прочные позиции на рынке продукции с высокой добавленной стоимостью. ММК производит полуфабрикаты и стальной прокат. Полуфабрикаты (агломерат, кокс, чугун, сталь) используются при производстве готовой сталелитейной продукции, которую компания поставляет потребителям. Готовая продукция подразделяется на заготовку и слябы, сортовой прокат, плоский прокат (горячекатаный и холоднокатаный плоский прокат), а также продукцию дальнейшего передела. Холоднокатаный плоский прокат, горячекатаный плоский прокат (включая продукцию стана «5000») и продукция дальнейшего передела относятся к продукции с высокой добавленной стоимостью

Ориентация на плоский прокат

Производство готовой продукции, тыс. т



Источники: данные компании

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

ММК занимает лидирующие позиции в производстве продукции с высокой добавленной стоимостью на российском рынке. По итогам 2008 г. ММК занял

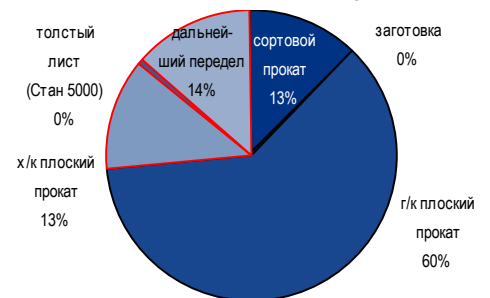
- ♦ третье место в России по производству холоднокатаного плоского проката с рыночной долей, равной 35% (во II квартале 2009 г. рыночная доля компании уменьшилась до 25%);
- ♦ второе место по производству оцинкованного плоского проката с долей рынка, равной 24% (во II квартале 2009 г. она увеличилась до 40%);
- ♦ первое место по производству холоднокатаной ленты с долей рынка 53% (во II квартале 2009 г. она увеличилась до 70%);
- ♦ первое место по производству белой жести – рыночная доля равна 100% (во II квартале 2009 г. она не изменилась);
- ♦ первое место по производству гнутого профиля с рыночной долей 54%;
- ♦ первое место по производству проката с полимерным покрытием – рыночная для составляет 23% (во II квартале увеличилась до 24%).

Помимо этого, ММК занял первое место по производству горячекатаного плоского проката с рыночной долей 42% (во II квартале сократилась до 33%).

Доля продукции с высокой добавленной стоимостью уже превысила докризисный уровень... ММК производит самый большой сортамент продукции с высокой добавленной стоимостью среди российских металлургических компаний. По итогам II квартала 2009 г. на долю продукции с высокой добавленной стоимостью пришлось 30% объема производства и 40% совокупной выручки ММК. Объем производства этой продукции и ее доли в совокупном производстве и выручке уже превысили предкризисные уровни (I–II квартал 2008 г.), что свидетельствует о смещении ассортимента в сторону высокорентабельной продукции (в 2009 г. ММК прекратил продажи низкорентабельной продукции – заготовки и слэбов). По итогам 9 месяцев 2009 г. на долю продукции с высокой добавленной стоимостью пришлось 26,5% совокупного объема производства против 24,8% в 2008 г. К 2013 г. компания планирует довести эту долю до 54% за счет осуществления ряда инвестиционных проектов.

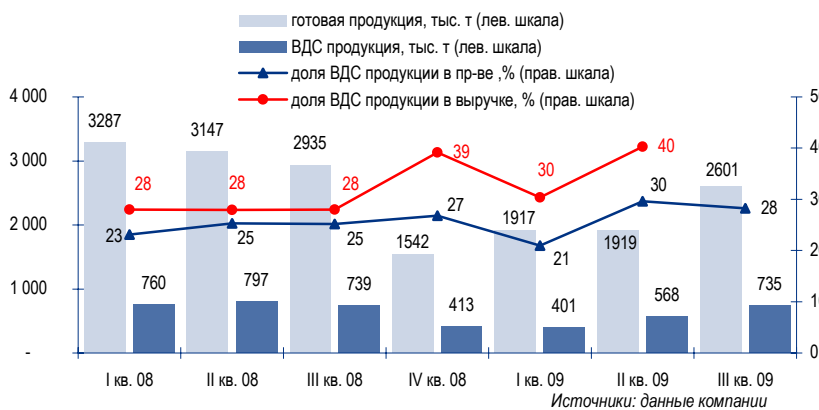
Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет 26,5%

Производство товарной продукции, 9М09



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Доля продукции с высокой добавленной стоимостью превысила докризисный уровень
Доля продукции с высокой добавленной стоимостью (ВДС)



... и будет расти дальше. В 2009 г. ассортимент продукции ММК включал 16 322 номенклатурных позиций, а к 2011 г. планируется довести их число до 16 500. В июле 2009 г. ММК ввел в эксплуатацию комплекс по производству толстолистового проката с уникальными характеристиками (стан «5000»). Сопоставимая продукция производится лишь восемью компаниями в мире – они расположены в Германии, Франции и Японии. В России подобным станом располагает также Северсталь (стан введен в эксплуатацию в 1989 г.), но он уступает стану ММК по мощности – 0,6 млн т в год против 1,5 млн т и характеристикам прочности и пластичности листа. Толстолистовой прокат, производимый на стане «5000», применяется при производстве одношовных

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

труб, в которых остро нуждаются нефтегазовые компании. Кроме того, толстый лист используется при производстве судов, строительстве мостов и в тяжелом машиностроении. В настоящий момент подобный стан сооружает также ОМК и планирует ввести его в эксплуатацию в 2011 г., но листовой прокат данного стана будет иметь более слабые характеристики и не будет пригоден для производства труб х120. Трубные компании ТМК и ЧТПЗ уже разместили в ММК заказы на толстолистовой прокат на период до 2011 г. Новый стан «2000» холодной прокатки, предназначенный для производства высококачественной автомобильной стали, планируется ввести в эксплуатацию в 2011 г. Продукция стана «2000» будет удовлетворять требованиям ведущих мировых автомобилестроительных компаний и производителей бытовой техники. Часть из них (Ford, Toyota, GM) уже организовала или планирует организовать производство в России.

Близость вертикальной интеграции

Поставки сырья гарантированы долгосрочными контрактами. Стратегическая цель ММК – самообеспеченность сырьем. При производстве стали применяются три основных вида сырья: железная руда, металлолом и коксующийся уголь. В 2008 г. компания самостоятельно удовлетворяла соответственно 20% и 22% своих потребностей в железной руде и коксующемся угле. Однако основная часть поставок гарантирована долгосрочными контрактами, которые позволяют значительно повысить предсказуемость производственных издержек.

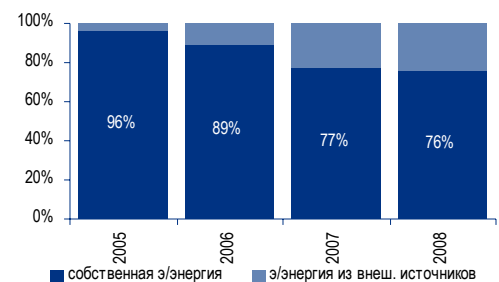
- ❖ **Железная руда** – помимо каптивного производства, поставки гарантированы контрактом с ССГПО (Казахстан) до 2017 г.
- ❖ **Коксующийся уголь** – до 40–50% потребности в этом сырье удовлетворяются за счет поставок дочерней компании ММК Белона (к 2012 г. Белон обеспечит 80% поставок), остальная часть сырья поступает от других крупных поставщиков – Распадской, Кузметугля и Сибуглемета.
- ❖ **Металлолом** – 100% потребностей ММК в металлоломе удовлетворяет дочернее предприятие компании – ЗАО «Профит».

С НОВАТЭКом и Челябинскрегионгазом заключены контракты на поставку природного газа на период до 2015 и 2012 гг. соответственно. Подчеркнем, что тесные отношения с основными поставщиками позволяют ММК изменять объемы и условия поставок в зависимости от рыночной конъюнктуры. Так, в декабре 2008 г. компании удалось добиться снижения цен на концентрат коксующегося угля на 50%, а железной руды – на 40% в IV квартале 2008 г. по сравнению с предыдущим периодом.

Приобретение ЗАО «Профит» и Белона – ключевые шаги по направлению к созданию вертикально интегрированного холдинга. В июне 2009 г. ММК приобрел 99,99% акций ЗАО «Профит», перейдя таким образом на полное самообеспечение металлоломом. ЗАО «Профит» – эксклюзивный поставщик металлолома в ММК, доля ММК в продажах продукции компании составляет около 80%, остальные 20% поставляются сторонним компаниям. Кроме того, в октябре 2009 г. ММК получил фактический контроль над Белоном, увеличив свою долю в угледобывающей компании до 82,6%. Белон располагает запасами угля в размере 446 млн т. По итогам 2008 г. Белон добыл 5,5 млн т угля, а к 2012 г., когда будет завершена запланированная инвестпрограмма компании, предполагается увеличить добычу до 10,8 млн т. Это позволит ММК самостоятельно удовлетворить до 90% своих потребностей в коксующемся угле и добиться полной самообеспеченности концентратом энергетического угля.

Расширение сырьевой базы. ММК самостоятельно удовлетворяет 30% потребностей в железной руде, а остальное получает в рамках долгосрочных контрактов со сторонними поставщиками (ССГПО – основной из них). Помимо этого, ММК владеет 5,4% акций австралийского поставщика железной руды Fortescue и планирует увеличить мощность находящегося в его собственности Бакальского рудоуправления и железорудных месторождений Подотвальное и Малый Куйбас. ММК владеет также

Низкая зависимость от внешних поставщиков Самообеспеченность электроэнергией



Источники: данные компании.

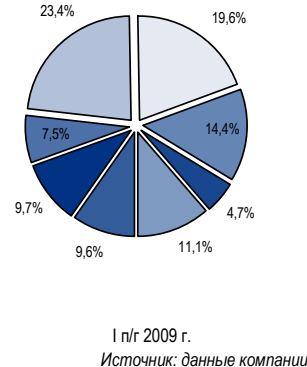
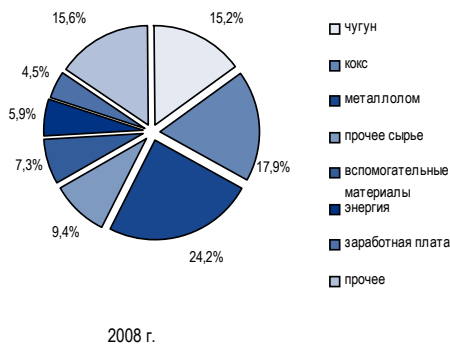
МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

лицензией (полученной по итогам аукциона в ноябре 2006 г.) на разработку Приоскольского железорудного месторождения, содержащего самые большие залежи железной руды и железистых кварцитов на Курской магнитной аномалии. Подтвержденные запасы месторождения включают 45 млн т богатой железной руды и 2,1 млн т железистых кварцитов. Ввод в эксплуатацию первой очереди Приоскольского ГОКа позволит довести мощности по производству железорудного концентрата до 25 млн т, что обеспечит 80% потребности компании в железной руде. После ввода в эксплуатацию второй очереди Приоскольского ГОКа мощность комбината увеличится до 35 млн т в год, что позволит обеспечить до 100% потребности ММК в железной руде. Приоскольский ГОК и запасы Приоскольского месторождения увеличивают обеспеченность ММК рудой в течение 60 лет, что дает возможность организовать поставки сырья сторонним компаниям. Осуществление этого проекта требует капиталовложений в размере 1,8 млрд долл., однако работа над ним была приостановлена в связи с мировой рецессией и существенным снижением спроса на сталь.

Высокий уровень самообеспеченности электроэнергией позволяет снизить издержки. ММК лидирует среди российских металлургических компаний по уровню самообеспеченности электроэнергией, поскольку доля капитальных поставок электроэнергии составляет у компании 76%, тогда как Евраз, занимающий по этому показателю второе место, самостоятельно удовлетворяет свои потребности в энергии лишь на 55% (см. график). В 2008 г. покупная электроэнергия обходилась ММК на 119% дороже, чем энергия собственного производства. Таким образом, высокий уровень самообеспеченности электроэнергии позволяет повысить конкурентоспособность компании за счет снижения издержек. По оценке УРАЛСИБА, электроэнергия обходится ММК в 7 долл./т стали, в то время как у НЛМК этот показатель составляет 14 долл./т, у Евраз – 17 долл./т, у Северстали – 21 долл./т.

Доля энергии в затратах по-прежнему невелика

Структура затрат

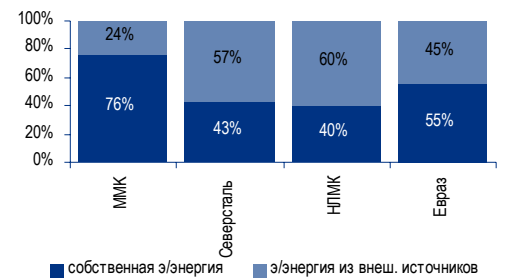


Мировой рынок стали – на пути к восстановлению

Китай становится ключевым игроком. Мировая рецессия привела к значительному сокращению потребления стали. Низкий спрос на сталь, усугубленный снижением цен (по состоянию на сентябрь 2009 г. снижение составило 50% с уровней годичной давности), стал причиной резкого падения ее производства. За восемь месяцев 2009 г. производство стали в мире снизилось на 18% относительно уровня годичной давности. Китай остается крупнейшим в мире производителем стали – на его долю приходится 49% мирового производства (против 38% в августе 2008 г.). Китай – единственный регион, где объем производства стали возрастает: за 8 месяцев 2009 г. он увеличился на 5% по сравнению с тем же периодом прошлого года. Без учета Китая производство стали в мире снизилось на 32% относительно уровня годичной давности. От неблагоприятной рыночной конъюнктуры пострадали также США, где падение производства стали составило 49%, и ЕС – снижение на 41% по сравнению с тем же

Прочная основа для лидерства по затратам на энергию

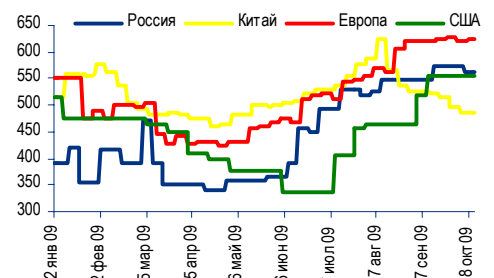
Самообеспеченность сталепроизводителей электроэнергией в 2008 г.



Источники: данные компании

Цены восстанавливаются

Внутренние цены на горячекатаный лист в ключевых регионах, долл./т



Источники: Bloomberg

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

периодом прошлого года. Россию это затронуло в меньшей степени, производство стали упало на 26%.

Российские производители стали все еще в более выгодном положении. Падение производства стали в России не было столь значительным, как в США и ЕС, поскольку российские производители выигрывают от более низких цен на сырье. Мировые цены на сырье все еще в 1,2–2,4 раза выше внутренних, что дает российским компаниям конкурентное преимущество перед сопоставимыми зарубежными неинтегрированными компаниями. Однако если падение мировых цен на железную руду и коксующийся уголь продолжится, условия для отечественных производителей перестанут быть столь благоприятными.

Российские сталепроизводители обладают конкурентными преимуществами

Затраты на производство стали в России и в мире, долл. за т

	Цены в России			Средние цены в мире	
	Требуемое кол-во на 1 т стали	Тек. цена	Затраты на 1т стали	Тек. цена	Затраты на 1т стали
Чугун	1.5	40	60	100	150
Кокс	0.55	55	30	130	71.5
Металлолом	0.15	140	21	200	30
Общая стоимость основного сырья			111		251.5
Доля сырья в общих затратах			48%		68%
Прочие затраты			120		120
Затраты на произ-во 1 т стали			231		372

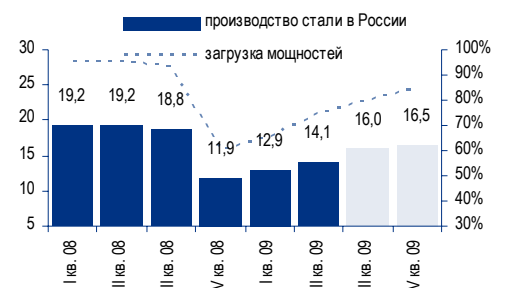
Источники: оценка УРАЛСИБа

Признаки восстановления в международном масштабе... В августе 2009 г. мировое производство стали несколько стабилизировалось, сократившись всего лишь на 5% по сравнению с тем же месяцем 2008 г. Однако основным фактором стабилизации продолжал оставаться Китай, где производство стали выросло на 23% – в то время как в США и ЕС оно продолжало падать (-40% и 36% от уровня годичной давности соответственно). Китайская экономика была в меньшей степени затронута мировым экономическим спадом: потребление стали за семь месяцев 2009 г. выросло на 20% по сравнению с тем же периодом прошлого года, а страна стала нетто-импортером стали (в прошлом году Китай был нетто-экспортером). Кроме того, цены на сталь в ключевых регионах демонстрируют умеренный рост после резкого снижения в конце 2008 г. – начале 2009 г. Растущие цены и спрос со стороны Китая могут оказать мировому производству стали поддержку, необходимую для выхода на докризисные уровни.

...и в России. В августе производство стали в России снизилось лишь на 12,4% по отношению к августу 2008 г. а в сентябре падение еще замедлилось – до 9,9%. По итогам III квартала 2009 г. производство упало на 12,7% относительно того же периода 2008 г. В IV квартале 2009 г. мы ожидаем роста на 39% по сравнению с IV кварталом 2009 г., когда объем производства был крайне низким. Согласно нашей оценке, по итогам 2009 г. производство сократится на 13,5%. Уровень загрузки производственных мощностей также постепенно восстанавливается: в IV квартале 2008 г. он был минимальным – 60% , в III квартале 2009 г. – 82% в (против 95% в докризисные I и II кварталы 2008 г.). Мы ожидаем, что положительная динамика сохранится до конца года.

Объемы производства ММК пострадали, но уже начинают восстанавливаться. В условиях мирового финансово-экономического кризиса, начавшегося в IV квартале 2008 г.) объемы производства стали и проката ММК по итогам 2008 г. упали на 9,8% и 10,6% по сравнению с тем же периодом предыдущего года – до 12,0 млн т и 10,9 млн т соответственно. По итогам 2009 г. ММК прогнозирует рост выпуска готовой продукции до 8,6–8,7 млн т – на 20–21% ниже, чем в 2008 г. что эквивалентно загрузке производственных мощностей на уровне 66%. Однако в III квартале 2009 г. ММК показал динамичный рост производства относительно показателя предыдущего квартала: выпуск стали увеличился на 31% до 2,8 млн т, а проката – на 36% до 2,6 млн т, при этом загрузка производственных мощностей достигла приблизительно 79%. В ожидании сезонного снижения ММК прогнозирует объем производства проката в

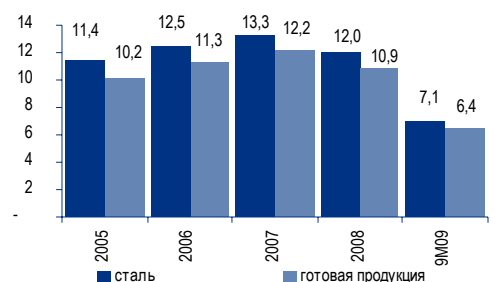
Россия: худшее позади
Производство стали и загрузка мощностей в России



Источники: оценка УРАЛСИБа

Кризис негативно сказался на объемах производства ММК

Объемы производства, млн т



Источники: данные компании

Постепенное восстановление
Загрузка мощностей ММК



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

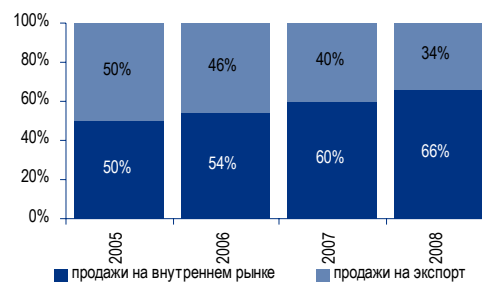
МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

IV квартале 2009 г. на уровне в 2,2 млн т; таким образом, объем производства за II полугодие 2009 г. достигнет 4,8 млн т, что на 7% выше, чем во II полугодии 2008 г. В 2010 г. ММК планирует произвести 12 млн т готовой продукции, что предполагает загрузку производства на 90,2%, а в 2011–2013 гг. поддерживать объем выпуска на уровне 13 млн т в год. Таким образом загрузка мощностей приблизится к максимальной.

Ориентация на внутренний рынок

Основные потребители оказались затронуты кризисом... Производители труб, машиностроители и строители формируют около 75% спроса на продукцию ММК (в I полугодии 2009 г. на долю производства труб и машиностроение приходилось 40% и 15% продаж ММК соответственно). Динамика трех этих отраслей в значительной степени зависит от инвестиционных программ, реализуемых компаниями. Ввиду сжатия мировых кредитных рынков и крайне высокой стоимости заимствований на российском рынке компании оказались не в состоянии привлечь кредитные ресурсы для финансирования таких программ. В результате многие инвестпроекты были свернуты или отложены. Несмотря на высокие показатели I–II кварталов 2008 г., тяжелое машиностроение и строительный сектор, основные потребители ММК, по итогам 2008 г. сократили производство на 30%–40%, а 2009–2010 гг., как ожидается будут для них еще более сложными. Автомобилестроение, на которое приходится 6,1% спроса на продукцию ММК, находится в прямой зависимости от уровня доходов населения, которые значительно снизились в прошлом году, а потребительская уверенность остается на невысоком уровне. Согласно оценкам Volkswagen, по итогам 2009 г. ожидается сокращение мирового рынка автомобилей на 17%, а восстановление к докризисным уровням – не ранее 2013 г. Производство автомобилей в России упало в I полугодии 2009 г. еще более значительно: легковых на 62,3% и грузовых на 71,5%. Согласно прогнозу Министерства экономического развития, в 2008–2012 гг. падение составит 22–33% и 40–48% соответственно.

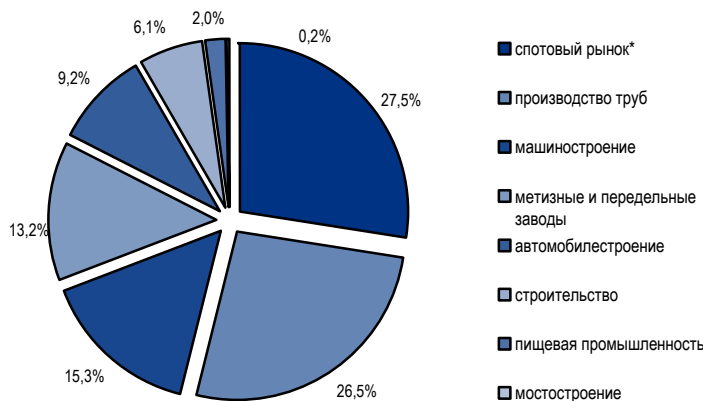
Ориентация на внутренний рынок
Динамика продаж



Источники: данные компании

Основные потребители были серьезно затронуты кризисом

Распределение структуры продаж по отраслям в 2008 г.



Источники: данные компании

*До 60% продаваемой на спотовом рынке продукции используется в строительстве

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

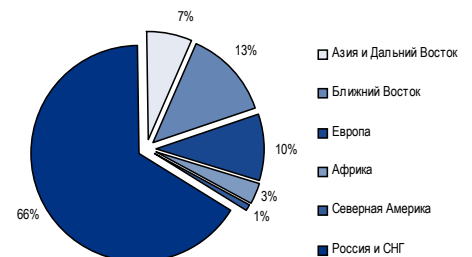
...но спрос со стороны трубной промышленности, вероятно, восстановится. Крупнейшие проекты по сооружению трубопроводов – ВСТО–2 Транснефти и «Северный поток» Газпрома были отложены до 2010 г. Сооружение трубопроводов будет поддерживать спрос на трубы в течение нескольких лет подряд. Будучи единственным производителем толстого стального листа в России (на стане «5000»), ММК сможет в будущем увеличить долю продукции с высокой добавленной стоимостью в сортаменте, что позволит повысить рентабельность.

Внутренний рынок предлагает более высокую рентабельность. ММК экспортирует продукцию в более чем 60 стран мира, но основным приоритетом для компании остается внутренний рынок. В 2008 г. физический объем продаж ММК на внутреннем рынке (Россия и СНГ) составил 7,2 млн т, или 66% от общего объема производства, а экспорт – 3,8 млн т (34%). В течение последних четырех лет ММК постепенно увеличивал долю продаж на внутреннем рынке (с 50% в 2005 г. до 66% в 2008 г.) по причине их большей доходности. Так, во II квартале 2009 г. цены на горячекатаный листовой прокат на внутреннем рынке были на 107 долл. выше экспортных, а на холоднокатаный – на 186 долл. Однако во II квартале 2009 г. доля продаж на внутреннем рынке снизилась до 55% от общего объема производства (64% выручки) ввиду низкого внутреннего спроса. Мы ожидаем, что спрос останется низким и в 2009–2010 гг., и ММК придется увеличить объем экспорта.

Азия набирает вес. В последние годы основными экспортными рынками ММК были Ближний Восток и Европа, поставки в эти регионы составляли 23% от общего объема продаж компании. Для упрочения своих позиций ММК решил выйти на быстрорастущий турецкий рынок стали, и в марте 2008 г. начал совместный проект с Atakas Group. Турция является нетто-импортером стального проката, в 2008 г. объем потребления вдвое превысил объем производства. Однако ситуация начала меняться во II полугодии 2008 г., когда рыночная конъюнктура в Азии стала более благоприятной. Во II квартале 2009 г. доля азиатского и дальневосточного регионов в объеме продаж ММК достигла 14% – против 7% в 2008 г. За прошедший год продажи на китайском рынке существенно выросли и во II квартале 2009 г. составляли 7% от общего объема продаж ММК. Если учесть, что Китай снова становится нетто-импортером стали, у ММК есть хорошая возможность стимулировать продажи и увеличить степень их региональной диверсификации.

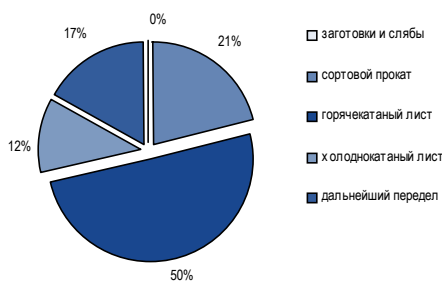
На Россию и СНГ приходится 66% продаж

Распределение структуры продаж по регионам в 2008 г

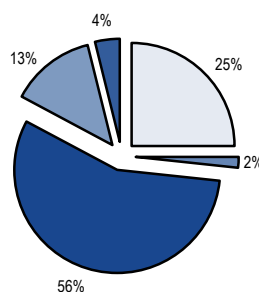


Горячекатаный листовой прокат преобладает в структуре продаж

Структура продаж на внутреннем рынке и на экспорт в 2008 г., %



Продажи на внутреннем рынке.



Продажи на экспорт

Источник: данные компании

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Отличительные особенности деятельности ММК

ММК отличается от других российских сталелитейных компаний (НЛМК, Евраз, Северстали, Мечела) следующими характеристиками:

- ✦ **Благоприятное географическое расположение.** Компания расположена на Южном Урале – регионе с самым высоким уровнем потребления стали. Это обеспечивает ММК конкурентное преимущество относительно сопоставимых отечественных компаний с более длинным транспортным плечом. Однако эти компании, в свою очередь, выигрывают за счет меньшей удаленности от балтийских и черноморских портов, что дает им преимущество в отношении экспортных поставок.
- ✦ **Ориентация на внутренний рынок.** Территориальная близость к ключевым поставщикам и потребителям привела к тому, что в центре внимания ММК оказался внутренний рынок, в то время как основные конкуренты ориентированы на экспорт. Доля продаж на внутреннем рынке – 66% от общего объема продаж – в последние несколько лет поддерживались возросшим спросом со стороны быстрорастущих отраслей: производства нефтегазопромысловых труб, машиностроения и строительства.
- ✦ **Значительная доля продукции с высокой добавленной стоимостью в сортаменте.** ММК считается компанией с самой большой среди отечественных компаний долей продукции с высокой добавленной стоимостью в сортаменте. Компания намеревается и далее увеличивать эту долю, одновременно сокращая долю низкорентабельной продукции.
- ✦ **Крупнейшее в России сталелитейное производство, сосредоточенное на одной площадке.** Основная часть производственных мощностей ММК находится на одной площадке – Магнитогорском металлургическом комбинате. Это дает возможность ММК добиваться экономии от масштаба, но уменьшает гибкость, лишая компанию возможности снижать загрузку производства при экономическом спаде.
- ✦ **Отсутствие производственных активов за рубежом.** В сравнении с другими отечественными сталепроизводителями ММК до сих пор лишь выигрывал от отсутствия зарубежных производственных мощностей. В самом деле, зарубежные активы Евраз и Северстали показывали и показывают менее убедительную динамику, нежели российские активы этих компаний. Более того, обесценение рубля снизило издержки отечественного производства, повысив конкурентоспособность российских компаний в сравнении с зарубежными. Отсутствие дорогостоящих приобретений помогло ММК удержать долговую нагрузку на самом низком после НЛМК уровне в секторе; компания и далее намеревается придерживаться стратегии органического роста. Предприятие Atakas, введение которого в эксплуатацию ожидается в 2010 г., станет первым зарубежным производственным активом ММК и повысит географическую диверсификацию продаж компании.

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

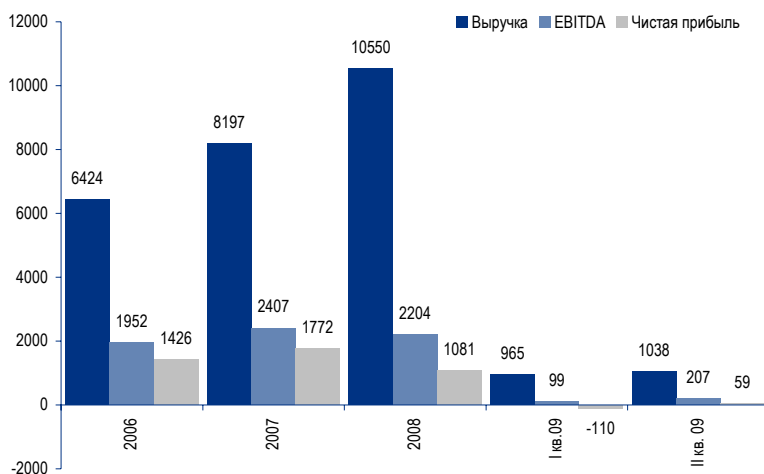
Последние финансовые результаты

Падение продаж в I полугодии 2009 г. Постепенный рост продаж ММК достиг пика в 2008 г., когда компания получила чистую выручку в размере 10,55 млрд долл. на фоне роста производства и благоприятной рыночной конъюнктуры в трех первых кварталах года. Падение в I квартале 2009 г. оказалось очень существенным – чистые продажи составили лишь 965 млн долл. против 2 169 млн долл. годом ранее. Падение объема производства усугубилось крайне неблагоприятной ценовой конъюнктурой, что, учитывая постоянные издержки, отрицательно сказалось на показателях рентабельности.

Положительная EBITDA в I квартале 2009 г. Несмотря на крайне тяжелую ситуацию в отрасли в I квартале 2008 г., ММК получил по итогам квартала положительную EBITDA в размере 99 млн долл., хотя и завершил его с чистым убытком в размере 110 млн долл. Такой результат можно объяснить двумя факторами: а) тесными связями с потребителями (вместо продажи продукции на спотовом рынке ММК продолжал прямые поставки проката по долгосрочным договорам – например, производителям труб), и б) пресловутым отсутствием вертикальной интеграции – значительное падение цен на уголь немедленно оказало поддержку рентабельности ММК. Понятно, что для конкурентов, владеющих крупными каpitивными активами в угледобывающем секторе, снижение цен на уголь стало лишь дополнительной проблемой.

EBITDA в I квартале 2009 г. сохранила положительное значение

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млн долл.

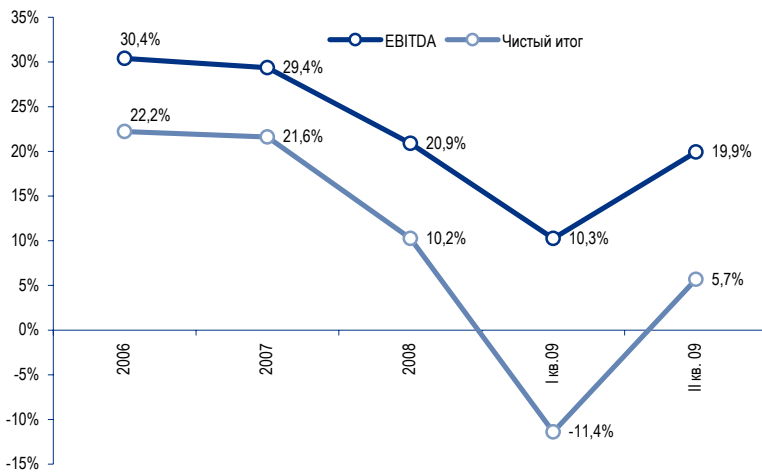


Источник: данные компании

Рентабельность повышается. Восстановление показателей стало очевидным уже из финансовых результатов II квартала 2009 г. Чистая прибыль по итогам квартала вновь стала положительной, а EBITDA практически удвоилась по сравнению с предыдущим кварталом, составив 207 млн долл. При этом рентабельность по итогам II квартала 2009 г. оказалась практически на уровне 2008 г.: норма EBITDA составила 19,9% против 20,9% в год ранее, чистая рентабельность – 5,7% против 10,2% соответственно. Эти показатели были достигнуты в условиях снижения продаж: чистая выручка по итогам I полугодия 2009 г., составившая 2 млрд долл., сократилась более чем вдвое по сравнению с тем же периодом 2008 г., когда она достигла 5,7 млрд долл. Этот факт, безусловно, подтверждает способность ММК бороться с постоянными издержками в неблагоприятных рыночных условиях.

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Рентабельность
ЕБИТДА положительна в каждом квартале



Источник: данные компании

Влияние обменного курса. Если брать доллар в качестве базовой валюты, колебания обменного курса рубля не оказывают значительного воздействия на финансовые результаты ММК. Выручка от экспорта, а также продаж на внутреннем рынке соотносится с динамикой мировых цен на сталь. С точки зрения издержек, из основных их статей лишь издержки на оплату труда и электроэнергию у ММК действительно независимы от курса доллара. В сумме они обычно составляют 10–15% совокупных издержек компании, поэтому их влияние на финансовые результаты незначительно. До сих пор ММК привлекал заимствования в иностранной валюте (90% в американских долларах). Приобретение Белона (горнодобывающего актива со значительной долей рублевых издержек в структуре расходов) и размещение рублевых облигаций объемом 500 млн долл. в конце 2009 г. несколько изменили общую картину, повысив уязвимость ММК перед укреплением рубля.

Низкая долговая нагрузка. Уровень долговой нагрузки ММК – один из самых низких среди сопоставимых компаний сектора. Даже после значительного сокращения ЕБИТДА в I полугодии 2009 г. отношение Чистый долг/ЕБИТДА повысилось лишь до 0,95 с 0,26 в 2008 г., при том что совокупный долг на конец I полугодия 2009 г. фактически снизился до 1,59 млрд долл. с 1,68 млрд долл. в конце 2008 г.

Компания смогла увеличить долю долгосрочного долга

Долг ММК, млн долл.



Источник: данные компании

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Последние данные по долгу компании: 90% представлено долларовыми банковскими кредитами. Последние данные по долгу ММК датируются 1 октября 2009 г. На эту дату сумма долга составила 1,33 млрд. долл. (представлена кредитами – в основном международных банков: ABN-Amro, Deutsche Bank, BNP Paribas, но также и Сбербанка), против 1,59 млрд долл. в июле 2009 г. Долг на 99% сформирован валютными кредитами, 90% – в долларах США. Столь высокий уровень валютного риска, связанного с заимствованиями, стал следствием осуществлявшихся ранее инвестиций ММК. Подавляющее большинство валютных кредитов было привлечено с целью приобретения оборудования для стана «5000» и стана «2000». Поскольку первый уже введен в эксплуатацию, а оборудование для последнего уже заказано, в настоящее время компания переходит к заимствованиям в рублях (кредиты Сбербанка, рублевые облигации), поскольку финансирование будет направляться на строительные-монтажные работы на стане «2000» и оплату дополнительного персонала, нанимаемого для работы на упомянутых объектах.

Необходимо также отметить, что 91% заимствований ММК привлечено с плавающей процентной ставкой: таким образом, низкие значения LIBOR значительно сокращают расходы компании на обслуживание заемного финансирования.

Срочная структура долга ММК

По состоянию на 1 октября 2009 г., млн долл.



Источник: данные компании

Финансовые ковенанты. Условиями кредитов западных банков предусмотрены следующие основные ковенанты:

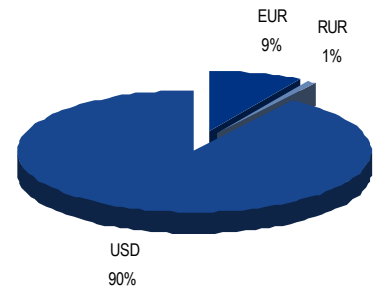
- ✦ Отношение Долг/ЕБИТДА не выше 3,5;
- ✦ Отношение ЕБИТДА/Процентные расходы не ниже 3;
- ✦ Отношение Совокупный долг/Собственный капитал не выше 1.

Финансовые показатели ММК, даже за I полугодие 2009 г., свидетельствуют о том, что компания далека от нарушения любого из указанных ковенантов.

Доля краткосрочного долга снижается. В 2008–2009 г. ММК удалось увеличить долю долгосрочной задолженности и уменьшить долю краткосрочной. Долгосрочный долг постепенно увеличивался – с 200 млн долл. в 2007 г. до 709 млн долл. на середину 2009 г. Соответственно, доля краткосрочной задолженности снизилась: с 75,9% в 2008 г. до 55,4% на конец июля 2009 г. Как видно из графика, за оставшиеся месяцы 2009 г. компании необходимо выплатить 657,5 млн долл. по кредитам, но по меньшей мере половина этой суммы приходится на возобновляемые кредитные линии и фактически не будет погашаться.

Структура кредитного портфеля по валютам...

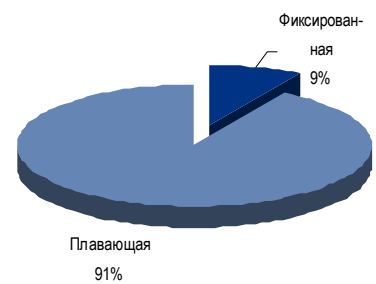
Долг преимущественно номинирован в иностранной валюте



Источники: данные компании

...процентным ставкам...

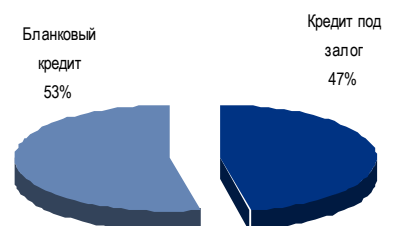
В основном плавающая ставка



Источники: данные компании

...и обеспечению

Половина кредитов предоставлена под обеспечение

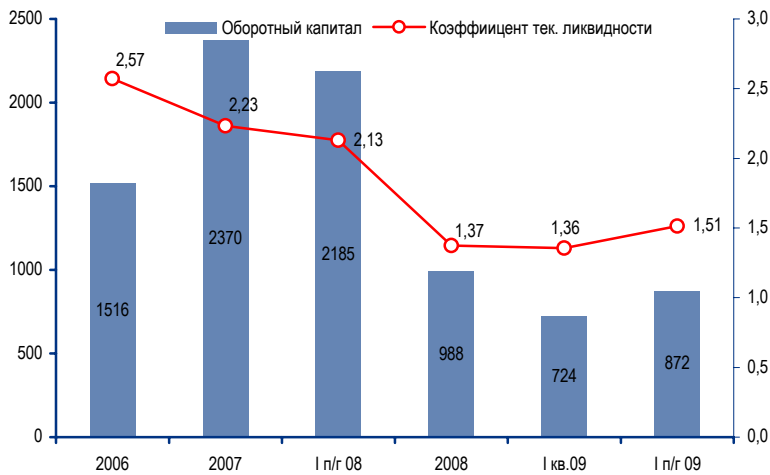


Источники: данные компании

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Текущие активы и обязательства

Приемлемый уровень ликвидности и сокращение оборотного капитала

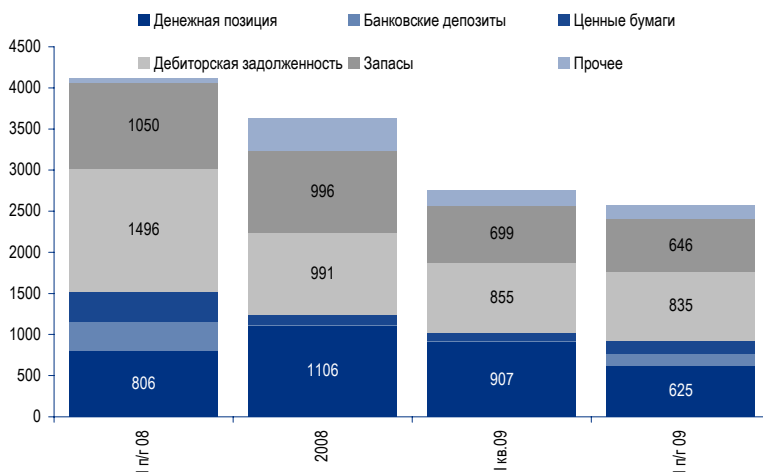


Источник: данные компании

Ликвидная позиция надежна, но снижается. ММК поддерживает ликвидность на приемлемом уровне. В условиях значительного сокращения оборотного капитала во II полугодии 2008 г. коэффициент текущей ликвидности компании снизился с 2,13 до 1,37 и оставался приблизительно на этом уровне в течение 2009 г.

Основные статьи снижаются к середине 2009 г.

Оборотные активы, млн долл.



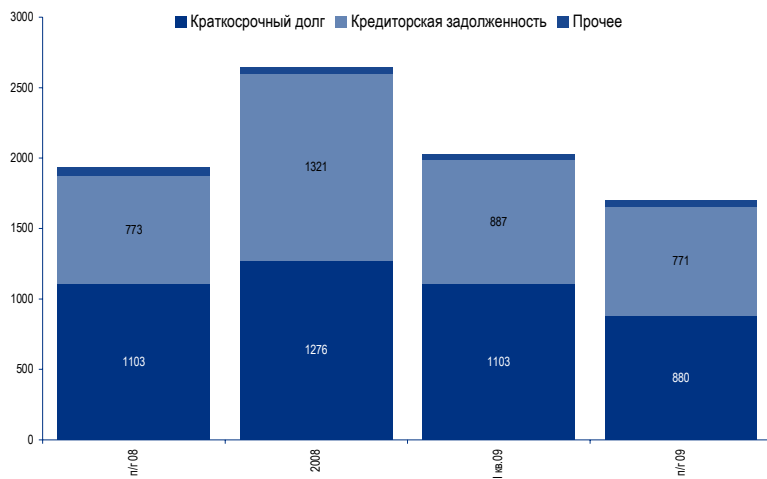
Источник: данные компании

Рассматривая оборотные активы, отметим, что сокращение оборотного капитала во II полугодии 2008 г. было связано прежде всего с резким уменьшением объема дебиторской задолженности. Позднее, в I квартале 2009 г., компания сократила товарно-материальные запасы и израсходовала денежные средства в размере приблизительно 100 млн долл. Наконец, во II квартале 2009 г. ликвидная позиция продолжала сокращаться, что частично компенсировалось ростом инвестиций в ценные бумаги.

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Доля краткосрочного долга достигла максимума в 2008 г., а затем начала постепенно сокращаться

Текущие пассивы, млн долл.



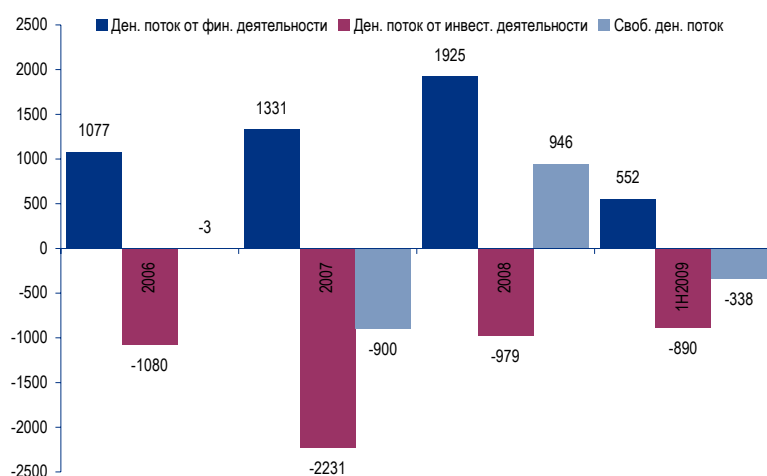
Источник: данные компании

Говоря о краткосрочных обязательствах ММК, укажем, что краткосрочный долг компании на конец декабря 2008 г. достиг 1,28 млрд долл., после чего постепенно снижался. В настоящее время краткосрочный долг ММК составляет 880 млн долл., из которых 71% покрывается денежными средствами на балансе.

Потребность в дополнительном оборотном капитале. С конца июля 2008 г. оборотный капитал ММК уменьшился на 1,3 млрд долл. Как кредиторская, так и дебиторская задолженность снижалась в рамках общей динамики падения цен и объемов производства – и сырья, и готовой продукции, так что оборотный капитал уменьшился в результате сокращения товарно-материальных запасов и денежных средств. По нашему мнению, восстановление объема производства во II полугодии 2009 г. – 2010 г. потребует пополнения оборотного капитала – для чего, в свою очередь, необходимы денежные средства.

Свободный денежный поток вновь стал отрицательным в 2009 г. после удачного 2008 г.

Денежные потоки, млн долл.



Источник: данные компании

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Подушка ликвидности уменьшается. На конец июля 2009 г. денежная позиция ММК уменьшилась на 481 млн долл. по сравнению с концом декабря 2008 г., при том что совокупный долг компании уменьшился несущественно. В I полугодии 2009 г. ММК продолжал финансировать капиталовложения, необходимые для органического роста, при том что операционный денежный поток сократился на 57% по сравнению с I полугодием 2008 г.

Компания решила не проводить значительного сокращения расходов на ввод в эксплуатацию стана «5000» (запущен в июле 2009 г.), поскольку его сооружение было практически завершено, а продукция стана обещала пользоваться значительным спросом со стороны трубной промышленности, так как Россия продолжает оставаться нетто-импортером широкого стального листа.

В то же время следует отметить, что текущая денежная позиция – 625 млн долл. превышает диапазон, в котором ММК поддерживал ее в более благоприятные времена (250–400 млн долл. в 2006 г. – I половине 2008 г.).

Ценный финансовый актив. На балансе ММК числится 5,4% акций австралийской горнодобывающей компании Fortescue Metals Group, оцененных в 481 млн долл. Стоимость же этого пакета по рыночным ценам составляет около 630 млн долл. По нашему мнению, этот пакет можно приравнять к денежному эквиваленту, так как акции компании достаточно ликвидны и ММК может весьма оперативно продать свою долю.

Приобретение Белона

Увеличение доли до контрольной. ММК объявил 16 октября этого года о закрытии сделки по получению контроля над 82,6% акций Белона, одного из ведущих производителей угольного концентрата в России. ММК довел свою долю в компании Onarbay Enterprises Ltd, которой принадлежит 82,6% акций Белона, с 50% до 100%. Информация о цене приобретения не раскрывалась, но было бы логичным ожидать, что ММК уплатил сумму, близкую к текущей рыночной стоимости Белона; в таком случае сделка обошлась компании в сумму порядка 300 млн долл.

Стратегическая важность для ММК. Сделка обеспечивает сталеплавильные мощности ММК стабильным источником коксующегося угля, в том числе дефицитных марок. По нашей оценке, в результате сделки самообеспеченность ММК коксующимся углем составляет 40–50%, а по завершении программы развития Белона в 2012 г. достигнет 80%. ММК уже полностью самообеспечен металлоломом и на 30% железной рудой. Вдобавок ММК владеет 5,4% акций австралийской горнодобывающей компании Fortescue и лицензией на разработку гигантского Приоскольского железорудного месторождения.

Производство концентрата коксующегося угля в 2009 г останется на уровне 2008 г... Согласно последнему прогнозу руководства Белона, по итогам 2009 г. компания добудет 4,4 млн т коксующегося угля – на 58% больше, чем в прошлом году, – возможно, это самые высокие темпы роста среди российских угледобывающих компаний в нынешнем году. В 2009 г. Белон существенно снизил объемы закупок коксующегося угля для производства концентрата у сторонних компаний, заместив их собственным углем с новой шахты «Костромовская» – она была введена в эксплуатацию в прошлом году. Мы ожидаем, что доля коксующегося угля, приобретаемого Белоном у сторонних компаний для производства концентрата снизится до 23% в 2008 г. ММК планирует произвести в этом году 3,6 млн т концентрата коксующегося угля, что близко к показателю 2008 г. С учетом результатов I полугодия 2009 г. и восстановления рынка коксующегося угля во II полугодии 2009 г., это прогноз представляется нам вполне достоверным.

... а в 2010 г. ожидается рост на 20%. Мы ожидаем, что в 2010 г. принадлежащая Белону обогатительная фабрика «Беловская» увеличит объем переработки коксующегося угля с 5 до 6 млн т и произведет 4,3 млн т угольного концентрата, что на 20% превышает уровень предыдущего года.

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Между тем добыча коксующегося угля вырастет на 20% до 5,5 млн т. Мы полагаем, что большая часть этого прироста будет поставлена на ММК, а остальная часть экспортирована. В будущем году Белон, вероятно, доведет загрузку мощностей до 100%.

В 2010 г. производство концентрата коксующегося угля не изменится, а энергетического – вырастет на 32%

Прогноз добычи, млн т

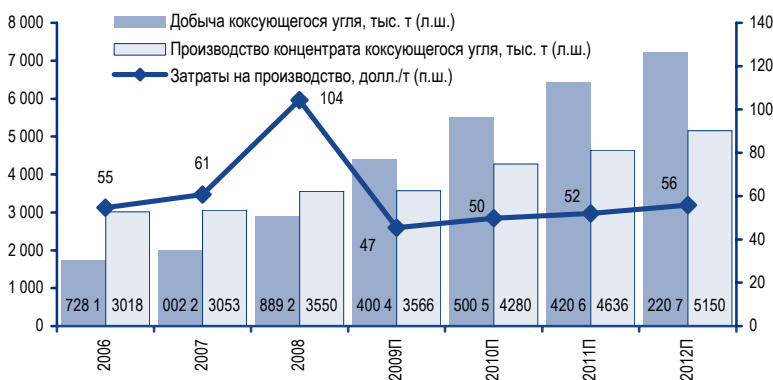
	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П
Концентрат коксующегося угля	3,1	3,6	3,6	4,3	4,6	5,1
Концентрат энергетического угля	0,5	2,4	2,5	4,2	4,6	5,0

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

В 2009 г. себестоимость производства сократится на 56% В 2008 г. издержки на производство концентрата коксующегося угля выросли до 104 долл./т ввиду закупок значительного объема коксующегося угля по ценам спот-рынка (на долю закупленного угля пришлась половина объема переработки в 2008 г.). По итогам 2009 г. мы ожидаем снижения себестоимости производства на 56% относительно уровня годичной давности – принимая во внимание значительное сокращение компанией объема закупок угля у сторонних компаний и снижение цен на коксующийся уголь. Снижению издержек в долларовом выражении способствовало и ослабление рубля. По нашему прогнозу, после 2009 г. рост себестоимости будет крайне незначительным, поскольку инфляция будет отчасти компенсирована увеличением объема добычи, сокращением закупок угля у сторонних компаний и ослаблением рубля.

Увеличение объемов собственной добычи позитивно влияет на издержки

Прогнозы объемов производства и затрат



Источник: данные компании

По итогам 2009 г. производство концентрата энергетического угля вырастет на 6%... Согласно производственному плану Белона на 2009 г., компания добудет 3,1 млн т коксующегося угля, – на 18%, больше, чем в 2008 г., что представляется нам очень неплохим показателем. Рост добычи будет достигнут за счет увеличения мощности шахты «Листвяжная» и объема переработки на ее обогатительной фабрике, введенной в эксплуатацию в 2007 г. Производство концентрата энергетического угля планируется на уровне 2,5 млн т, то есть на 6% больше, чем в 2008 г.

... и на 63% в 2010 г. – благодаря увеличению загрузки обогатительной фабрики «Листвяжная». В будущем году Белон намерен увеличить объем переработки на Листвяжной на 61% до 5 млн т по сравнению с 4,2 млн т в нынешнем году. Производство концентрата энергетического угля будет увеличено примерно в той же пропорции и составит 4,2 млн т. Ранее мы прогнозировали на 2010 г. объем производства на уровне 3,1 млн т,

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

следовательно, новый прогноз компании требует пересмотра нашей оценки в сторону повышения. Добычу энергетического угля планируется довести до 3,2 млн т, что лишь на 3% превышает оценочный показатель нынешнего года. Таким образом, чтобы достичь объема переработки на уровне 5 млн т, Белону придется приобрести у сторонних компаний 1,8 млн т угля.

Денежные издержки на добычу и производство снизятся на 39% в 2009 г., вырастут на 27% в 2010 г. С увеличением объема добычи и переработки на Листвяжной себестоимость производства снизилась. По итогам 2009 г. мы ожидаем снижения себестоимости добычи энергетического угля на 39% до 11 долл./т, чему будут способствовать также ослабление рубля и меры по сокращению издержек. В 2010 г. мы прогнозируем увеличение себестоимости на 27% до 14 долл./т ввиду производства отложенных ранее подготовительных работ и переработки угля, приобретенного у сторонних компаний.

Краткосрочный долг Белона уже реструктурирован. Недавно Белон привлек кредит Транскредитбанка на сумму 100 млн долл. для погашения первого выпуска облигаций и достиг договоренности с держателями облигаций второго выпуска о реструктуризации займа, решив таким образом почти все долговые проблемы. В настоящее время краткосрочная задолженность Белона сравнительно невелика, большая часть долга подлежит погашению через три-пять лет. Наиболее значительная часть краткосрочного долга была недавно рефинансирована с помощью кредита на 160 млн долл., выданного ВТБ под государственные гарантии. Теперь компания может целиком сосредоточиться на операционной деятельности, тем более что и ценовая конъюнктура улучшается.

ММК после приобретения Белона

Компания помогла уточнить нашу финансовую модель ММК и сделать ее более подробной, а также сообщила о том, какой эффект консолидация Белона может оказать на ее финансовые показатели. Наибольший интерес для нас представляет то, как основные формы финансовой отчетности будут выглядеть в конце 2009 г. и в 2010 г.

Наша модель Белона до сделки

Прогноз финансовых показателей Белона

	2 007	2 008	2009П	2010П
Выручка	530	996	452	816
ЕВИТДА	90	326	124	280
Денежные средства и эквиваленты	33	13	63	85
Краткосрочная задолженность	188	348	48	-
Долгосрочная задолженность	273	125	325	280
Совокупный долг	461	473	480	280
Чистый долг	428	460	417	196
Процентные расходы	16	59	50	41
Чистый долг/ЕВИТДА	4,8	1,4	2,5	0,7
Коэффициент покрытия процентов	6	6	2	7

Источники: оценка УРАЛСИБа

Прогноз показателей отчета о прибылях и убытках ММК

Все показатели приведены в млн долл., несущественные статьи пропущены
(показатели в колонках могут не суммироваться)

	2007	2008	1 n/r 09	2009П	2010П	2011П
Выручка, нетто	8 197	10 550	2 003	5 406	8 749	11 488
Операционные расходы	(5 790)	(8 346)	(1 670)	(4 324)	(6 850)	(8 805)
ЕВИТДА	2 407	2 204	306	1 056	1 899	2 682
Износ и амортизация	(857)	(945)	(329)	(724)	(879)	(1 011)
ЕВИТ	1 453	1 174	(28)	270	932	1 584
Процентные расходы	(87)	(110)	(40)	(103)	(230)	(247)
Чистая прибыль	1 306	1 081	(51)	144	582	1 088

Источники: оценка УРАЛСИБа, данные компании

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

На что обратить внимание:

- ✧ Прогноз объема чистых продаж за 2009 г. равен 5,4 млрд долл., что на 48% меньше, чем в 2008 г. Пик продаж, достигнутый в 2008 г., может быть превышен не ранее 2011 г. Примечательно, что компания не ожидает в обозримом будущем превышения основным своим активом, ОАО «ММК», показателей 2008 г.; тем не менее ожидается поступление дополнительной выручки от проекта Atakas после его выхода на проектную мощность в 2010 г.
- ✧ На уровне EBITDA ММК, как ожидается, заработает 1 млрд долл. в 2009 г., что приблизительно в два раза ниже показателя 2008 г., не говоря уже об уровне весьма удачного 2007 г. Прогноз на 2009 г. включает 60 млн долл., которые должен получить Белон, что приблизительно составляет половину прогнозируемого нами показателя EBITDA Белона. Однако этому есть простое объяснение: дело в том, что существенное улучшение конъюнктуры угольного рынка пришлось на второе полугодие, поэтому большую часть EBITDA Белон заработает за последние три месяца года.
- ✧ В 2010 г. в плане генерации денежных потоков ММК получит существенную поддержку со стороны Белона и Atakas: вклад первого должен составить 192 млн долл., а второго – 127 млн долл., тогда как в 2009 г. от Atakas ММК ничего ждать не стоит.

Прогноз балансовых показатели ММК

Все показатели приведены в млн долл., несущественные статьи пропущены
(показатели в колонках могут не суммироваться)

	2007	2 008	I п/г 09	2009П	2010П	2011П
Денежные средства и эквиваленты	256	1 106	625	733	709	594
Краткосрочные инвестиции	1 822	138	302	169	169	169
вкл. краткосрочные депозиты	1 279	17	141	8	8	8
Запасы	963	996	646	921	1 388	1 784
Дебиторская задолженность	945	991	835	684	1 030	1 353
Текущие активы	4 273	3 628	2 571	2 670	3 459	4 063
Основные фонды	10 409	9 751	9 651	10 373	11 035	11 314
Внеоборотные активы	11 614	10 569	10 497	11 529	12 198	12 483
Активы	15 887	14 197	13 068	14 199	15 657	16 546
Кредиторская задолженность	686	1 321	771	661	996	1 280
Долг	1 456	1 726	1 631	2 632	3 137	2 813
Краткосрочная задолженность	1 225	1 295	906			
Долгосрочная задолженность	231	431	725			
Текущие пассивы	1 952	2 640	1 699	2 131	2 743	2 849
Прочие долгосрочные обязательства	1 918	1 274	1 220	1 220	1 220	1 220
Пассивы	4 101	4 345	3 644	4 535	5 375	5 335
Собственный капитал	11 786	9 852	9 424	9 664	10 283	11 211

Источники: оценка УРАЛСИБа, данные компании

- ✧ Ожидается, что в 2009-2011 гг. денежные средства ММК будут относительно стабильны и составят 600-700 млн долл.
- ✧ Во II полугодии 2009 г. совокупный долг должен вырасти с 1,63 млрд долл. до 2,63 млрд долл., то есть почти на 1 млрд долл. В эту цифру входит консолидация почти 400-500 млн долл. долга Белона плюс порядка 500 млн долл. дополнительно привлеченных чистых заимствований. К дополнительным заимствованиям относятся рублевые

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

облигации на сумму 15 млрд руб., которые будут размещены до конца года.

- ✧ В 2010 г. совокупная долговая нагрузка ММК продолжит расти и увеличится еще на 500 млн долл. до 3,1 млрд долл., тогда как в 2011 г. сумма заимствований должна сократиться до 2,8 млрд долл.

Прогноз показателей отчета о движении денежных средств ММК

Все показатели приведены в млн долл., несущественные статьи пропущены
(показатели в колонках могут не суммироваться)

	2007	2008	I п/г 09	2009П	2010П	2011П
Чистая прибыль	1 306	1 081	(51)	144	582	1 088
Амортизация и износ	857	945	329	724	879	1 011
Средства от операций до изменений в оборот. капитале	1 726	2 194	441	1 087	1 549	2 186
Изменения в оборотном капитале	(680)	(269)	111	(123)	(478)	(434)
Изменение запасов	(384)	(536)	289	(75)	(466)	(396)
Изменение дебитор. задолженности	(368)	(164)	118	(307)	(346)	(322)
Изменение кредитор. задолженности	103	404	(302)	(660)	335	284
Денежные потоки от операций	1 046	1 925	552	964	1 071	1 752
Капзатраты	(1 216)	(2 112)	(929)	(1 602)	(1 630)	(1 377)
Денежные средства от инвест. деятельности	(2 121)	(979)	(890)	(1 741)	(1 636)	(1 384)
Дивиденды выплаченные	(547)	(314)	(16)	(16)	-	(159)
Денежные средства от фин. деятельности	812	62	(65)	482	541	(484)
Свободный денежный поток	(1 075)	946	(338)	(776)	(565)	369
Нетто-изменение денежной позиции	(82)	850	(481)	(373)	(23)	(115)
Денежные средства и эквиваленты	256	1 106	625	733	710	595

Источники: оценка УРАЛСИБа, данные компании

- ✧ Во II полугодии 2009 г. ММК, как ожидается, получит 412 млн долл. денежных средств от операционной деятельности и профинансировать порядка 850 млн долл. инвестиционных вложений. Свободный денежный поток компании в данный отчетный период в результате станет отрицательным (-438 млн долл.). В 2010 г., когда операционный денежный поток должен составить 1,07 млрд долл., а инвестиции – 1,64 млрд долл., ожидается отрицательный свободный денежный поток в размере 565 млн долл.
- ✧ Ожидается, что свободный денежный поток вновь станет положительным в 2011 г., когда, по прогнозам, он составит 368,5 млн долл., что позволит компании погасить упомянутые выше приблизительно 300 млн долл.

Аналитические коэффициенты

Исходя из представленных выше прогнозов, млн долл.

	2007	2008	I п/г 09	2009П	2010П	2011П
Рентабельность по EBITDA, %	29,4	20,9	15,3	19,5	21,7	23,4
Свободный денежный поток, млн долл.	(1 075,0)	946,0	(338,0)	(776,5)	(564,9)	368,5
Чистый долг, млн долл.	1 200	620	1 006	1 899	2 427	2 218
Долг/EBITDA	0,60	0,78	1,57	2,49	1,65	1,05
Чистый долг/EBITDA	0,50	0,28	0,95	1,80	1,28	0,83
EBITDA/Проценты	27,7	20,0	7,7	10,2	8,3	10,9
Коэффициент текущей ликвидности	2,2	1,4	1,5	1,3	1,3	1,4

Источники: оценка УРАЛСИБа, данные компании

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

- ✧ В результате консолидации долга Белона и относительно низких денежных потоков в 2009 г. ММК, по прогнозам, продемонстрирует самый высокий уровень леввереджа за последние годы. По прогнозам ММК, коэффициент Совокупный долг/ЕБИТДА достигнет 2,5, а Чистый долг/ЕБИТДА завершит год на уровне 1,8.
- ✧ В 2010 г. улучшение ситуации с генерацией денежных потоков будет способствовать сокращению коэффициента Долг/ЕБИТДА приблизительно до 1,3, тогда как в 2011 г., когда ММК, по прогнозам, начнет вновь получать положительный свободный денежный поток, долговая нагрузка в абсолютном выражении снизится, а коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА опустится ниже 1.

Резюме

Финансовый эффект от покупки Белона. В 2009 г. ММК консолидирует 400-500 млн долл. долга и 60 млн долл. ЕБИТДА Белона. По нашим оценкам, стоимость приобретения контрольного пакета акций Белона составляет порядка 300 млн долл., а чистый эффект от покупки в 2009 г. выразится в росте чистого долга на 700-800 млн долл. Среднесрочный эффект от сделки будет заключаться в приросте ЕБИТДА ежегодно начиная с 2010 г. на 200-250 млн долл., а также в более трудно просчитываемом, но тем не менее очевидно положительном влиянии вертикальной интеграции.

Мы придерживаемся позитивной оценки данной сделки: хотя долговая нагрузка у Белона выше, чем у ММК, приобретенный актив уже способен генерировать значительные денежные потоки. К тому же слияние создает эффект синергии, которая будет состоять в повышении эффективности Группы, так как отсутствие вертикальной интеграции всегда считалось одной из основных причин, снижающих рентабельность ММК. Также весьма позитивным фактором является то, что ММК приобрел Белон в тот момент, когда последний испытывал финансовые трудности, поэтому наиболее вероятно, что данный актив был приобретен по предельно низкой цене.

Рост задолженности во II полугодии 2009 г. Мы уже упоминали о потребности компании в пополнении оборотного капитала. Во II полугодии 2009 г. ММК потребуется для этих целей 235 млн долл. Так, на увеличение запасов уйдет 275 млн долл., а на погашение кредиторской задолженности – 110 млн долл., что частично будет компенсировано возвратом дебиторской задолженности в размере 150 млн долл. За счет операционной деятельности компания, по прогнозам, получит порядка 650 млн долл., тогда как размер инвестиций оценивается в 850 млн долл. Таким образом, чистый долг ММК вырастет приблизительно на 435 млн долл. Если к этому мы добавим эффект от консолидации Белона (упомянутые выше 700-800 млн долл. чистого долга) и вычтем 150 млн долл. дополнительных денежных средств, которые ММК, по прогнозам, получит по истечении сроков действия краткосрочных депозитов, мы в итоге получим рост чистого долга на уровне 950-1 050 млн долл., что с учетом корректировки на такие неденежные статьи, как колебания валютного курса, более-менее соответствует балансовому прогнозу, равному 900 млн долл. Новый долг будет включать 15 млрд руб. новых облигаций, которые должны быть размещены в ноябре-декабре 2009 г.

В результате, по данным компании, в декабре 2009 г. совокупный долг ММК будет равен 2,6 млрд долл., денежные средства на балансе составят 730 млн долл., а коэффициент Долг/ЕБИТДА в 2009 г. достигнет 2,5. Коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА составит 1,8, а свободный денежный поток окажутся отрицательными (-438 млн долл.)

Консолидация в 2010 г. В 2010 году ожидается рост чистой выручки на 62% с уровня годичной давности до 8,7 млрд долл.. При этом рентабельность по

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

ЕБИТДА вырастет до 21,7% против 19,5% в 2009 г. Таким образом, за счет операционной деятельности компания должна получить 1,55 млрд долл. денежных потоков против 1,1 млрд долл. в 2009 г., тогда как капзатраты останутся на уровне 2009 г. и составят 1,63 млрд долл. На пополнение оборотного капитала потребуется еще 475 млн долл. денежных средств, что в основном будет необходимо для финансирования прироста запасов (460 млн долл.) с целью обеспечения полной загрузки мощностей Atakas. При этом рост кредиторской задолженности будет практически полностью соответствовать росту дебиторской. В результате свободный денежный поток ММК в 2010 г. составит -775 млн долл., чистый долг вырастет на 500 млн долл. до 2,425 млрд долл., тогда как коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА снизится до 1,3 с 1,8 в 2009 г.

Снижение долговой нагрузки в 2011 г. Ожидается, что рост выручки компании составит 31,2% (до 11,5 млрд долл.), а рентабельность по ЕБИТДА окажется на уровне 23,4%. Денежные потоки от операционной деятельности составят 2,2 млрд долл., тогда как инвестиции относительно 2010 г. сократятся до 1,3 млрд долл. Увеличение выручки и объемов производства потребует дальнейшего увеличения оборотного капитала, на что, в свою очередь, необходимо будет более 400 млн долл. Таким образом, свободный денежный поток ММК в 2011 г. станет положительным и составят 370 млн долл. В результате ММК сможет начать снижать долговую нагрузку: ожидается, что в 2011 г. компания сократит свой чистый долг приблизительно на 200 млн долл. до 2,22 млрд долл. Рост ЕБИТДА вкупе со снижением чистого долга должен привести к заметному сокращению коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА – до 0,83 против 1,3 годом ранее.

ММК и рейтинговые агентства

Компания имеет рейтинги трех крупнейших международных агентств. Показатели ММК анализируются агентствами S&P и Moody's начиная с 2001 г., а агентством Fitch – с 2003 г. Для того чтобы оценить риск понижения рейтинга, мы проанализировали последние рейтинговые заключения. Результат представлен ниже:

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

ММК и рейтинговые агентства

Ключевые данные отчетов о рейтингах

	S&P	Moody's	Fitch
Долгосрочный рейтинг	BB	Ba3	BB
Прогноз	Негативный	Стабильный	Стабильный
Последнее обновление	31 августа 2009 г.	21 июля 2009 г.	13 октября 2009 г.
Позитивные факторы	Низкие производственные затраты Умеренная долговая нагрузка	Консервативный долговой профиль Приемлемый уровень ликвидности Значительная доля операций в Магнитогорске	Низкие затраты Значительный масштаб операций Сохранение консервативного долгового профиля Продукция с высокой добавленной стоимостью Выгодное месторасположение активов
Негативные факторы	Резкий спад в секторе Удаленность ММК от портов Концентрация производства в одном месте Низкий уровень вертикальной интеграции Относительно низкая ликвидность Необходимость финансировать значит. капзатраты	Высокая цикличность отрасли Отсутствие полной интеграции Зависимость от экспорта Концентрация экспорта на Ближнем Востоке Возможные крупные капзатраты	Нехватка собственного сырья качество корпорат. управления (один собственник) Высокая цикличность отрасли
Факторы, способные вызвать понижение рейтинга	Необходимость финансирования капзатрат даже в случае невосстановления рынка Долг /ЕБИТДА выше 2	Более низкие, чем ожидалось, операционные ден. потоки Долг/ЕБИТДА существенно превышает 2	Рентабельность по ЕБИТДА ниже 20% Значительный объем капзатрат, финансируемый за счет заимствований Долг/ЕБИТДА (Чистый долг/ЕБИТДА) выше 1,5 (1,3)
Факторы, способные вызвать повышение рейтинга	Прогноз может быть изменен на стабильный, если Долг/ЕБИТДА будет удерживаться на уровне ниже 2	Повышение маловероятно	Усиление вертикальной интеграции

Источники: S&P, Moody's, Fitch

Мнения рознятся. Например, как следует из таблицы, по мнению S&P, концентрация производственных активов ММК в Магнитогорске невыгодна с географической точки зрения из-за длинных расстояний до портов и большинства потребителей. В то же время Fitch придерживается противоположной точки зрения. Кроме того, так же, как и Moody's, Fitch считает концентрацию операций ММК в Магнитогорске весомым фактором стабильности.

Возможно понижение рейтингов, но оправдания этому нет. Все три агентства считают негативным фактором низкий уровень вертикальной интеграции ММК. Таким образом, покупка Белона по минимальной возможной цене может быть лишь позитивно воспринята агентствами, даже несмотря на увеличение долговой нагрузки в результате консолидации долга Белона. Наиболее близким к понижению рейтинга является S&P, учитывая негативный прогноз рейтинга, установленный данным агентством. При этом S&P сообщило, что может понизить рейтинг ММК до BB- в случае, если коэффициент Долг/ЕБИТДА компании превысит 2. По нашим оценкам, это может произойти в 2009 г., однако уже в 2010 г. леввередж компании снизится. Кроме того, прогнозы рейтингов всех трех агентств в значительной степени зависят от операционных денежных потоков компании, привязанных, в свою очередь, к общей ситуации на рынке, которая за последнее время существенно улучшилась относительно I полугодия 2009 г. Ожидается, что данная тенденция сохранится и в дальнейшем.

Причин для беспокойства нет. Мы считаем, что теоретически понижение рейтинга на одну ступень, например, с BB до BB- у S&P в результате покупки Белона и публикации отчета за 2009 г., может произойти при формальном подходе, однако ММК этого не заслуживает, принимая во

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

внимание прогнозы на 2010 г. Поэтому мы оцениваем вероятность снижения рейтинга на уровне значительно ниже 50%. Кроме того, даже если это и произойдет, понижение рейтинга до ВВ- в любом случае не испортит отношения инвесторов к компании.

Сравнение с компаниями сектора

В числе хорошо известных сопоставимых с ММК компаний, присутствующих на рынке облигаций, можно назвать Новолипецкий МК, Евраз, Северсталь и Мечел. Ниже представленная таблица отражает наши прогнозы ключевых финансовых показателей данных крупных участников рынка.

Прогноз УРАЛСИБа по сталелитейному сектору

Все показатели, за исключением коэффициентов, приведены в млн долл.

	Рейтинги	Выручка	ЕБИТДА	Ден. позиция	Кратк. задол-сть	Долг. задол-сть	Обор. активы	Кратк. обязат-ва	Проц. расходы	Рентаб. по ЕБИТДА	Чист. долг	Чист. долг /ЕБИТДА	Доля кратк. долга, %	Кэф-т тек. ликв-ти	ЕБИТДА/ Проц.	
2008	ММК	ВВ/Ва2/ВВ	10550	2204	1106	1276	405	3628	2640	110	20,9	575	0,3	75,9	1,4	20,0
	Евраз	ВВ-/Ва3/ВВ	20380	6323	930	3922	6064	6291	6538	655	31,0	9056	1,4	39,3	1,0	9,7
	Мечел	NR	9951	3020	255	5149	220	2745	6341	324	30,3	5115	1,7	95,9	0,4	9,3
	НЛМК	ВВВ-/Ва1/ВВ+	11699	4688	2160	1080	1980	5346	2980	217	40,1	900	0,2	35,3	1,8	21,6
	Северсталь	ВВ/Ва2/ВВ	22393	5366	2654	1978	6278	10692	4769	506	24,0	5602	1,0	24,0	2,2	10,6
2009П	ММК	ВВ/Ва3/ВВ	5406	1066	733	1448	1184	2670	2131	103	19,5	1899	1,8	55,0	1,3	10,3
	Евраз	В+В1/В+	9789	1451	1018	3937	4245	4487	5602	636	14,8	7164	4,9	48,1	0,8	2,3
	Мечел	NR	6316	859	662	2663	3714	3103	3951	478	13,6	5715	6,7	41,8	0,8	1,8
	НЛМК	ВВВ-/Ва1/ВВ+	6106	1385	1267	1126	1668	4560	2470	196	22,7	1527	1,1	40,3	1,8	7,1
	Северсталь	ВВ-/Ва3/В+	13058	479	1334	1359	5816	7575	3666	553	3,7	5841	12,2	18,9	2,1	0,9
2010П	ММК		8749	1899	709	1725	1412	3459	2743	230	21,7	2428	1,3	55,0	1,3	8,3
	Евраз		12578	2895	1589	3337	3445	4962	4850	556	23,0	5193	1,8	49,2	1,0	5,2
	Мечел		8580	1482	400	2029	3714	2758	3149	556	17,3	5342	3,6	35,3	0,9	2,7
	НЛМК		8191	2380	1963	1126	1268	5106	2409	176	29,1	431	0,2	47,0	2,1	13,5
	Северсталь		16591	1838	871	841	5816	7792	3210	493	11,1	5785	3,1	12,6	2,4	3,7

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Акцент на органический рост. ММК и НЛМК преимущественно развиваются за счет собственных производственных активов, расположенных соответственно в Магнитогорске и Липецке. При этом Северсталь и Евраз последние несколько лет развивали свой бизнес за счет покупок зарубежных активов. Мечел владеет несколькими активами в России, и в структуре его бизнеса доля стального сегмента практически соответствует доли угольного.

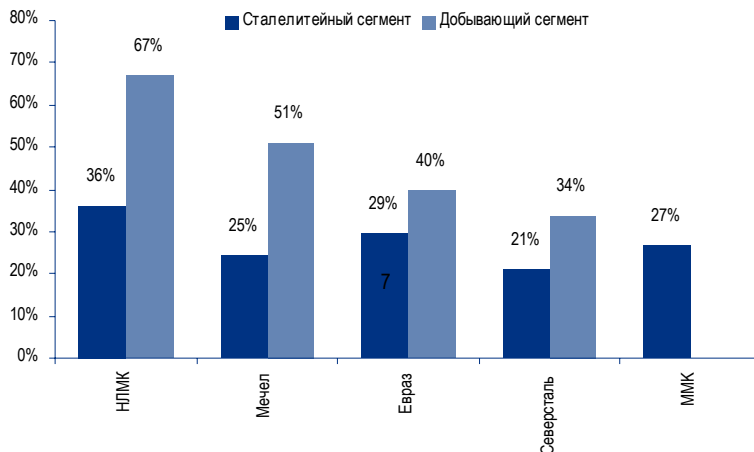
Защитный актив. В результате того, что ММК ранее не испытывал необходимости в финансировании масштабных сделок по покупке активов, он оказался в числе российских компаний с наименьшей долговой нагрузкой. В результате покупки Белона долг ММК возрастает, однако данная сделка не идет ни в какое сравнение с приобретениями Северстали и Евраз.

Устойчивая рентабельность. В благоприятных условиях ММК зарабатывал меньше своих вертикально-интегрированных аналогов, то есть имел более низкую рентабельность по ЕБИТДА. Дело в том, что добывающие активы при благоприятной конъюнктуре рынка способны приносить весьма высокую прибыль, однако в условиях экономического кризиса убытки этих активов не менее велики. Таким образом, если мы исключим добывающие активы из бизнес-структур компаний и будем сопоставлять лишь сталелитейный бизнес НЛМК, Евраз, Северстали, Мечел и ММК до кризиса, рентабельность по ЕБИТДА у ММК окажется выше среднего показателя по сектору.

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

**Рентабельность по EBITDA сталелитейных и
добывающих бизнес-направлений**

Данные за I полугодие 2008 г.



Источник: данные компании

Сравнение с НЛМК. Преимущественно благодаря чрезвычайно высокой рентабельности НЛМК его кредитное качество выглядит более высоким по сравнению с ММК. Существует несколько причин столь высокой рентабельности компании. Дело в том, что НЛМК является одним из мировых лидеров в производстве трансформаторной стали и занимает монопольное положение на российском рынке этой продукции. Рентабельность данного бизнес-направления компании по EBITDA составляет 80-90%. Несмотря на небольшие физические объемы производства трансформаторной стали, на ее долю приходится порядка 20-25% совокупной EBITDA НЛМК. Кроме того, добывающий сегмент НЛМК, представленный Столинским ГОКом, является одним из наиболее высоко рентабельных рудных активов в России.

По мнению ММК, если не принимать в расчет два вышеупомянутых фактора, НЛМК вовсе не является более рентабельным предприятием, чем ММК. А если учесть, что финансовые результаты НЛМК в значительной степени зависят от показателей сегмента простых слябов, которые при производстве обходятся дешево и с легкостью продаются, ММК, обладающий новым современным производственным оборудованием по выпуску продукции с высокой добавленной стоимостью (в том числе уже введенный в эксплуатацию Стан «5000», начавшие свою работу в июле агрегат непрерывного горячего оцинкования №2 и агрегат полимерного покрытия №2, а также еще строящийся Стан «2000»), будет весьма конкурентоспособным в долгосрочной перспективе, когда общее повышение затрат (более дорогой газ, рост зарплат) в значительной мере сократит прибыльность большей части бизнеса НЛМК. Покупка Белона также вписывается в данную концепцию, так как фактической задачей данной сделки является повышение рентабельности ММК в будущем.

Несмотря на все вышесказанное, для нас очевидно также и то, что инвесторы захотят от ММК сначала «увидеть деньги», отраженные в его финансовых результатах, прежде чем поверят в соответствие показателей эффективности ММК и НЛМК. А до тех пор инвесторы, исходя из кредитных рейтингов, будут оценивать ММК ниже НЛМК.

В результате облигации ММК будут, как ожидается, торговаться с небольшой премией к бумагам НЛМК и со значительным дисконтом к облигациям таких компаний, как Северсталь, Евраз и Мечел, имеющих гораздо более высокую долговую нагрузку.

МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

Основные финансовые показатели ММК, млн долл.

Финансовая отчетность по РСБУ за 9 мес. 2009 г. отражает высокий уровень рентабельности

Фин. Стандарт	2006	2007	2008	I кв.09	I п/г 09	9 мес. 09		2006	2007	2008	I кв.09	I п/г 09	9 мес. 09
	GAAP	GAAP	МСФО	МСФО	МСФО	РСБУ							
Выручка	6 424	8 197	10 550	965	2 003	3 008	Валовая рентабельность	43,7	40,1	25,7	11,6	14,5	25,7
Валовая прибыль	2 805	3 285	2 715	112	291	772	Рентабельность по EBITDA	30,4	29,4	20,9	10,3	15,3	
EBITDA	1 952	2 407	2 204	99	306		Рентабельность по EBIT	27,5	25,4	11,1	(4,7)	(1,4)	18,7
EBIT	1 764	2 079	1 174	(45)	(28)	562	Чистая рентабельность	22,2	15,9	10,2	(11,4)	(2,5)	20,4
Чистая прибыль	1 426	1 306	1 081	(110)	(51)	613							
							Долг/EBITDA	0,49	0,58	0,76	0,90	1,57	
Активы	5 689	9 382	14 197	12 179	13 068		Чистый долг/EBITDA	0,3	0,5	0,3	0,4	1,0	
Основные средства	2 764	3 879	9 751	8 656	9 651		EBITDA/Проценты	31,0	27,7	20,0	4,0	7,7	
Краткосрочная задолженность	373	1 189	1 276	1 103	880		Долг/Капитал	0,19	0,17	0,15	0,16	0,14	
Долгосрочная задолженность	577	200	405	555	709		Долг/Активы	0,17	0,15	0,12	0,14	0,12	
Долг	950	1 389	1 681	1 658	1 589		Доля кратк. Долга	39,3	85,6	75,9	66,5	55,4	
Собственный капитал	4 027	6 824	9 852	8 469	9 424		Коэффициент тек. ликвидности	2,57	2,23	1,37	1,36	1,51	
							Коэффициент мгновенной ликвидности	1,23	0,86	0,79	0,87	0,86	
Ден. поток от фин. деятельности	1 077	1 331	1 925	111	552								
Ден. поток от инв. деятельности	(1 080)	(2 231)	(979)	(341)	(890)								
Ден. поток предприятия	(779)	812	62	151	(65)								
Свободный ден. поток	(3)	(900)	946	(230)	(338)								

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Отчетность по РСБУ за 9 месяцев 2009 г. преподнесла приятный сюрприз. Уже во время подготовки к выходу в свет настоящего обзора ММК опубликовал отчетность за 9 месяцев 2009 г. по РСБУ. Результаты внушают оптимизм: операционная рентабельность достигла 18,7% против отрицательного показателя на уровне -1,4% за I полугодие 2009 г. по МСФО, а валовая рентабельность оказалась чрезвычайно высокой – 25,7% (против 14,5%; по итогам I полугодия). Эти результаты не следует рассматривать как точный прогноз показателей рентабельности за II квартал 2009 г. по МСФО, но нам представляется, что рентабельность по EBITDA (которая не рассчитывается в отчетности по РСБУ, может существенно превысить наш собственный прогноз по итогам года, равный 19,5%. Это будет означать, что 1) вероятность понижения рейтинга компании является ничтожной и 2) ММК прав, утверждая, что догоняет НЛМК по уровню эффективности.

Позиционирование выпуска

Облигации металлургического сектора широко представлены на рынке. В настоящее время в обращении находятся несколько выпусков компаний сталелитейного сектора. На рынке представлены такие эмитенты, как Мечел, Евраз (недавно провел дебютное размещение своих пятилетних облигаций), Северсталь (в сентябре разместила двухлетние биржевые облигации серии 1) и НЛМК, в настоящее время маркетирующий свои трехлетние бумаги. По неликвидным облигациям ТМК, крупнейшей в России трубной компании, вскоре подойдет срок оферты.

Справедливый спред ММК составляет 225-275 б.п. На наш взгляд, исходя из представленного выше кредитного анализа, а также кредитных рейтингов, спред бумаг ММК должен быть уже спреда бумаг Северстали и немного шире или близок к спреду бумаг НЛМК и МТС (ВВ/Вa2/ВВ+). Некоторая премия бумаг ММК к бумагам крупных мобильных операторов является оправданной, учитывая их высокую ликвидность, низкую волатильность выручки и заметно более высокую рентабельность. Проанализировав позиции таких бумаг, как НЛМК (YtM11-11,25% сроком на три года), МТС-4 (YtP10,75%, спред 225 б.п.), МТС-5 (YtP11%, спред 225 б.п.), а также Северсталь-БО1 (YtP11.95% спред 340 б.п.), можно сделать

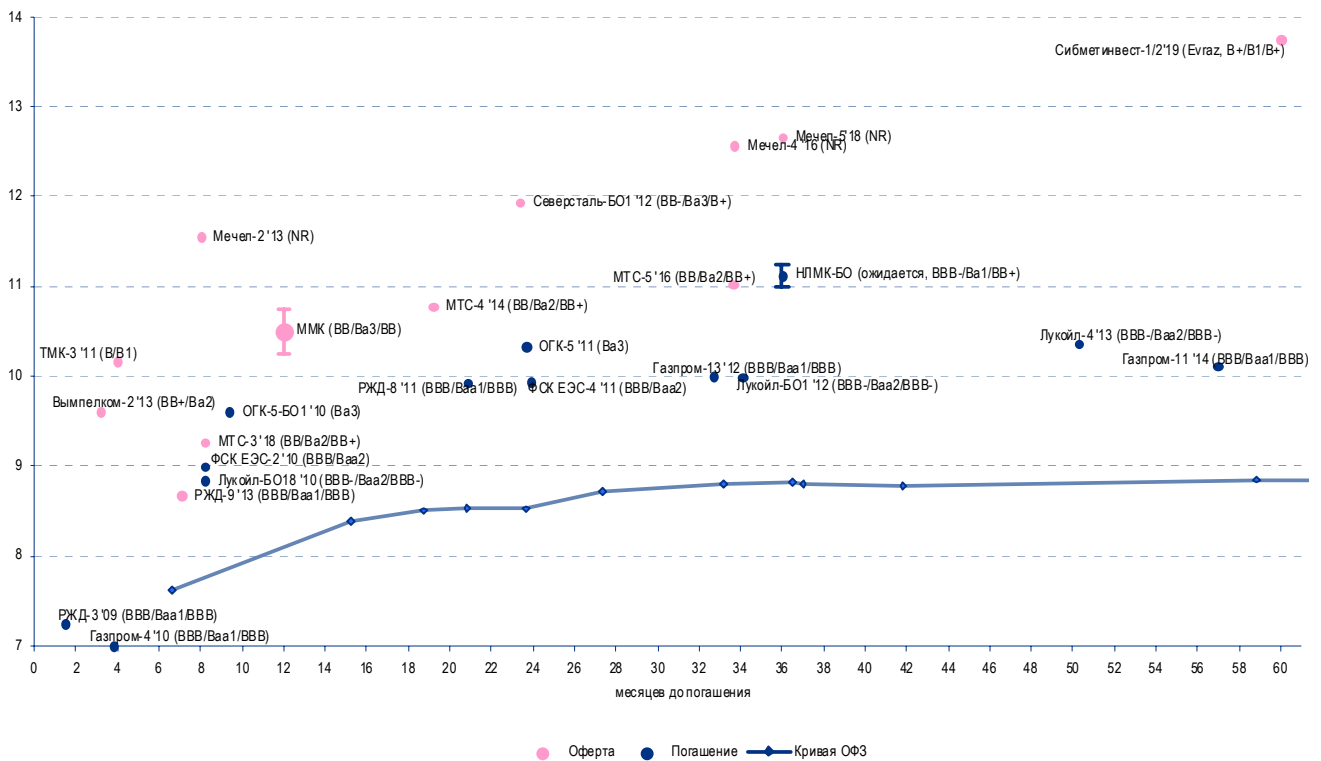
МЕТАЛЛИЧЕСКАЯ БАЛЛАДА

вывод, что справедливый спред бумаг ММК к кривой доходности ОФЗ должен составлять 250-300 б.п.

По нашим оценкам, справедливым уровнем доходности бумаг ММК к оферте является уровень **10,25-10,75%**. С учетом годовой оферты по бумагам ММК соответствующая точка на кривой ОФЗ дает нам доходность по бумагам ММК, приблизительно равную 8%. Прибавив к этой цифре нашу оценку справедливого спреда, мы получаем диапазон доходности, составляющий 10,5-11%. Принимая во внимание срочную структуру кредитных спредов, то есть тенденцию к сокращению спреда на коротком конце кривой, мы считаем, что можем понизить диапазон справедливой доходности на 25 б.п. – до **YtP10,25-10,75%**. Это наша окончательная оценка справедливой доходности бумаг ММК, выпущенных сроком на один год.

Рынок рублевых облигаций

Мы оцениваем справедливый уровень доходности ММК в диапазоне 10,25-10,75%



Источники: ММББ, оценки УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovan@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрук, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. 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 2009