

## УСТОЙЧИВОСТЬ В ПЕРИОД ВОЛАТИЛЬНОСТИ

### Хорошие результаты за I полугодие 2010 г. по МСФО подтверждают сильные кредитные метрики

**Операционные показатели демонстрируют в целом позитивную динамику.** Вчера ММК, один из крупнейших в России производителей стали, опубликовал отчетность за II квартал и I полугодие 2010 г. по МСФО, а также провел телеконференцию для инвесторов. В целом, результаты подтвердили устойчивость бизнес-профиля компании к негативным изменениям рыночной конъюнктуры, отразив рост операционных показателей и умеренный уровень долговой нагрузки. Так, во II квартале 2010 г. выручка ММК увеличилась на 25,2% по сравнению с предыдущим кварталом до 2,07 млрд руб. Рост EBITDA составил 16,8%, а рентабельность по EBITDA, хотя и несколько сократилась, однако сохраняется на уровне выше 20% (21,1% по итогам II квартала). В целом за I полугодие выручка ММК составила 3,72 млрд руб. (+85,7% относительно I полугодия 2009 г.), EBITDA достигла 811 млрд руб. (+163%), а рентабельность по EBITDA увеличилась до 21,8% по сравнению с 15,4% в I полугодии 2009 г.

**Ориентация на внутренний рынок и жесткий контроль над издержками позволили сохранить высокий уровень рентабельности.** Увеличение выручки ММК во II квартале было обусловлено в первую очередь ростом цен реализации (во II квартале повышение цен на продукцию ММК составило в среднем 15%), а также дальнейшим увеличением доли продукции с высокой добавленной стоимостью в продажах, которая во II квартале составила 35% по сравнению с 30% в I квартале. В то же время опережающий рост цен на сырье обусловил некоторое снижение рентабельности в данный отчетный период. Вместе с тем жесткий контроль над издержками, а также увеличение поставок на внутренний рынок, предлагающий ценовую премию по сравнению с поставками на экспорт, позволили ММК не допустить значительного сокращения маржи. В денежном выражении продажи компании в России и СНГ обеспечили 71% выручки во II квартале. Кроме того, определенный вклад в поддержание рентабельности ММК внесли высокие операционные показатели Белона – угледобывающий сегмент продемонстрировал увеличение рентабельности по EBITDA во II квартале до 50% против 38% в I квартале, а доля Белона в EBITDA ММК в I полугодии составила почти 16%.

**Перспективы II полугодия.** По словам менеджмента ММК, после снижения цен в июне–августе, с середины сентября на рынке наблюдаются признаки восстановления. На внутреннем рынке этому способствует рост спроса со стороны трубопроизводителей, автопроизводителей и машиностроительных предприятий (на долю данных секторов в поставках ММК приходится порядка 50%). Также со второй половины августа компания отметила увеличение спроса и в строительном секторе. На экспортных рынках ММК также видит признаки улучшения на фоне сокращения производства в Китае, обусловленного, в свою очередь, проблемами с электроэнергией и закрытием неэффективных производств. По прогнозам ММК, цены на сырье в III квартале сохранятся на уровне II квартала, а в IV квартале могут даже снизиться. Мы ожидаем, что по итогам 2010 г. EBITDA ММК составит 1,8 млрд руб., однако многое будет зависеть от результатов IV квартала.

**Долговая нагрузка без существенных изменений, несмотря на рост долга.** ММК продолжает реализацию инвестиционной программы, в том числе по сооружению Стана 2000 для производства автолиста (запущенный в прошлом году Стан 5000 уже загружен на 100%). Инвестиции компании в I полугодии составили 930 млн долл., что привело к увеличению долга с начала года на 38%. В то же время, благодаря значительному увеличению операционной прибыли, долговая нагрузка, выраженная коэффициентом Чистый долг/EBITDA, не только не выросла, но даже немного снизилась – до 1,7 на 30 июня (против 1,8 на начало года). Совокупный объем инвестиционных затрат ММК на весь 2010 г. запланирован на уровне 2 млрд руб., и с учетом прогноза операционной прибыли во II полугодии ММК может осуществить данные инвестиции без увеличения долговой нагрузки. В ходе вчерашней телеконференции менеджмент ММК сообщил, что в дальнейшем рассчитывает инвестировать порядка 1 млрд долл в год, при этом значение свободного денежного потока (FCF) будет положительным, что не может не обрадовать кредиторов ММК.

**Облигации ММК оценены справедливо, размещаемый выпуск смотрится интересно.** На наш взгляд, текущий уровень котировок выпусков ММК, отражающий премию к ОФЗ порядка 100–110 б.п. (YTW 6,2–7,3% в зависимости от срочности) соответствует справедливой оценке кредитного риска ММК. Мы обращаем внимание инвесторов на размещаемый выпуск ММК БО-3, который, во-первых, размещается на довольно короткий срок (в структуре выпуска предусмотрена оферта через полтора года), а во-вторых, учитывая ориентиры по купону (YTP 6,94–7,35%), представленные организаторами, предлагает премию к обращающимся выпускам ММК на уровне 25 б.п. даже в случае размещения по нижней границе.

**Основные финансовые показатели ММК**

МСФО, млн долл.

	2008	2009	I кв. 2010	II кв. 2010	I п/г 2010	I п/г 2009	Изм. за кв., %	Изм. I п/г10 / I п/г09, %
Выручка	10 550	5 081	1 652	2 068	3 720	2 003	25,2	85,7
в т.ч. Белон	-	-	150	140	290	-		
Валовая прибыль	2 715	1 141	423	561	984	291	32,6	238,1
<b>ЕБИТДА</b>	2 204	1 140	374	437	811	308	16,8	163,3
в т.ч. Белон	-	-	57	70	127	-		
Чистая прибыль	1 081	219	94	53	147	(76)	(43,6)	
Инвестиционные затраты	2 370	1 613	620	498	1 118	929	(19,7)	
Долг, в т.ч.	1 681	2 074	2 438		2 868		17,6	
Краткосрочный долг	1 276	808	866		931		7,5	
Чистый долг	575	1 909	2 265		2 648		16,9	
Капитал	9 852	10 325	10 802		10 078		(6,7)	
Денежные средства	1 106	165	173		220		27,2	
Активы	14 197	14 833	15 822		15 594		(1,4)	
Валовая рентабельность (%)	25,7	22,5	25,6	27,1	26,5	14,5		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	20,9	22,4	22,6	21,1	21,8	15,4		
Долг/ЕБИТДА*	0,8	1,8	1,7		1,7			
Чистый долг/ЕБИТДА*	0,3	1,7	1,6		1,6			
ЕБИТДА/проц. расходы	20,0	11,9	12,1		12,9	7,7		
Долг/Собственный капитал	0,1	0,2	0,2		0,3			
Долг/Активы	0,1	0,1	0,2		0,2			
Доля краткосрочного долга, %	75,9	39,0	35,5		32,5			
Козэф. текущей ликвидности	1,4	1,4	1,4		1,3			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

\*ЕБИТДА за последние 12 мес.

**Прогноз УРАЛСИБа по металлургической отрасли**

Финансовые показатели отчетности по МСФО, млн долл.

	Рейтинги	Продажи	ЕБИТДА	Ден. ср-ва	Кратк. долг	Долгоср. долг	Процент. расходы	Рентаб-ть по ЕБИТДА, %	Чистый долг	Чистый долг / ЕБИТДА	% кратк. долга	ЕБИТДА / Проц. расходы	
2008	<b>ММК</b>	BB-/Ba2/BB	10 550	2 204	1 106	1 276	405	110	21	575	0	76	20
	<b>Евраз</b>	BB-/Ba3/BB	20 380	6 323	930	3 922	6 064	655	31	9 056	1	39	10
	<b>Мечел</b>	NR	9 951	3 020	255	5 149	220	324	30	5 115	2	96	9
	<b>НЛМК</b>	BBB-/Ba1/BB+	11 699	4 688	2 160	1 080	1 930	217	40	850	0	36	22
	<b>Северсталь</b>	BB-/Ba2/BB	22 393	5 366	2 654	1 978	6 278	506	24	5 602	1	24	11
	<b>ТМК</b>	B+/Ba3	5 690	989	147	2 217	994	272	17	3 064	3	69	4
2009	<b>ММК</b>	Ba3/BB	5 081	1 140	165	808	1 266	96	22	1 909	2	39	12
	<b>Евраз</b>	B/B2/B+	9 772	1 237	675	1 992	5 931	677	13	7 248	6	25	2
	<b>Мечел</b>	NR	5 754	652	414	1 923	4 074	498	11	5 583	9	32	1
	<b>НЛМК</b>	BBB-/Ba1/BB+	6 140	1 370	1 247	557	1 939	171	22	1 248	1	22	8
	<b>Северсталь</b>	BB-/Ba3/B+	13 054	812	2 853	1 478	5 748	601	6	4 373	5	20	1
	<b>ТМК</b>	B/B1	3 461	333	243	1 537	2 215	447	10	3 509	11	41	1
2010П	<b>ММК</b>	Ba3/BB	8 519	1 807	216	808	2 016	180	21	2 608	1	29	10
	<b>Евраз</b>	B/B1/B+	14 404	2 601	312	2 992	5 150	656	18	7 830	3	37	4
	<b>Мечел</b>	B1	8 645	2 406	242	2 549	2 820	503	28	5 127	2	47	5
	<b>НЛМК</b>	BBB-/Ba1/BB+	9 221	2 618	2 421	1 200	2 230	176	28	1 009	0	35	15
	<b>Северсталь</b>	BB-/Ba3/B+	16 548	2 373	948	1 228	5 528	493	14	5 808	2	18	5
	<b>ТМК</b>	B/B1	5 815	980	229	1 537	2 214	350	17	3 522	4	41	3

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артеми Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Нефть и газ

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

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

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru  
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru

## Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2010