

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ПРОДОЛЖАЕТСЯ

Хорошие результаты за II квартал и I полугодие 2010 г.

Операционные показатели заметно улучшились, как мы и ожидали. Вчера Мечел опубликовал отчетность за II квартал и I полугодие 2010 г. по US GAAP, а также провел телефонную конференцию для аналитиков. По итогам II квартала выручка Мечела составила 2,4 млрд долл., увеличившись на 28% по сравнению с предыдущим кварталом. При этом EBITDA во II квартале увеличилась на 72% до 461 млн долл., а рентабельность по EBITDA возросла до 19% (+4,9 п.п. квартал к кварталу). Оговоримся, что наш метод расчета EBITDA (операционная прибыль + амортизация) несколько отличается от применяемого компанией. Заметное улучшение рыночной конъюнктуры, как мы и ожидали, позволило Мечелу увеличить продажи и повысить эффективность. По итогам I полугодия выручка компании достигла 4,33 млрд долл. (+76,1% год к году), а рентабельность по EBITDA составила 16,8% против 4,3% в I полугодии 2009 г.

Восстановление в угольном сегменте – ключевой фактор роста операционной прибыли. В абсолютном выражении выручка угольного сегмента по итогам II квартала увеличилась на 47% до 753,6 млн долл., притом что объем продаж в натуральном выражении вырос на 17%. В структуре выручки Мечела за II квартал доля горнодобывающего сегмента составила 31% по сравнению с 27% в предыдущем квартале. В то же время вклад этого сегмента в EBITDA оказался гораздо более значительным – по итогам II квартала его доля в EBITDA достигла 80,3% (против 65% кварталом ранее), а рентабельность по EBITDA в добывающем сегменте составила внушительные 56%. В целом за I полугодие вклад добывающего сегмента в EBITDA Мечела составил 69% при доле в выручке на уровне 29%. Значительному повышению финансовых показателей угольного сегмента способствовало как улучшение ценовой конъюнктуры и восстановление объемов добычи до предкризисного уровня, так и снижение затрат за счет инвестиций, осуществленных Мечелом в конце 2009 – начале 2010 гг.

Кредитный профиль в целом стал устойчивее... Следует отметить, что по итогам I полугодия коэффициент текущей ликвидности компании впервые за долгое время достиг приемлемого уровня 1, а коэффициент покрытия процентных расходов увеличился до 2,5. Кроме того, заметные улучшения в части ликвидности произошли уже после отчетной даты – в сентябре Мечел разместил облигации в объеме 10 млрд руб., а производственные предприятия Мечела договорились о привлечении банковских кредитов на сумму порядка 1,4 млрд долл. для рефинансирования краткосрочной задолженности. На 15 сентября совокупный долг Мечела, по данным компании, составил 6,4 млрд долл., несколько снизившись с начала II полугодия. По-видимому, опасаться того, что долг компании достигнет новых максимумов, не стоит, к тому же совсем недавно руководство Мечела сообщило, что компания планирует направить все привлекаемые кредиты на рефинансирование, поскольку не нуждается в привлечении дополнительных средств.

...хотя долговая нагрузка снизилась незначительно. Несмотря на заметный рост операционной прибыли (операционный поток до изменений в оборотном капитале по итогам I полугодия 2010 г. составил 479 млн долл. против убытка годом ранее), заработанных средств оказалось недостаточно для финансирования оборотного капитала, на пополнение которого компания направила почти 709 млн долл. (включая 194 млн долл. на расчеты с группой ЭСТАР, совместно с которой Мечел реализует партнерскую программу по производству и реализации металлопродукции, что позволяет компании расширять ассортимент). Это обусловило необходимость привлечения дополнительных кредитных ресурсов, и в результате совокупный долг Мечела во II квартале увеличился до 6,68 млрд долл., а чистый долг вырос до 6,4 млрд долл. По нашей оценке, отношение Чистый долг/LTM EBITDA по итогам I полугодия текущего года составило 5,0, оказавшись ниже, чем по итогам I квартала (5,6), однако мы ожидали более заметного сокращения долговой нагрузки.

Результаты за II квартал и I полугодие 2010 г.

Основные показатели Мечела

Финансовые результаты по US GAAP, млн долл.

	2009	I кв. 2010	II кв. 2010	I пол. 2010	I пол. 2009	Изм. II кв. 2010/ I кв. 2010, %	Изм. I пол. 2010/ I пол. 2009, %
Выручка	5 754	1 900	2 431	4 331	2 460	27,9	76,1
Валовая прибыль	1 793	645	927	1 572	686	43,8	129,2
ЕБИТДА	652	268	461	729	105	71,9	594,7
						Изм. I пол. 2010/ I кв. 2010, %	
Краткосрочный долг	1 923	2 093		1 830		(12,6)	
Долгосрочный долг	4 074	4 216		4 852		15,1	
Чистый долг	5 583	5 973		6 408		7,3	
Совокупный долг	5 998	6 309		6 682		5,9	
Собственный капитал	4 331	4 416		4 344		(1,6)	
Активы	13 183	13 779		13 903		0,9	
Валовая рентабельность, %	31,2	33,9	38,1	36,3	27,9		
Рентаб. по ЕБИТДА, %	11,3	14,1	19,0	16,8	4,3		
Долг / ЕБИТДА*	9,2	5,9		5,2			
Чистый долг / ЕБИТДА*	8,6	5,6		5,0			
ЕБИТДА / Проц. расходы	1,3	2,1		2,5			
Долг / Капитал	1,4	1,4		1,5			
Долг / Активы	0,5	0,5		0,5			
Кратк. задолж. / Совок. долг	32,1	33,2		27,4			
Кэфф. тек. ликвидности	0,8	0,8		1,0			
Ден. поток от операц. деят.	562	(97)	(159)	(256)			
Ден. поток от инвест. деят.	(710)	(207)	(299)	(506)			
Ден. поток от фин. деят.	375	226	381	608			
Капзатраты	610	194	314	508			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

*ЕБИТДА за последние 12 мес.

Оптимистический прогноз на II полугодие 2010 г. Вчера в ходе телефонной конференции менеджмент компании сообщил, что ожидает заметной отдачи от инвестиций (в том числе в оборотный капитал), осуществленных в I полугодии, что вкупе с дальнейшим улучшением ценовой конъюнктуры (рост цен на уголь на внутреннем рынке в IV квартале может составить 10%) позволит компании значительно увеличить операционную прибыль и даже снизить долговую нагрузку до уровня 3,0 в терминах Чистый долг/ЕБИТДА. Согласно нашей оценке, для этого ЕБИТДА Мечела во II полугодии должна почти удвоиться по сравнению с I полугодием. Также не стоит сбрасывать со счетов инвестиционную программу, которая на II полугодие запланирована в объеме 500 млн долл.: сумма хотя и меньше первоначальных планов (ранее Мечел намеревался инвестировать 1,4 млрд долл. в 2010 г.), но все же довольно велика. Мы полагаем, что о реальности выполнения планов по сокращению долговой нагрузки в текущем году можно будет судить уже по результатам III квартала.

Облигации Мечела выглядят привлекательно. Хотя мы ожидали более заметного снижения долговой нагрузки компании, облигации Мечела остаются в числе наших фаворитов среди выпусков эмитентов металлургического сектора благодаря значительному улучшению ликвидной позиции компании в последнее время. Трехлетние выпуски Мечела торгуются с доходностью порядка 9,1% (спред к ОФЗ – 320 б.п.), на одном уровне с облигациями Евраза. Однако, в отличие от выпусков ЕвразХолдинг Финанс 1 и 3, выпуски Мечел БО-3 и БО-2 входят в список репо ЦБ и котировальный список А1. Мы также считаем привлекательным короткий выпуск Мечел-2 (УТР 7,12 к оферте в июне 2011 г.), предлагающий едва ли не самую высокую доходность среди бумаг с дюрацией меньше года, включенных в список А1.

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, taveggjac@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

Артемий 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 Мырскова, myrsikovanv@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, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
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

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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