

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ВОССТАНОВИЛАСЬ ПОСЛЕ ПРОВАЛА В IV КВАРТАЛЕ 2010 Г., ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА ПО-ПРЕЖНЕМУ НЕДОСТАТОЧНО ДЛЯ СОКРАЩЕНИЯ ДОЛГА

Финансовые результаты по МСФО за I квартал 2011 г.

Неоднозначная отчетность. В пятницу ММК представил финансовые результаты за I квартал 2011 г., которые оказались лучше по сравнению с предыдущим кварталом в части отчета о прибылях и убытках (рентабельность по EBITDA подскочила до 16,9% против 12% в октябре–декабре прошлого года), однако свободный денежный поток компании остался отрицательным – минус 424 млн долл., что стало причиной увеличения чистого долга на 462 млн долл. за квартал. В дальнейшем потребности ММК в капвложениях будут сокращаться, и, как ожидается, долговая нагрузка стабилизируется в абсолютных цифрах, а отношение Чистый долг/EBITDA снизится примерно до 1,7 с 2,4 на конец I квартала.

Основные статьи расходов в I квартале – проект «Атакаш» и оборотный капитал. В IV квартале 2010 г. EBITDA ММК составила всего 237 млн долл., а свободный денежный поток имел положительное значение (94 млн долл.) на фоне внушительных капвложений (543 млн долл.). Прежде всего это объясняется поступлением 225 млн долл. от продажи шахты «Листвяжная», ранее принадлежавшей угольной «дочке» ММК Белону. По сути, I квартал 2011 г. оказался для компании даже более удачным: EBITDA выросла на 58% до 375 млн долл., капзатраты снизились до 381 млн долл. Значительный размер отрицательного денежного потока в первую очередь обусловлен двумя факторами: во-первых, ростом оборотного капитала в основном за счет пополнения запасов на сумму 160 млн долл., а во-вторых, оттоком 243 млн долл. в рамках выкупа миноритарной доли в проекте «Атакаш» у турецких партнеров. В результате чистый долг ММК на конец I квартала достиг 3,475 млрд долл., что предполагает отношение Чистый долг/EBITDA за 12 месяцев на уровне 2,4 против 2,1 на конец 2010 г.

В текущем году кредитные метрики улучшатся. Мы консервативно оцениваем EBITDA ММК в 2011 г. на уровне 1,9 млрд долл. Капвложения компании в текущем году оцениваются в 1,4 млрд долл., что намного уступает уровню 2010 г. (2,2 млрд долл.). Инвестиционные приоритеты остались прежними – «Атакаш», который в 2012 г. должен выйти на мощность производства сортового проката на уровне 2,3 млн т в год, и продолжение работы над созданием стана 2000 (первую очередь планируется ввести в строй уже в следующем месяце). ММК рассчитывает повысить суммарные продажи в натуральном выражении в 2011 г. примерно на 5% год к году до 11 млн т, следовательно, увеличения чистого оборотного капитала примерно на 100 млн долл. в I квартале может оказаться достаточно для того, чтобы закрыть потребности ММК в оборотном капитале до конца текущего года.

Ключевые показатели ММК

МСФО, млн долл.					
	2009	I кв. 2010	2010	I кв. 2011	2011П
Выручка	5 081	1 652	7 719	2 216	
Валовая прибыль	1 141	423	1 767	441	
ЕБИТДА	1 140	374	1 436	375	1 900
ЕБИТ	288	135	610	155	
Чистая прибыль	219	94	232	134	
Активы	14 833	15 822	16 738	18 082	
Краткосрочный долг	808	846	1 074	1 488	
Долгосрочный долг	1 266	1 554	2 454	2 447	
Чистый долг	1 909	2 227	3 013	3 475	3 225
Долг	2 074	2 400	3 528	3 935	
Собственный капитал	10 325	10 802	10 686	11 129	
Валовая рентаб., %	22,5	25,6	22,9	19,9	
Рентаб. EBITDA, %	22,4	22,6	18,6	16,9	
Рентаб. EBIT, %	5,7	8,2	7,9	7,0	
Чистая рентаб., %	4,3	5,7	3,0	6,0	
Долг/EBITDA	1,82	1,70	2,46	2,74	
Чистый долг/EBITDA	1,67	1,49	2,10	2,42	1,70
EBITDA/Проценты	11,9	12,1	10,3	18,8	13,6
Акц. капитал/Активы	0,70	0,68	0,64	0,62	
Акц. капитал/Долг	4,98	4,50	3,03	2,83	
Доля краткоср. долга, %	0,39	0,35	0,30	0,38	
Коэф. ликвидности	1,37	1,35	1,43	1,12	
Ден. ср-ва/Краткоср. долг	0,20	0,20	0,48	0,31	
ОДП	865	321	1 173	198	1 650
Ден. поток от инв. деят.	(1 689)	(613)	(2 005)	(622)	(1 885)
Ден. поток от фин. деят.	(40)	282	1 163	312	
Капзатраты	1 613	613	2 209	381	1 400
СДП	(824)	(292)	(832)	(424)	(235)

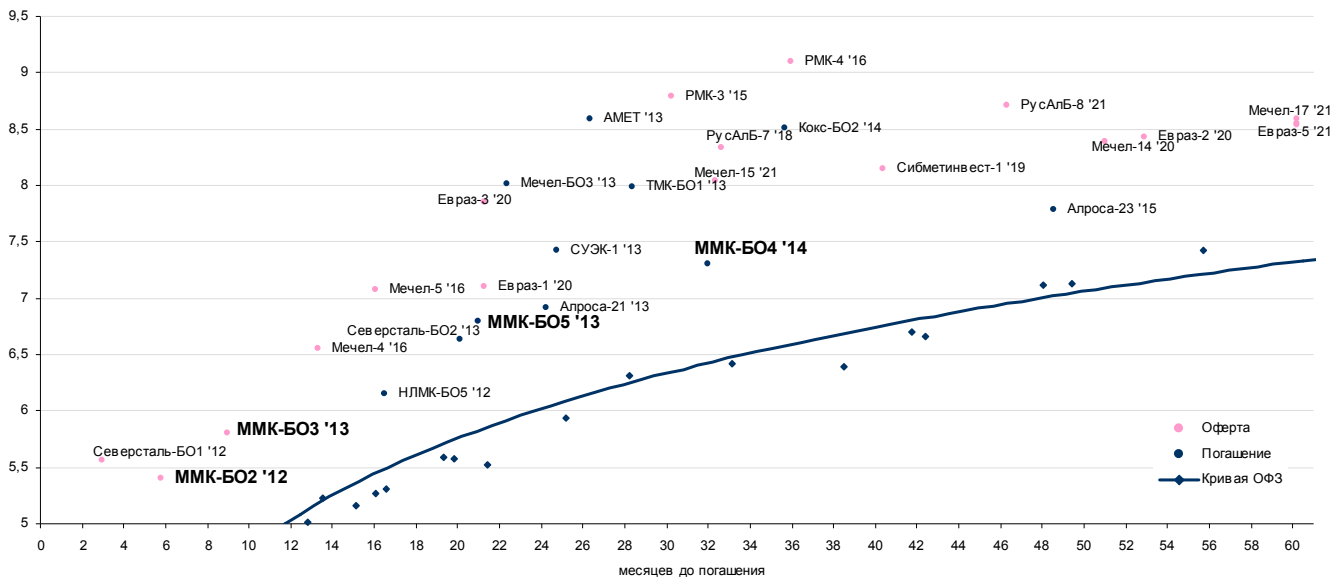
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долг компании растет, однако процентные ставки идут вниз, таким образом процентные расходы ММК в 2011 г., по нашей оценке, останутся на уровне прошлого года и составят 140 млн долл. Также в текущем году компания полностью рассчитается за покупку доли в проекте «Атакаш» (485 млн долл.). С учетом уменьшения потенциального денежного потока на величину соответствующих расходов чистый долг компании на конец текущего года вырастет на 225 млн долл. до 3 225 млн долл. против 3 млрд долл. в декабре 2010 г., однако сократится по сравнению с I кварталом (3,47 млрд долл.). Как следствие, коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА, согласно нашей оценке, понизится до 1,7.

В бондах ММК идей не видно. Текущее кредитное качество ММК, с нашей точки зрения, находится приблизительно на том же уровне, что и у Северстали, которая на конец I квартала отличалась заметно меньшим левериджем (1,2 против 2,4 у ММК) и обладала более высокой ликвидностью баланса, в то время как коэффициент Акционерный капитал/Долг у ММК составлял 2,8 против 1,4 у Северстали. Последнее является главной сильной стороной ММК, активы которого на 62% профинансированы за счет акционеров, главным образом из нераспределенной прибыли. Внушительный размер ЕБИТДА у Северстали – определенно преимущество в период экономического подъема, однако необходимо также помнить о том, насколько быстро оно улетучилось во время кризиса. ММК пока представлен лишь на рынке рублевого долга, а самый длинный выпуск эмитента ММК-БО4 торгуется по 7,3% сроком на 32 месяца со спредом практически на уровне выпуска Северсталь-БО2 (6,6% сроком на 20 месяцев). Кроме того, в последнее время ММК не отличался активностью на первичном рынке, таким образом, ликвидность его торгуемых выпусков постепенно снижается. В то же время, на конец 2010 г. объем краткосрочного долга компании составлял 1,07 млрд долл., включая рублевые облигации на сумму 10 млрд руб. с офертой в декабре 2011 г. В этой связи мы рассчитываем, что в текущем году ММК еще выйдет на первичный рынок, о чем необходимо упомянуть, поскольку на данный момент сложились крайне благоприятные условия для покупки риска ММК – компания обладает повышенным левериджем, что, однако, представляет собой временное явление, и, как ожидается, скоро ситуация изменится к лучшему.

Бонды ММК недешевы

Рублевые облигации металлургических компаний



Источники: ММВБ

Публикации по теме:

1 апреля 2011 г.: «Евраз - Значительное улучшение кредитных метрик»

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110401_2010%20Review.pdf?docid=10234&lang=ru

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

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, 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
Ольга Степаненко, stepanenkaa@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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
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
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@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
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 2011