

НАДЕЖДА НА УЛУЧШЕНИЯ

Нейтральные финансовые результаты за 2011 г.

В 2011 г. выручка возросла на 29%. Мечел представил финансовые результаты за 2011 г. по US GAAP. Выручка компании увеличилась на 29% до 12,6 млрд долл., что несколько ниже нашего прогноза, составлявшего 12,9 млрд долл. Около 57% выручки пришлось на металлургический сегмент (рост на 28% год к году). При этом в 4 кв. 2011 г. на фоне ухудшения рыночной конъюнктуры выручка компании сократилась на 9% с уровня предыдущего квартала до 2,9 млрд долл. Консолидированный показатель EBITDA за 2011 г. вырос на 19% до 2,4 млрд долл., превысив наши ожидания. До 85% EBITDA обеспечил более рентабельный добывающий сегмент (рентабельность по EBITDA – 39%). В 4 кв. 2011 г. EBITDA Мечела упала 22% квартал к кварталу до 526 млн долл. вследствие негативных результатов металлургического сегмента. Чистая прибыль компании по итогам 2011 г. составила 803 млн долл., увеличившись на 16%.

Компания сокращает инвестиции. Чистый операционный денежный поток по результатам 2011 г. достиг 888 млн долл. (наш прогноз – 722 млн долл.) против минус 17 млн долл. годом ранее. Объем капзатрат составил запланированные компанией 1,8 млрд долл., превысив значение предыдущего года почти вдвое. Таким образом, свободный денежный поток по итогам года, как ожидалось, остался отрицательным – минус 918 млн долл. При этом в 4 кв. 2011 г. чистый денежный поток был положительным на уровне 500 млн долл., чему способствовало высвобождение средств из оборотного капитала в рамках реструктуризации задолженности Эстар. Так, Мечел выступил гарантом по выданному Эстар банковскому кредиту на сумму около 945 млн долл. Кредит обеспечен пакетами акций основных металлургических предприятий, входящих в Эстар. В случае, если компания не расплатится по кредиту до сентября текущего года, ее активы перейдут Мечелу. Что касается инвестпрограммы, то план Мечела по капзатратам на 2012 г. составляет 1,2 млрд долл., из них около 350 млн долл. будет направлено на финансирование Эльгинского проекта, еще 320 млн долл. – на окончание строительства универсального рельсобалочного стана на ЧМК. К 2014 г. годовой объем капзатрат снизится до 900 млн долл. Объем запланированных инвестрасходов чуть ниже уровня, дозволенного ковенантами по кредитным соглашениям. В течение 2011 г. компания выплатила дивиденды на общую сумму 210 млн долл.

Долговая нагрузка выросла вслед за долгом. За 2011 г. общий долг компании увеличился на 32% до 9,9 млрд долл., а чистый – на 29% до 9,2 млрд долл. Таким образом, коэффициент Чистый долг/EBITDA к концу 2011 г. составил 3,8 против 3,5 на конец 2010 г. и 3,6 на конец 3 кв. 2011 г. Коэффициент, используемый для расчета ковенантов, вырос до 3,9, что выше порогового значения, установленного кредитными соглашениями. На долю краткосрочного долга пришлось 28% – в 2012 г. компании предстояло

Обращающиеся выпуски

SGMLRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Мечел-04	5 000 R	19,00	30 июл 12	8,81
Мечел-05	5 000 R	12,50	19 окт 12	9,74
Мечел БО-1	5 000 R	8,10	9 ноя 12	9,13
Мечел БО-2	5 000 R	9,75	12 мар 13	10,22
Мечел БО-3	5 000 R	9,75	24 апр 13	9,98
Мечел-02	5 000 R	7,40	12 июн 13	11,12
Мечел БО-4	5 000 R	10,25	11 фев 14	10,79
Мечел-15	5 000 R	8,25	20 фев 14	10,88
Мечел-16	5 000 R	8,25	20 фев 14	10,78
Мечел БО-7	2 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-12	3 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-11	3 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-6	2 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-5	5 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел-14	5 000 R	10,00	3 сен 15	11,72
Мечел-13	5 000 R	10,00	3 сен 15	11,60
Мечел-17	5 000 R	8,40	6 июн 16	11,09
Мечел-18	5 000 R	8,40	6 июн 16	11,18
Мечел-19	5 000 R	8,40	9 июн 16	11,00

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Мечела

	US GAAP, млн долл.		
	2010	2011	2012П
Выручка	9 746	12 546	12 320
Валовая прибыль	3 597	4 325	
EBITDA	2 018	2 404	2 142
Чистая прибыль	692	803	800
Долг	7 498	9 869	
Чистый долг	7 158	9 226	8 301
Капитал	4 951	5 365	
Активы	15 776	19 306	
Валовая рентабельность, %	36,9	34,5	
Рентаб. по EBITDA, %	20,7	19,2	17,4
Долг/EBITDA	3,7	4,1	
Чистый долг/EBITDA	3,5	3,8	3,9
Акц. капитал/Активы	0,3	0,3	
Акц. капитал/Долг	0,7	0,5	
Коэфф. текущей ликвидности	1,1	1,3	
Доля краткосрочного долга, %	28,4	27,8	
ОДП	(147)	888	1 646
Ден. поток от инвест. деят.	(1 119)	(2 621)	
Ден. поток от финанс. деят.	1 210	2 079	
Капзатраты	(990)	(1 806)	(1 423)
Свободный денежный поток	(1 137)	(1 078)	223
ОДП/Капзатраты	0,1	0,5	1,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

рефинансировать существенный объем задолженности – около 2,7 млрд долл. Однако уже в текущем году компания договорилась о пролонгации на 3–5 лет кредитных линий от ВТБ и Газпромбанка общим объемом 1,2 млрд долл., разместила три рублевых выпуска облигаций на 520 млн долл. и договорилась о предоставлении Газпромбанком пятилетнего кредита на 500 млн долл. В итоге ликвидная позиция компании к настоящему моменту составляет около 2 млрд долл., что снижает риски рефинансирования задолженности. При этом согласно данным презентации общая величина долга компании к маю 2012 г. не претерпела изменений, а доля краткосрочного снизилась примерно до 17%.

Пороговое значение по ковенантам повышено. В конце апреля Мечел сообщил, что его кредиторы подтвердили отказ от прав требования по ряду кредитных договоров, а также согласились на изменение структуры финансовых ковенантов. Напомним, что с такой просьбой Мечел обратился в конце марта. Новый уровень ковенантов предполагает потолок по коэффициенту Чистый долг/ЕБИТДА на 1 п/г 2012 г. и на конец 2012 г. на уровне 5,5, на конец 1 п/г 2013 г. – на уровне 4,75, на 2013 г. – на уровне 4,4, на 1 п/г 2014 г. – на уровне 3,75. Также был изменен ковенант по interest coverage ratio, новые пороговые значения: 2,65 на конец 1 п/г 2012 г. и на 2012 г., 3,25 – на конец 1 п/г 2013 г., 3,5 – на 2013 г., 4,0 – на конец 1 п/г 2014 г. В качестве компенсации компания заплатила 50 + 15 б.п. (13 млн долл.) комиссии по кредиту на 2 млрд долл. Дополнительно Мечел ведет переговоры о продлении срока синдицированного кредита на сумму 2 млрд долл. и пролонгации амортизационных платежей, осуществляемых в текущем году.

Курс на снижение долга. Менеджмент Мечела сообщил, что в соответствии с новой стратегией развития, утвержденной в четверг советом директоров, компания отказывается от модели экстенсивного развития и фокусируется на снижении долговой нагрузки. Целевое значение по показателю Чистый долг/ЕБИТДА установлено на уровне 2,0. Для решения поставленной задачи компания готова начать продажу активов, признанных неприоритетными с точки зрения доходности и стоимости владения. Основным для Мечела останется горнодобывающий бизнес-сегмент, в частности, добыча угля. В рамках реализации стратегии сокращения долга компания также существенно сократила инвестиционную программу, о чем мы писали выше.

Мы осторожно оцениваем кредитное качество Мечела. Опубликованная отчетность, на наш взгляд, носит нейтральный характер. При этом мы положительно оцениваем решение Мечела сфокусироваться на сокращении долга. Также мы отмечаем успехи компании в рефинансировании той, довольно существенной, части краткосрочного долга, которая погашается в 2012 г. Тем не менее мы сохраняем осторожность в отношении кредитного качества Мечела, до тех пор пока заявленные намерения менеджмента не найдут отражения в финансовых показателях. В течение последнего месяца кредитный спред компании продолжал расширяться и в настоящий момент достигает 370–400 б.п. (по наиболее активно торгуемым бумагам), хотя еще в конце марта находился в пределах 300–330 б.п. Учитывая объявленные менеджментом планы и опубликованные финансовые результаты, можно предположить, что при текущей рыночной конъюнктуре дальнейшее расширение спреда замедлится. Кредитный спред близкого по финансовым показателям РУСАЛа к кривой Мечела сузился до 60–80 б.п. – пока, правда, главным образом за счет роста доходности облигаций последнего. В целом мы считаем, что для инвесторов, толерантных к повышенному риску, кредитное качество РУСАЛа выглядят привлекательней. Важный нюанс – отсутствие облигаций РУСАЛа в ломбардном списке.

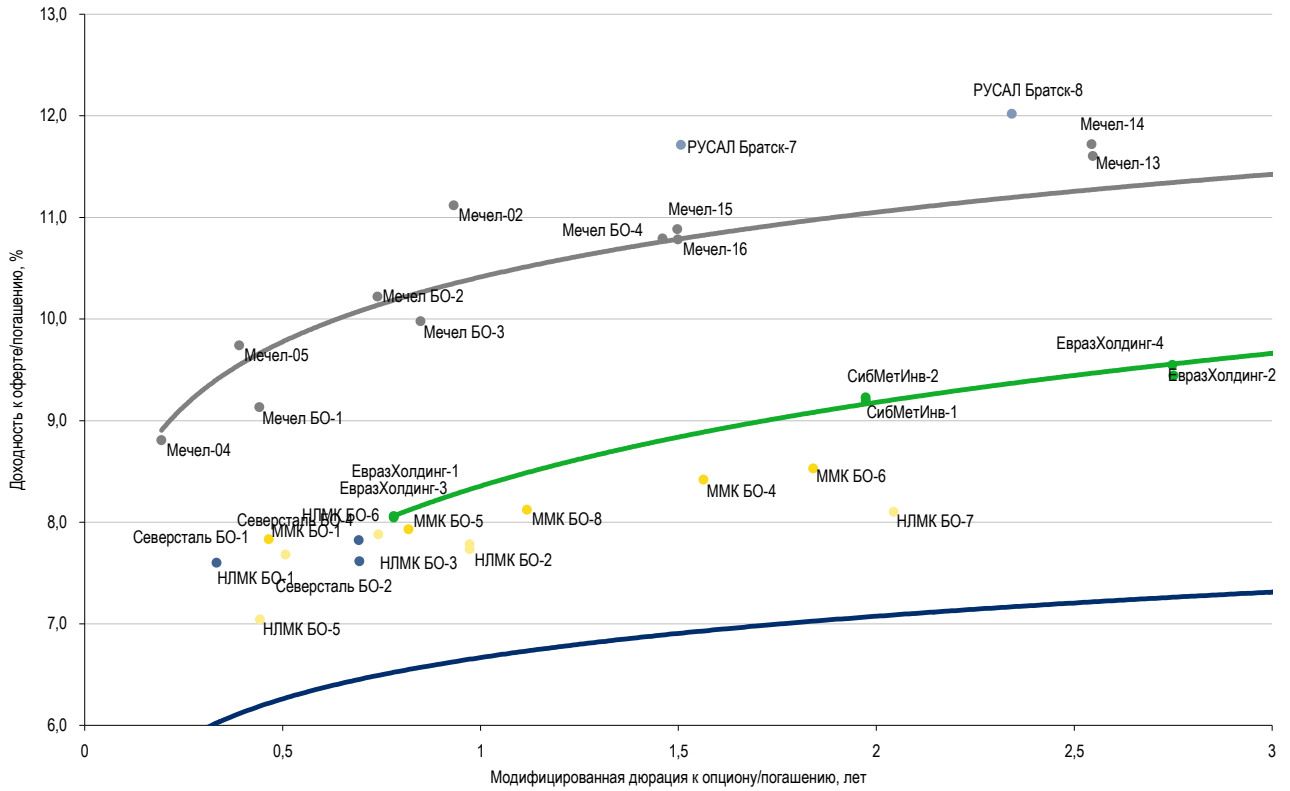
Предыдущие публикации по теме:

Март 21, 2012 г. Горно-металлургический сектор – Сплав риска и доходности. Облигации сохраняют привлекательность

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120321_FI_Metals&Mining%20Sector%20Review.pdf?docid=12596&lang=ru

Расширение спреда, вероятно, замедлится и сойдет на нет

Рублевые облигации металлургических компаний, 10.05.2012 г.



Источники: ММВБ

Нейтральные финансовые результаты за 2011 г.

Основные финансовые показатели компаний химического и металлургического секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВITDA, млн долл.	Рентаб. ЕВITDA, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕВITDA	Чист. долг / ЕВITDA	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Химическая промышленность											
		2 316	520	22,4	585	0,9	1 580	2,9	2,2	1,6	0,6
		1 182	213	18,0	118	0,8	1 099	4,9	3,8	1,1	0,5
Металлургия и горное дело											
		9 772	1 237	12,7	441	3,9	7 998	6,5	5,9	1,1	0,3
		9 594	1 587	16,5	754	2,1	7 227	4,6	2,6	2,1	0,4
		5 081	1 165	22,4	1 613	0,5	2 074	1,8	1,5	1,4	0,7
		6 140	1 418	23,1	1 121	1,2	2 495	1,8	0,9	2,7	0,7
		8 165	596	7,3	239	5,4	13 869	23,3	22,9	0,7	0,3
		5 754	588	10,2	610	0,9	6 092	10,4	9,7	0,8	0,3
		3 461	325	9,4	395	2,2	3 752	11,5	10,8	0,8	0,2
		497	253	50,9	152	1,5	331	1,3	0,6	3,7	0,7
		4 734	899	19,0	322	2,0	5 126	5,7	5,3	0,7	0,2
2009		850	135	15,9	192	1,4	691	4,9	4,7	0,6	0,4
		4 690	825	17,6	468	1,3	2 984	3,4	2,9	0,6	0,3
		2 454	592	24,1	395	1,1	3 900	3,7	3,6	0,5	0,3
Развитые страны											
		61 021	3 661	6,0	2 709	2,8	24 897	6,8	5,1	1,4	0,5
		50 368	6 548	13,0	3 121	0,4	15 715	2,4	2,1	1,2	0,4
		18 439	350	1,9	1 622	0,8	9 634	27,5	23,3	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
		32 270	4 098	12,7	1 847	1,5	13 115	3,2	2,7	1,9	0,2
		5 122	661	12,9	673	2,0	604	0,9	0,4	1,7	0,7
Химическая промышленность											
		3 219	983	30,5	672	1,3	1 405	1,4	1,1	1,3	0,6
		1 539	337	21,9	179	0,6	1 176	3,5	2,8	1,2	0,5
Металлургия и горное дело											
		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
2010		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4
		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
Развитые страны											
		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
		38 651	3 556	9,2	3 765	1,3	15 290	4,3	4,0	1,2	0,5
		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
Развивающиеся страны											
		21 616	1 772	8,2	1 509	1,1	11 167	6,3	5,3	1,9	0,2
		7 891	1 673	21,2	984	1,6	2 342	1,4	1,3	1,7	0,7
Химическая промышленность											
		4 467	1 645	36,8	810	1,7	3 003	1,8	1,8	2,6	0,4
		2 226	706	31,7	369	1,0	1 505	2,3	1,6	1,4	0,5
Металлургия и горное дело											
		16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
		15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
2011П		9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
		11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
		12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
		12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
		6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
		726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
		9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
		1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
		5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
		4 800	2 000	41,7	543	2,5	2 795	1,4	1,3	1,1	0,3
Химическая промышленность											
		5 750	1 897	33,0	1 379	1,0	2 559	1,3	1,2	1,4	0,6
		2 032	529	26,0	238	1,7	1 310	2,5	1,8	1,6	0,5
Металлургия и горное дело											
		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
2012П		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
		12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7
		11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
		1 031	559	54,2	253	1,7	500	0,9	0,5	4,0	0,9
		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

* Фактические данные

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

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

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012