

### В ЦЕЛОМ НЕПЛОХИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, НО ПОКА НЕ МЕНЯЮЩИЕ ОБЩЕЙ КАРТИНЫ

#### Финансовые результаты по US GAAP за 1 кв. 2012 г.

**Рентабельность снизилась, но остается сравнительно высокой.** Выручка компании за 1 кв. 2012 г. изменилась незначительно (здесь и далее показатели сравниваются с уровнями 4 кв. 2011 г., если не указано иное) и составила 2,95 млрд долл. Все подразделения, за исключением добывающего, продемонстрировали рост выручки. В добывающем сегменте выручка сократилась на 12% до 933 млн долл. на фоне снижения спроса и коррекции цен, а также временного простоя ряда шахт на «Южном Кузбассе». Консолидированный показатель EBITDA Мечела по итогам квартала составил 470 млн долл., снизившись на 11%. Таким образом, рентабельность компании по итогам 1 кв. 2012 г. опустилась на 2 п.п. до 15,9%, что, впрочем, остается достаточно высоким значением на фоне показателей остальных российских металлургов благодаря высокой доле более маржинального добывающего бизнеса (31%) в структуре выручки Мечела. Чистая прибыль компании составила 233 млн долл., увеличившись на 4%.

**Положительный свободный денежный поток второй квартал подряд.** Операционный денежный поток компании до изменений в оборотном капитале составил 227 млн долл., снизившись на 29%. При этом благодаря начавшемуся еще в предыдущем квартале роспуску оборотного капитала и умеренным капзатратам компания второй квартал подряд демонстрирует положительное значение свободного денежного потока, пусть и существенно меньшее, чем в 4 кв. 2011 г., – 70 млн долл. против 500 млн долл. По прогнозу менеджмента, в обозримом будущем сокращение оборотного капитала продолжится, в частности за счет сезонного оживления строительной отрасли, а по итогам всего года объем роспуска, предположительно, составит 500 млн долл. Если ожидания менеджмента реализуются, принимая во внимание также обнародованный план по капзатратам на 2012 г. (1,2 млрд долл.) и наш прогноз операционного денежного потока, можно предположить, что Мечелу удастся показать существенное положительное значение свободного денежного потока по итогам года и приступить к сокращению долга.

**Долговая нагрузка продолжила расти.** Несмотря на положительный свободный денежный поток, общий долг компании вырос на 3% до 10,1 млрд долл., а чистый долг – на 5% до 9,7 млрд долл., что, насколько мы понимаем, связано с переоценкой рублевых займов на фоне укрепления рубля в 1 кв. 2012 г. Под влиянием перечисленных факторов долговая нагрузка компании по коэффициенту Чистый долг/EBITDA выросла с 3,7 на конец 2011 г. до 4,3 на конец 1 кв. 2012 г. Вместе с тем, исходя из последних данных, к середине июня общая величина долга существенно снизилась и опустилась ниже 9 млрд долл. – по словам менеджмента, это в основном является следствием ослабления рубля во 2 кв., однако некоторая часть все же была сокращена за счет денежного потока.

#### Обращающиеся выпуски Мечела

SGMLRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Мечел-04	5 000 R	19,00	30 июл 12	9,27
Мечел-05	5 000 R	12,50	19 окт 12	11,19
Мечел БО-1	5 000 R	8,10	9 ноя 12	12,08
Мечел БО-2	5 000 R	9,75	12 мар 13	10,68
Мечел БО-3	5 000 R	9,75	24 апр 13	12,56
Мечел-02	5 000 R	7,40	12 июн 13	12,21
Мечел БО-4	5 000 R	10,25	11 фев 14	11,91
Мечел-15	5 000 R	8,25	20 фев 14	12,18
Мечел-16	5 000 R	8,25	20 фев 14	12,11
Мечел БО-5	5 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-6	2 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-7	2 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-11	3 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-12	3 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел-13	5 000 R	10,00	3 сен 15	11,83
Мечел-14	5 000 R	10,00	3 сен 15	12,35
Мечел-17	5 000 R	8,40	6 июн 16	12,30
Мечел-18	5 000 R	8,40	6 июн 16	11,23
Мечел-19	5 000 R	8,40	9 июн 16	11,04

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые финансовые показатели Мечела

US GAAP, млн долл.	4 кв. 2011	2 011	кв. 2012	2012П
	Выручка	2 929	12 546	2 950
Валовая прибыль	934	4 325	975	
ЕБИТДА	526	2 404	470	2 142
Чистая прибыль	224	803	233	800
Долг		9 869	10 134	
Чистый долг		9 226	9 694	8 301
Капитал		5 365	5 855	
Активы		19 306	20 236	
Валовая рентабельность, %	31,9	34,5	33,0	
Рентабельность по EBITDA, %	17,9	19,2	15,9	17,4
Долг / EBITDA		4,1	4,4	
Чистый долг / EBITDA		3,8	4,3	3,9
Акционерный капитал / Активы		0,3	0,3	
Акционерный капитал / Долг		0,5	0,6	
Козэф. текущей ликвидности		1,3	1,3	
Доля краткосрочного долга, %		27,8	25,6	
Операц. денежный поток	937	888	345	1 646
Ден. поток от инв. деятельности	(436)	(2 621)	(276)	
Ден. поток от фин. деятельности	(1 200)	2 079	(305)	
Капзатраты	(436)	(1 806)	(276)	(1 423)
Свободный денежный поток	500	(1 078)	70	223
Операц. ден. поток / Капзатраты	2,1	0,5	1,3	1,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Компании удалось рефинансировать существенную часть краткосрочного долга и аккумулировать «подушку» ликвидности.** Доля краткосрочной задолженности почти не изменилась и на конец 1 кв. 2012 г. составила 26%. Напомним, что по состоянию на конец 2011 г. компании в течение года предстояло рефинансировать 2,7 млрд долл., что выглядело существенной суммой. Тем не менее по состоянию на 15 июня компании предстоит до конца 2012 г. рефинансировать обязательства на сумму 1,4 млрд долл., из которых 556 млн долл. приходится на возобновляемые кредитные линии, 153 млн долл. представлено облигационными выпусками (хотя, судя по приходящимся на этот год погашениям и офертам, эта сумма должна была быть больше), оставшаяся часть приходится на другие виды займов. Таким образом, нельзя не отметить, что за 1 п/г 2012 г. компания смогла успешно рефинансировать около 1,3 млрд долл. долга. Для этого компания сумела договориться о пролонгации на три–пять лет кредитных линий ВТБ и Газпромбанка общим объемом 1,2 млрд долл, разместила три выпуска рублевых облигаций на 520 млн долл. и согласовала с Газпромбанком условия привлечения пятилетнего кредита на 500 млн долл. Договоренность с Газпромбанком о продлении кредитных линий была достигнута в мае, то есть уже после отчетной даты, – по нашей оценке, это означает, что к середине июня доля краткосрочного долга должна была составить 17–18%. По данным презентации, наличность и доступные средства по невыбранным кредитным линиям в совокупности составляют 2 млрд долл.

**В целом мы сохраняем крайне осторожный взгляд на кредитное качество Мечела...** Исходя из представленных показателей в настоящий момент очевидно, что Мечел является наиболее уязвимой публичной компанией горно-металлургического сектора. Отметим, что значительная часть кредитного портфеля компании (около 40%) представлена кредитами госбанков или квазигосбанков, причем именно с этими кредиторами компании за последнее время удалось договориться либо о пролонгации истекающих займов, либо о привлечении новых. На наш взгляд, это может свидетельствовать об определенном уровне поддержки компании со стороны государства. Еще около 20% долга приходится на рублевые необеспеченные облигации, не содержащие ковенантов. Весьма вероятно, что запланированные к погашению выпуски будут замещены новыми кредитами (также госбанков), или рефинансированы за счет новых облигационных займов, большая часть которых опять же может оказаться на балансе госбанков. Кроме того, стоит отметить успехи компании в переговорах о повышении пороговых значений ковенантов в рамках кредитных договоров, что позволит ей быть гибкой в обозримой перспективе, а также свидетельствует о том, что в целом широкий круг кредиторов готов пойти на встречу Мечелу и предоставить ему возможность решить вопрос чрезмерной долговой нагрузки в рабочем режиме. Все это, по нашему мнению, говорит о том, что риски, приписываемые рыночными участниками компании, возможно, несколько преувеличены. С другой стороны, стоит напомнить, что дальнейшее серьезное ухудшение конъюнктуры на основных рынках сбыта, а также рост ставок на долговом рынке, по-прежнему представляют угрозу для сохранения Мечела в его нынешнем формате.

**...и по-прежнему рекомендуем воздерживаться от инвестиций в его облигации.** Опубликованная отчетность в целом не меняет общей картины кредитного профиля Мечела и не окажет воздействия на котировки облигаций. Мечел – лидер среди российских компаний сектора по объему рублевых облигаций, торгующихся на рынке, – в обращении находится 19 выпусков номинальным объемом 85 млрд руб. На фоне распродаж последних месяцев кредитный сред Мечела к ОФЗ расширился до среднего значения 490–520 б.п., хотя еще в конце марта составлял 300–330 б.п. Тем не менее в настоящий момент мы по-прежнему рекомендуем участникам рынка воздерживаться от инвестиций в облигации Мечела. Для инвесторов, толерантных к повышенному риску, большой интерес могут представлять облигации РУСАЛа (кредитное качество которого мы оцениваем чуть выше), предлагающие премию в размере 120–150 б.п. к кривой Мечела, в основном за счет отсутствия доступа к ломбардному списку. Напомним, что в комментариях к годовой отчетности менеджмент сообщил, что Мечел решил отказаться от модели экстенсивного развития и сфокусироваться на снижении долговой нагрузки. Целевое значение показателя Чистый долг/EBITDA установлено на уровне 2,0. Для достижения поставленной цели компания готова приступить к распродаже активов и сократить капвложения. На наш взгляд, если рыночная конъюнктура нормализуется, а реализация планов менеджмента будет подтверждена позитивной динамикой финансовых результатов, в среднесрочной перспективе облигации Мечела могут стать хорошей спекулятивной ставкой, однако пока говорить об этом преждевременно.

Предыдущие публикации по теме:

Май 11, 2012 г. Мечел – Надежда на улучшения. Нейтральные финансовые результаты за 2011 г.

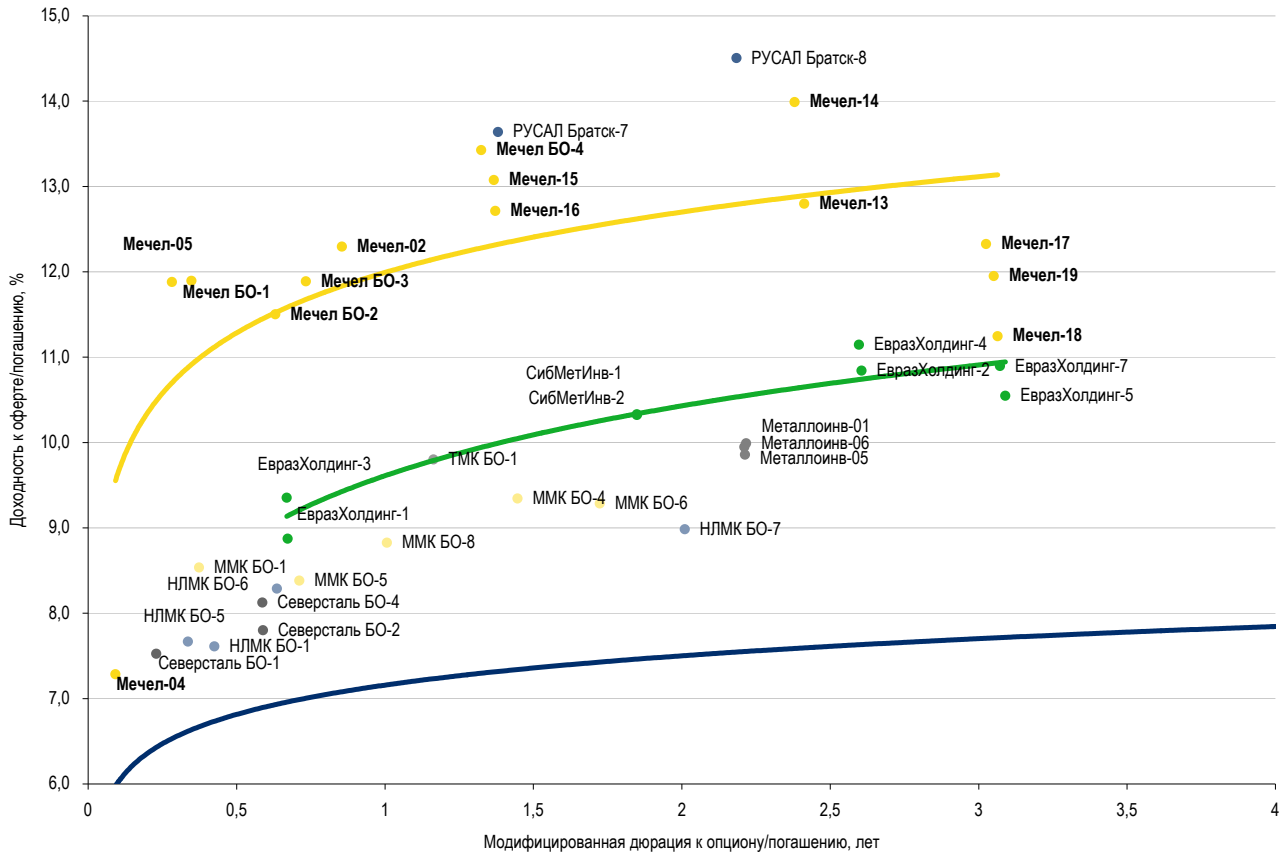
[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120511\\_FI\\_Mechel\\_2011%20Review.pdf?docid=12934&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120511_FI_Mechel_2011%20Review.pdf?docid=12934&lang=ru)

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

**Кредитный спред облигаций Мечела расширился до 490–520 б.п.,  
однако мы все еще рекомендуем избегать вложений в эти бумаги**

Рублевые облигации российских горно-металлургических компаний, 20.06.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Финансовые результаты по US GAAP за 1 кв. 2012 г.

### Основные финансовые показатели компаний горно-металлургического сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Кап.затр., млн долл.	ОДП / Кап.затр.	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Кэфф. текущ. ликв.	Капитал / Активы
Евраз		13 394	2 350	17,5	832	2,0	7 868	3,3	3,1	1,1	0,3
Северсталь		13 573	3 264	24,0	1 119	1,1	6 142	1,9	1,3	1,5	0,4
ММК		7 719	1 595	20,7	2 209	0,5	3 548	2,2	1,9	1,4	0,6
НЛМК		8 351	2 332	27,9	1 463	1,0	2 624	1,1	0,8	2,5	0,7
РУСАЛ		10 979	2 597	23,7	361	5,3	11 963	4,6	4,4	1,3	0,4
Мечел		9 746	1 873	19,2	990	(0,1)	7 498	4,0	3,8	1,1	0,3
ТМК		5 579	911	16,3	314	1,2	3 872	4,3	4,1	1,4	0,2
Распадская		706	338	47,9	138	2,2	310	0,9	(0,0)	6,4	0,7
Металлоинвест		7 232	2 451	33,9	407	3,8	4 168	1,7	1,6	1,0	0,3
<b>2010</b>											
Кокс		1 457	302	20,7	118	2,1	697	2,3	2,0		0,4
СУЭК		5 441	1 086	20,0	605	1,1	2 828	2,6	2,4	0,8	0,3
АЛРОСА		3 734	1 183	31,7	394	3,2	3 345	3,0	2,6	1,6	0,4
<b>Развитые страны</b>											
ArcelorMittal		78 025	8 037	10,3	3 308	1,2	25 983	3,2	2,5	1,4	0,5
Nippon Steel		48 089	5 358	11,1	3 695	1,2	16 151	3,0	2,9	1,3	0,5
Alcoa		21 013	2 711	12,9	1 015	2,2	9 216	3,4	2,8	1,3	0,4
<b>Развивающиеся страны</b>											
Tata Steel		26 071	3 682	14,1	2 286	0,4	13 609	3,7	2,9	1,8	0,3
Vale		47 343	26 298	55,5	13 394	1,5	27 667	1,1	0,7	1,4	0,5
Bumi		2 926	741	25,3	159	1,5	4 092	5,5	5,2	1,9	0,2
<b>2011</b>											
Евраз	В+/Ва3/ВВ-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
Северсталь	ВВ/Ва2/ВВ-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
ММК	-/Ва3/ВВ+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
НЛМК	ВВВ-/Ваа3/ВВВ-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
РУСАЛ	NR	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
Мечел	-/В1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
ТМК	В+/В1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
Распадская	-/В1/В+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
Металлоинвест	-/Ва3/ВВ-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
Кокс	В/В2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
СУЭК	-/Ва3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
АЛРОСА	ВВ-/Ва3/ВВ-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
<b>Развитые страны</b>											
ArcelorMittal	ВВВ-/Ваа3/ВВВ	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
Nippon Steel	ВВВ+/А3/ВВВ+	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5
Alcoa	ВВВ-/Ваа3/ВВВ-	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4
<b>Развивающиеся страны</b>											
Tata Steel	ВВ/Ва3/ВВ+	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3
Vale	А-/Ваа2/ВВВ+	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6
Bumi	ВВ/Ва3/-	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2
<b>2012П</b>											
Евраз		16 111	2 818	17,5	1 079	2,0	7 135	2,5	2,0	2,1	0,4
Северсталь		16 000	3 490	21,8	1 700	1,4	5 921	1,7	1,1	1,6	0,4
ММК		10 600	1 645	15,5	800	1,7	4 024	2,5	2,4	1,3	0,5
НЛМК		12 915	2 561	19,8	1 975	1,1	4 149	1,6	1,5	2,0	0,7
РУСАЛ		11 689	2 536	21,7	779	2,2	11 212	4,4	4,0	2,2	0,5
Мечел		12 320	2 142	17,4	1 423	1,2	8 714	4,1	3,9	1,3	0,3
ТМК		7 085	1 122	15,8	450	1,8	3 635	3,2	2,9	1,6	0,3
Распадская		785	308	39,2	253	1,0	551	1,8	1,2	0,9	0,5
Металлоинвест		10 310	3 500	34,0	672	3,7	4 810	1,4	0,9	1,9	0,5
Кокс		1 964	354	18,0	304	0,8	1 102	3,1	2,8	0,8	0,4
СУЭК		7 298	2 189	30,0	676	1,3	2 990	1,4	1,3	0,8	0,3
АЛРОСА		4 946	2 075	42,0	734	1,6	3 455	1,7	1,6	1,0	0,4

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, kondratievsv@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

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,  
Тимоли 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