

В ЦЕЛОМ НЕЙТРАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Финансовые результаты 3 кв. 2012 г. по US GAAP

Выручка сократилась на 12% за квартал, EBITDA – на 3%. Выручка в отчетном периоде составила 8,8 млрд долл., снизившись на 12% (здесь и далее – к показателю 2 кв. 2012 г.), что было определено динамикой выручки основных бизнес-сегментов компании. Так, внешняя выручка добывающего сегмента снизилась на 12% до 777 млн долл. (29% консолидированной выручки), а внешняя выручка металлургического сегмента – на 10% до 1,7 млрд долл. (63% консолидированного показателя). Основным источником давления на показатели стала неблагоприятная ценовая конъюнктура. Консолидированная EBITDA в отчетном периоде сократилась на 3% до 375 млн долл., что объясняется положительным результатом работы добывающего сегмента. Рентабельность по EBITDA повысилась на 1,3 п.п. до 13,8%. Чистая прибыль Мечела по итогам квартала составила 73 млн долл. против убытка 849 млн долл. в прошлом квартале, который в большей мере был обусловлен разовым обесценением долгосрочных активов и гудвила, а также созданием резервов по кредиту связанным сторонам. Мы пересмотрели наш прогноз на 2012 г., понизив оценку выручки и рентабельности.

Роспуск оборотного капитала позволил существенно увеличить свободный денежный поток. Чистый операционный денежный поток по итогам квартала составил 458 млн долл., увеличившись на 51% ввиду масштабного роспуска оборотного капитала в 3 кв. Капзатраты составили 269 млн долл., снизившись на 11%. Как следствие, свободный денежный поток вырос с 3 млн долл. до 188 млн долл. Накопленный с начала года объем капзатрат составил 846 млн долл. при общем плане на 2012 г. 1,0–1,1 млрд долл. В 2013 г., по пересмотренному прогнозу менеджмента, инвестрасходы могут составить 500–600 млн долл., которые планируется направить исключительно на реализацию текущих проектов. Также в 3 кв. 2012 г. Мечел выплатил дивиденды в размере 186 млн долл.

Не исключено нарушение ковенантов по итогам года. Общий долг к концу 3 кв. вырос на 9% до 10,2 млрд долл., чистый долг – на 5% до 9,6 млрд долл., что, как мы понимаем, отчасти объясняется переоценкой рублевых займов. Коэффициент Чистый долг/EBITDA повысился с 4,4 до 5,4, Долг/EBITDA – с 4,5 до 5,8, отношение EBITDA/Процентные расходы снизилось с 3,8 до 3,3. Таким образом, компания приблизилась к предельным уровням обновленных ковенантов по долговым обязательствам (пересмотрены в этом году; пороговые значения – 5,5 по Чистый долг/EBITDA и 2,65 по EBITDA/Процентные расходы). Учитывая, что существенного улучшения ситуации на рынке в 4 кв. не ожидается, нарушение ковенантов по итогам 2012 г. представляется возможным. Мы полагаем, что компании стоит прибегнуть к практике «ковенантных каникул», как это ранее сделал РУСАЛ. С другой стороны, нарушение ковенантов само по себе едва ли грозит катастрофическими последствиями, скорее, это может привести лишь к пересмотру условий банковских кредитов, повышению стоимости заимствований, а также введению ограничений на размер инвестпрограммы и возможные дивидендные выплаты.

Обращающиеся выпуски

SGMLRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Мечел БО-2	5 000 R	9,75	12 мар 13	11,31
Мечел-05	5 000 R	11,25	18 апр 13	11,71
Мечел БО-3	5 000 R	9,75	24 апр 13	12,37
Мечел-02	5 000 R	7,40	12 июн 13	12,56
Мечел-04	5 000 R	11,25	29 июл 13	12,65
Мечел БО-4	5 000 R	10,25	11 фев 14	15,31
Мечел-15	5 000 R	8,25	20 фев 14	16,52
Мечел-16	5 000 R	8,25	20 фев 14	16,51
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	16,16
Мечел-14	5 000 R	10,00	3 сен 15	16,57
Мечел-17	5 000 R	8,40	6 июн 16	16,12
Мечел-18	5 000 R	8,40	6 июн 16	15,33
Мечел-19	5 000 R	8,40	9 июн 16	14,68

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Мечела

US GAAP, млн долл.	2011	2 кв.12	3 кв.12	2012П
Выручка	12 546	3 086	2 715	11 437
Валовая прибыль	4 325	890	730	
EBITDA	2 404	385	375	1 567
Чистая прибыль	803	(849)	73	
Долг	9 869	9 302	10 156	
Чистый долг	9 226	9 151	9 573	9 276
Капитал	5 365	4 535	4 717	
Активы	19 306	17 937	18 876	
Валовая рентабельность, %	34,5	28,8	26,9	
Рентабельность по EBITDA, %	19,2	12,5	13,8	13,7
Долг / EBITDA	4,1	4,5	5,8	
Чистый долг / EBITDA	3,8	4,4	5,4	5,9
Акционерный капитал / Активы	0,3	0,3	0,2	
Акционерный капитал / Долг	0,5	0,5	0,5	
Коэфф. текущей ликвидности	1,3	1,0	1,2	
Доля краткосрочного долга, %	27,8	30,6	24,8	
Операционный денежный поток	888	304	458	1 249
Денежный поток от инвест. деят.	(2 621)	(303)	(223)	
Денежный поток от фин. деят.	2 079	(237)	440	
Капзатраты	(1 806)	(301)	(269)	(1 100)
Свободный денежный поток	(1 078)	3	188	149
ОДП / Капзатраты	0,5	1,0	1,7	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

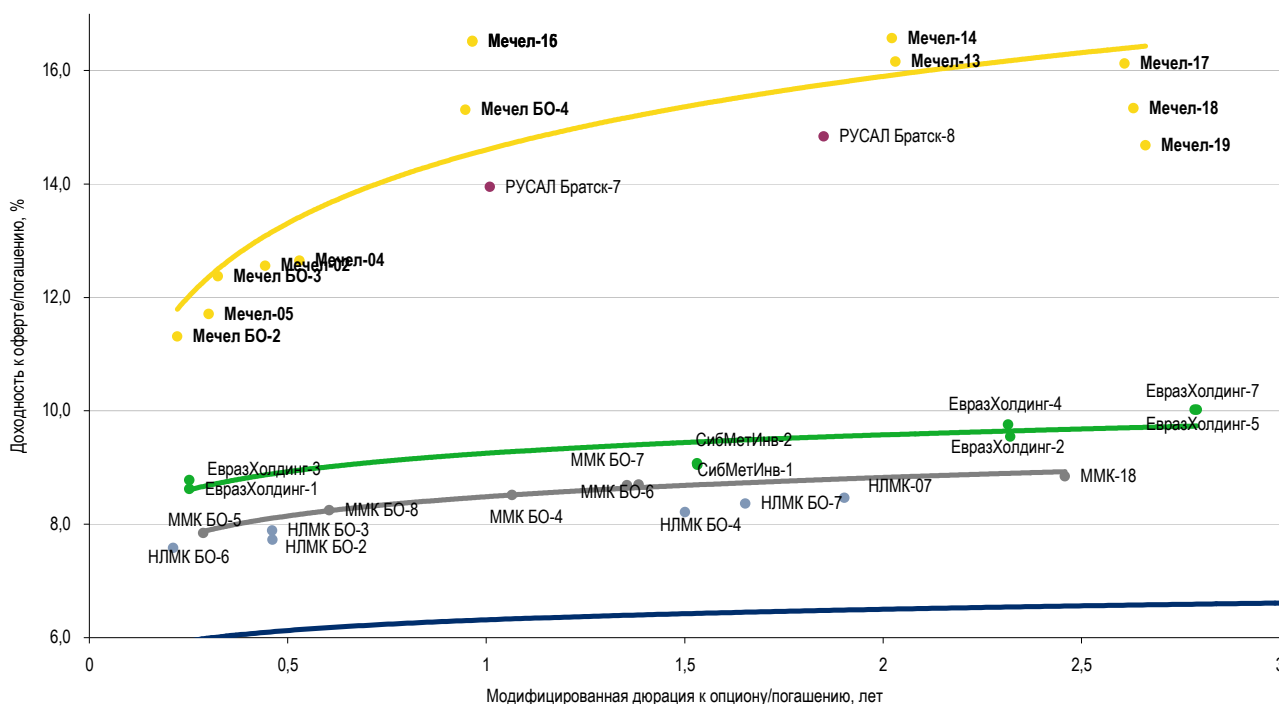
Компания продолжает оптимизировать структуру долга. На конец 3 кв. 2012 г. доля краткосрочного долга Мечела составила 24,8% (30,6% на конец 1 п/г 2012 г.). В течение следующих 12 месяцев компании предстоит погасить около 2,5 млрд долл. При этом за последнее время Мечел договорился со Сбербанком об открытии четырех кредитных линий сроком на пять лет и общим объемом около 770 млн долл. (24 млрд руб.), а также о внесении изменений в условия предэкспортного финансирования на сумму 1 млрд долл., что позволило компании получить дополнительный льготный период сроком 12 месяцев и снизить краткосрочный долг приблизительно на 600 млн долл. По данным презентации Мечела, на начало декабря 2012 г. компания располагала ликвидностью в размере 1,2 млрд долл., из которых 141 млн долл. составляли денежные средства, а остальное приходилось на доступные невыбранные кредитные линии. При этом в последний месяц компании предстоит погасить около 327 млн долл. долга. Объем погашений в 2013 г. составляет 2,2 млрд долл., что меньше, чем указывавшаяся ранее (1 сентября) сумма 2,7 млрд долл. Возможно, для этих целей будут использованы средства от привлекаемого синдицированного кредита на 2,7 млрд долл., о котором на прошлой неделе сообщили некоторые СМИ.

Мечел получит контроль над портом Ванино. Также на прошлой неделе стало известно о победе Мечела в тендере по приватизации 73% акций порта Ванино. Компания предложила наивысшую сумму, равную 15,5 млрд руб. (ближайший конкурент, Еп+, был готов заплатить около 10,5 млрд руб., остальные участники – менее 6 млрд руб.). Теперь, в случае утверждения итогов торгов правительством, Мечелу предстоит выставить обязательную оферту на выкуп акций у миноритариев. По данным «Коммерсанта», это обойдется компании примерно в 5,6 млрд руб. Таким образом, суммарные затраты компании на всю сделку составляют более 21 млрд руб. Насколько мы понимаем, Мечел планирует использовать порт Ванино для экспорта угля с Эльгинского месторождения. В настоящий момент компания не работает через Ванино, в котором сейчас отгружают уголь Сибуглемет, Сибирский Антрацит и Еп+. По итогам 2011 г. на уголь и кокс пришлось соответственно 1,6 млн т и 5,9 млн т грузооборота Ванино. Выручка за тот же период составила 1,56 млрд руб., чистая прибыль – 339 млн руб. Учитывая непростое финансовое положение Мечела, пока не совсем ясно, как будет финансироваться сделка. Менеджмент заявил, что сделка будет профинансирована не за счет кредитных средств, а сам порт не будет консолидирован в Группу Мечел. Возможно, эта сделка будет связана с продажей 25% Мечел-Майнинга, которую предполагается осуществить до конца 1 п/г 2013 г., как и продажу ряда непрофильных активов, преимущественно предприятий ферросплавного сегмента и электроэнергетического бизнеса (последнее, согласно нашей оценке, позволило бы Мечелу выручить 300–400 млн долл.).

Интересны облигации с дюрацией не более года. Опубликованные результаты вполне ожидаемы. Наша общая рекомендация по облигациям Мечела прежняя – воздерживаться от инвестиций. Тем не менее, для инвесторов, толерантных к повышенному риску, короткие бумаги Мечела с дюрацией около года, на наш взгляд, могут быть интересны, учитывая, что компания привлекла основную часть средств для рефинансирования долга на обозначенном горизонте. В то же время, как мы отмечали выше, необходимы подробности об источниках средств и способах финансирования сделки по покупке Ванино.

Выпуски с дюрацией в пределах одного года интересны для спекуляций

Рублевые облигации ряда компаний горнометаллургического сектора, 12.12.2012 г.



Основные финансовые показатели компаний горно-металлургического сектора

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	Чистый долг / ЕВITDA	Кэфф. текущ. ликв.	Капитал / Активы	
2010	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	
	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	
	Развитые страны											
	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
	Развивающиеся страны											
	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	
2011	Евраз	В+/Ba3/BB-	16 400	2 898	17,7	1 281	2,1	7 245	2,5	2,2	1,8	0,3
	Северсталь	BB/Ba2/BB-	15 812	3 585	22,7	1 609	1,6	5 976	1,7	1,1	1,7	0,4
	ММК	-/Ba3/BB+	9 306	1 322	14,2	1 154	0,4	4 402	3,3	3,0	1,3	0,6
	НЛМК	BBB-/Baa3/BBB-	11 729	2 284	19,5	2 048	0,9	4 380	1,9	1,6	1,9	0,6
	РУСАЛ	-/-	12 291	2 512	20,4	608	2,9	11 695	4,7	4,4	1,9	0,4
	Мечел	-/B1/-	12 546	2 404	19,2	1 806	0,5	9 869	4,1	3,8	1,3	0,3
	ТМК	В+/B1/-	6 754	1 022	15,1	402	2,0	3 787	3,7	3,5	1,5	0,3
	Распадская	-/B1/B+	726	324	44,6	144	1,6	305	0,9	0,1	1,8	0,5
	Металлоинвест	-/Ba3/BB-	9 919	3 817	38,5	512	5,6	5 598	1,5	1,2	1,7	0,3
	Кокс	В/B2/-	1 891	282	14,9	230	0,7	794	3,1	3,1	0,8	0,4
	СУЭК	-/Ba3/-	5 682	1 741	30,6	910	0,9	2 957	1,9	1,8	1,0	0,1
	АЛРОСА	BB-/Ba3/BB-	4 686	2 219	41,7	729	2,3	2 968	1,3	1,2	1,5	0,5
	Развитые страны											
	ArcelorMittal	BBB-/Baa3/BBB	93 973	9 567	10,2	4 838	0,4	26 418	2,8	2,4	1,6	0,5
	Nippon Steel	BBB+/A3/BBB+	51 847	4 610	8,9	3 269	0,9	16 149	3,5	3,4	1,3	0,5
	Alcoa	BBB-/Baa3/BBB-	24 951	3 262	13,1	1 287	1,7	9 371	2,9	2,3	1,3	0,4
	Развивающиеся страны											
	Tata Steel	BB/Ba3/BB+	27 698	2 600	9,4	-	-	9 801	3,8	3,0	1,2	0,3
	Vale	A-/Baa2/BBB+	61 827	34 497	55,8	16 950	1,5	26 362	0,8	0,6	1,9	0,6
Bumi	BB/Ba3/-	4 001	1 228	30,7	141	1,3	4 343	3,5	3,5	1,1	0,2	
2012П	Евраз		15 297	2 312	15,1	1 254	1,4	7 339	3,2	2,7	2,0	0,4
	Северсталь		14 921	2 491	16,7	1 700	1,3	5 921	2,3	1,4	1,6	0,4
	ММК		10 200	1 372	13,5	700	1,6	3 742	2,7	2,5	1,4	0,6
	НЛМК		12 214	1 966	16,1	1 868	1,2	4 027	2,0	1,8	2,0	0,7
	РУСАЛ		11 689	1 262	10,8	779	2,0	11 322	9,0	8,2	2,2	0,4
	Мечел		11 437	1 567	13,7	1 100	1,1	9 894	6,3	5,9	1,2	0,3
	ТМК		7 085	1 122	15,8	400	1,4	3 746	3,3	3,1	1,6	0,3
	Распадская		600	230	38,3	253	1,0	551	2,4	2,0	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 компаний, Bloomberg, 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@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

Александр Сазонов, sazonov@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

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