

ММК: инвестируем дома

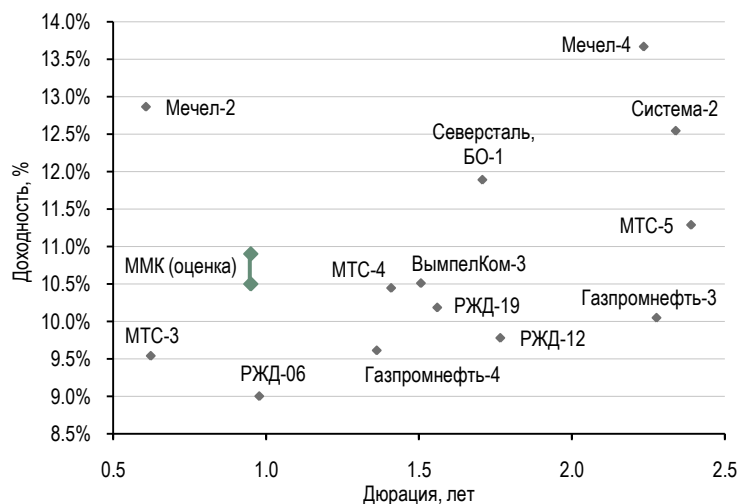
- Масштабная инвестиционная программа.** В отличие от некоторых других сталелитейных компаний, увлекшихся в последние годы приобретениями за рубежом, ММК последовательно инвестирует в органическое развитие, обновляя мощности и увеличивая производство продукции высоких переделов. Подойдя к кризису в хорошей финансовой форме и с минимальной долговой нагрузкой, компания приняла решение не сворачивать программу капиталовложений. В дополнение к 1.5 млн тонн мощностей по производству толстого листа (стан 5000) комбинат введет в следующие три года дополнительно 4.3 млн тонн прокатных мощностей (включая проект ММК-Атакаш) и 2.4 млн тонн мощностей по выплавке стали, что при наличии спроса на продукцию приведет к росту выручки и денежного потока.
- Низкозатратный производитель.** Несмотря на то, что ММК не имеет преимуществ 100%-ной обеспеченности собственными дешевыми источниками железной руды и угля, компания конкурентоспособна по себестоимости продукции на внутреннем и мировых рынках. Себестоимость тонны слябов во втором квартале 2009 г. составляла USD208, что является одним из самых низких показателей среди российских металлургических предприятий. Такой результат обусловлен существенной экономией на масштабах, эффективным управлением издержками, наличием внутреннего производства прочего сырья и энергии (электроэнергия, огнеупоры, частично железорудное сырье).
- Приобретение Белона.** Приобретение компании Белон позволит удовлетворить около 50% текущих потребностей ММК в коксующемся угле. После осуществления программы по увеличению добычи угля Белон сможет обеспечить порядка 70% необходимых ММК объемов. Наличие собственных источников угля позволит ММК увеличить рентабельность в рамках вертикально-интегрированной производственной цепочки.
- Консервативная финансовая политика.** На протяжении последних лет ММК поддерживал минимальный уровень долга, финансируя капиталовложения в основном за счет операционного денежного потока. На наш взгляд, необходимость привлечь заемное финансирование для осуществления инвестиций не приведет к чрезмерному увеличению долговой нагрузки компании. Отношение чистого долга к EBITDA, по нашим оценкам, по итогам года будет находиться ближе к нижней границы диапазона 1.5-2, а при сохранении текущей конъюнктуры на рынках металлопродукции данный показатель со следующего года начнет снижаться за счет роста EBITDA.

Рисунок 1. Себестоимость производства слябов и рентабельность EBITDA



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Оценка справедливой доходности облигаций ММК



Источник: ММВБ

Содержание

Инвестиционный вывод	3
Производственные мощности	6
Обеспеченность сырьем и энергией	7
Производство и продажа продукции	9
Инвестиционная программа – вложения в будущее	12
Долговая нагрузка	15
Затраты, сравнение с конкурентами	17
Прогноз финансовых результатов	20
Раскрытие информации	21

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ВЫВОД

ММК является одним из крупнейших производителей металлопродукции в России с прокатными мощностями на уровне 12.3 млн тонн в год; объем выпуска за девять месяцев 2009 г. составил 6.4 млн тонн. Производственная площадка ММК – крупнейшая в России.

ММК отличается консервативной финансовой политикой, благодаря чему вошел в кризисный период конца 2008 г. с незначительной по сравнению с масштабами компании долговой нагрузкой. Чистый долг ММК на конец прошлого года составлял всего USD603 млн при показателе EBITDA в USD2.2 млрд.

В отличие от Evraz Group и Северстали, сделавших ставку на международную экспансию и приобретение активов за рубежом, ММК последовательно инвестирует в обновление производственных мощностей и производство продукции высших переделов. Новые проекты комбината нацелены на конечный спрос в России и призваны обеспечить импортозамещение металлопродукции с высокой добавленной стоимостью, поэтому поддерживаются на высшем правительственном уровне. В частности, запущенный в июле 2009 г. стан 5000 будет ежегодно выпускать до 1.5 млн тонн толстого листа, необходимого для производства толстостенных одношовных труб большого диаметра, которые пользуются особым спросом при строительстве магистральных трубопроводов благодаря повышенным прочностным характеристикам. Ранее трубные заводы, за исключением Ижорского трубного завода Северстали, импортировали такой лист. Проект ММК-Атакаш, который планируется завершить в 2010 г., позволит выплавлять 2.4 млн тонн стали и производить до 2.3 млн тонн продукции в Турции. Турция является нетто-импортером плоского проката, и проект в большей мере ориентирован на внутренний спрос; в то же время, наличие собственного порта позволит осуществлять и экспортные поставки.

Несмотря на отсутствие полной вертикальной интеграции в сырьевой сегмент, за счет экономии на масштабе производства, грамотного управления издержками и выгодных контрактных цен на сырье ММК добился себестоимости производства на уровне лидера отрасли НЛМК: во втором квартале 2009 г. себестоимость производства слябов составила USD208 за тонну. Несмотря на падение цен и загрузки мощностей, низкие затраты позволили ММК показать рентабельность по EBITDA на уровне 15.3% в первом полугодии текущего года, что значительно лучше, чем у Evraz Group (10.1%) и Северстали (-2.7%). По нашим оценкам, в третьем квартале рентабельность ММК по EBITDA превысит 20%.

Приобретение контрольной доли в ОАО «Белон» позволит к 2013 г. удовлетворить порядка 70% потребности ММК в кокующемся угле. Более того, на консолидированном уровне это позволит дополнительно снизить издержки производства и увеличить EBITDA на тонну продукции.

Инвестиционная программа ММК достаточно амбициозна и предполагает вложение USD4.2 млрд в 2010-2012 гг. По нашим оценкам, операционный денежный поток ММК в текущем году составит порядка USD850 млн, а в следующем – около USD1.57 млрд, чего будет недостаточно для финансирования программы капитальных вложений, в связи с чем объем долга в этом и следующем году может увеличиться. С другой стороны, объем вложений, необходимых для поддержания мощностей в рабочем состоянии, составляет всего около USD250 млн в год. При продолжительном спаде в отрасли компания может перенести сроки или отказаться от завершения проектов, находящихся на ранних стадиях осуществления.

Текущий кредитный портфель ММК хорошо сбалансирован по срокам и не предполагает разовых крупных выплат, а для инвестиционной программы компания преимущественно привлекает долгосрочное финансирование. В целом, как мы считаем, долговая нагрузка останется на достаточно консервативном уровне, показатель Чистый долг/EBITDA в текущем году не превысит 2 и начнет снижаться уже в 2010 г.

На российском рынке облигаций в настоящее время обращаются долговые обязательства Северстали и Evraz Group (выпуск облигаций Сибметинвеста с поручительством Evraz Group). Наилучшим вариантом для сравнения представляются биржевые облигации Северстали с офертой в сентябре 2011 г., поскольку разница в дюрации между запланированным выпуском облигаций ММК и обязательствами Сибметинвеста слишком велика (оферта через 1 год и 5 лет соответственно). Ниже представлены основные финансовые показатели деятельности ММК и Северстали.

Таблица 1. Сравнение основных финансовых показателей ММК и Северстали

USD млн, если не указано иное	ММК		Северсталь	
	2008	1 пол. 2009	2008	1 пол. 2009
Отгрузка, тыс. тонн	10 911	3 836	16 500	6 281
Выручка	10 550	2 003	22 393	5 648
ЕБИТДА	2 204	306	4 663	-150
Рентабельность по ЕБИТДА	21%	15%	21%	-3%
Чистые процентные расходы	-18	-32	-351	-242
Прибыль до налогообложения	1 106	-63	2 588	-1 145
Чистая прибыль	1 081	-51	2 068	-989
Денежные потоки				
Денежный поток от основной операционной деятельности	1 925	552	3 435	355
Капиталовложения	-2 112	-929	-2 030	-466
Долгосрочные финансовые вложения, приобретение дочерних организаций	-241	0	-2 616	-15
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-979	-890	-4 810	-26
Чистый долг на конец периода	603	865	4 783	4 930
Чистый долг/ЕБИТДА (аннуализированный показатель)	0.3	2.8	1	отриц.
ЕБИТДА/Процентные расходы	22.7	7.5	9.2	отриц.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала.

В целом, мы достаточно позитивно оцениваем российский бизнес Северстали, в первую очередь благодаря его низким затратам на производство (что свойственно российской черной металлургии). К сожалению, компания увлеклась приобретением активов в США и Европе, которые в настоящее время находятся в сложной ситуации и ухудшают общие финансовые показатели группы. Несмотря на улучшение конъюнктуры на мировых рынках стали, мы считаем, что международный бизнес Северстали продолжит приносить убытки во втором полугодии 2009 г., размывая сильные результаты российского сталелитейного и добывающего сегмента. У ММК же нет необходимости финансировать убыточные зарубежные операции за счет прибыли российского сегмента, поэтому компания может позволить себе направлять генерируемый денежный поток на финансирование инвестиций в органическое развитие или на уменьшение долговой нагрузки. Мы не ожидаем, что Северсталь столкнется с проблемами с обслуживанием долга, благодаря наличию все еще большого резерва ликвидности (USD2.57 млрд по итогам первого полугодия 2009 г.) и восстановлению доступа к рефинансированию, но ММК, с нашей точки зрения, выглядит предпочтительнее с учетом меньшего объема долга и лучшей способности погашать долг за счет генерации денежных потоков.

Рейтинговые агентства также оценивают кредитоспособность ММК выше, чем Северстали. Рейтинг ММК выше рейтинга Северстали по версии S&P на одну ступень, по версии Fitch – на две ступени, и только агентство Moody's присвоило компаниям одинаковые рейтинги, при этом у ММК прогноз по рейтингу «стабильный», а у Северстали – «негативный».

Таблица 2. Рейтинги ММК и Северстали

	S&P	Fitch	Moody's
ММК	BB, прогноз «негативный»	BB	Ba3
Северсталь	BB-, прогноз «негативный»	B+, в списке на пересмотр в сторону понижения	Ba3, прогноз «негативный»

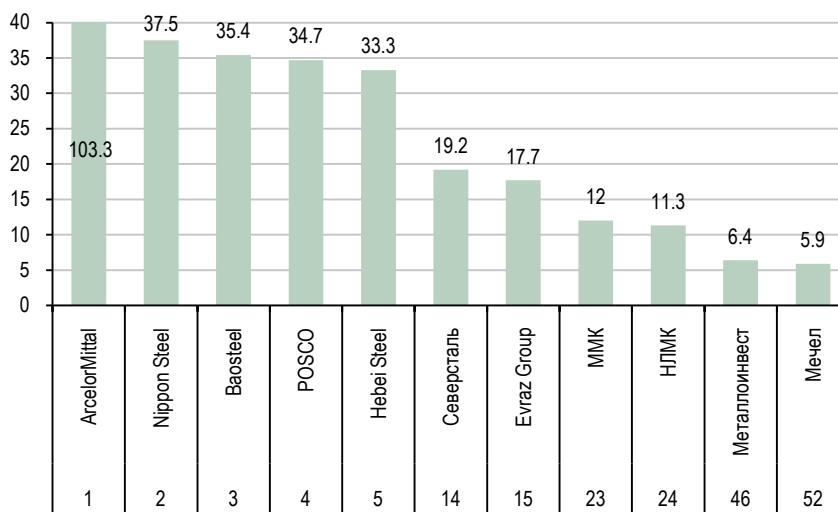
Источник: Bloomberg

Исходя из разницы в кредитном качестве, мы считаем, что облигации ММК должны торговаться с дисконтом не менее 100 б. п. к бумагам Северстали. Текущая форма кривой ОФЗ предполагает, что разница в доходности для облигаций со сроком обращения 1 год и 2 года составляет порядка 40 б. п. Таким образом, при доходности облигаций Северстали в 11.9% мы бы оценили справедливую доходность облигаций ММК на уровне 10.9%, если не учитывать положительный наклон кривой доходности, и в 10.5%, если учитывать разницу в дюрации, что соответствует ставке купона в размере 10.24-10.62%.

Производственные мощности

По итогам 2008 г. объем выплавки стали ММК составил 12 млн тонн, и компания была двадцать третьей по этому показателю в мире и третьей в России после Evraz Group и Северстали (с учетом международных операций). Производственная площадка ММК, однако, является крупнейшей отдельно взятой в России. Все сталеплавильные и металлопрокатные мощности сконцентрированы в городе Магнитогорске, что, безусловно, позволяет достигать экономии за счет эффекта масштаба.

Рисунок 3. Крупнейшие мировые и российские производители стали по итогам 2008 г.



Источник: World Steel

Установленные мощности ММК позволяют выплавлять 10 млн тонн чугуна и 14.3 млн тонн стали и производить 15.3 млн тонн проката, в том числе 2.7 млн тонн продукции глубокой переработки. ММК преимущественно ориентирован на выпуск плоского проката, который занимает в структуре производства 80-85%.

Таблица 3. Производственные мощности ММК

Производство	Установленная мощность, млн тонн	Производство в 2008 г., млн тонн	Загрузка мощностей в 2008 г., %
Доменное производство	10	8.54	85.40%
Сталеплавильное производство	14.3	11.96	84.60%
конвертеры (3x350 тонн)	10.3		
дуговые сталеплавильные печи (2 шт.)	4		
Листопрокатное производство			
горячекатаный прокат	10.3	9.69	93.90%
холоднокатаный прокат	2.985	2.05	68.70%
Сортопрокатное производство	2	1.6	78.40%
Глубокая переработка металла	2.699	1.56	57.80%
жесть белая	0.297	0.22	74.10%
прокат с оцинкованным покрытием	1.094	0.62	56.70%
прокат с полимерным покрытием	0.185	0.16	86.50%
гнутой профиль	0.62	0.2	32.30%
трубы	0.113	0.07	62.00%
лента	0.39	0.29	74.40%

Источник: данные компании.

Обеспеченность сырьем и энергией

Железная руда

Обеспеченность собственными источниками ресурсов для производства стальной продукции является довольно важным фактором деятельности любой сталелитейной компании. ММК долгое время оставался крупнейшим российским производителем с минимальной интеграцией в сырьевой сегмент.

Исторически в составе ММК функционирует рудник горы Магнитной и рудник Малый Куйбас. В начале 2007 г. компания приобрела 51% ООО «Бакальское рудоуправление», в состав которого входят два карьера и подземный рудник. В этом году в эксплуатацию введен Сосновский рудник, проектная мощность которого составляет 2 млн тонн руды в год. В 2009 г. на месторождении планируется добыть 370 тыс. тонн руды, в 2010 г. – 500 тыс. тонн. Все месторождения находятся в Челябинской области, что позволяет экономить на транспортных издержках; с другой стороны, содержание железа в сидеритах Бакальской группы относительно невысоко и составляет всего 31%. Еще одним существенным источником железорудного сырья для ММК является переработка металлосодержащих отходов (шлаков). В 2008 г. в шихте было использовано 2.9 млн тонн продуктов переработки отходов. Собственное железорудное сырье обеспечило 28% потребностей группы в первом полугодии 2009 г.

Основные объемы железной руды поступают на ММК с ENRC (с Соколово-Сорбайского ГОКа). Компании тесно взаимодействуют, поскольку изначально Соколово-Сорбайское месторождение разрабатывалось специально для обеспечения потребностей Магнитогорского меткомбината. В первом полугодии 2009 г. поставки на ММК обеспечили 50% выручки железорудного сегмента ENRC, в 2008 г. этот показатель был равен 66.5%. Средняя стоимость железорудного сырья для ММК в настоящее время составляет USD68 за тонну (включая доставку), что ниже текущих спот-цен на руду на мировом рынке (импортная руда с поставкой в Китай сейчас стоит около USD90 за тонну). Это обеспечивает ММК ценовое преимущество при продаже металлопродукции на экспортных рынках.

Уголь

В марте 2008 г. ММК приобрел 50% в компании Onarbay Enterprises, владеющей 82.6% угольной компании Белон. В октябре этого года ММК объявил о приобретении оставшихся 50% в Onarbay Enterprises, и соответственно стал единственным владельцем этой компании. Белон занимается добычей и обогащением коксующегося и энергетического угля. Мощности компании в настоящее время позволяют добывать 3.7 млн тонн коксующегося угля и 3 млн тонн энергетического угля. Обогащательная фабрика (ОФ) Беловская сейчас способна обогащать 7.3 млн тонн коксующегося угля (мощность производства концентрата составляет порядка 5 млн тонн), а недавно построенная ОФ Листвяжная рассчитана на переработку 6.5 млн тонн энергетического угля.

Масштабная инвестиционная программа Белона предполагает увеличение добычи коксующегося угля до 7.3 млн тонн в год к 2013 г. После достижения планируемого уровня производства коксового концентрата, по нашим оценкам, Белон будет обеспечивать около 70% потребностей ММК в данном виде сырья при полной загрузке доменных мощностей.

Значительные инвестиции Белона в расширение мощностей в прошлые годы привели к увеличению долговой нагрузки и возникновению проблем с обслуживанием долга в 2009 г. после падения цен на уголь и ухудшения доступа к рефинансированию. Второй выпуск рублевых облигаций объемом 2 млрд руб. был недавно реструктурирован.

Таблица 4. Добывающие и перерабатывающие мощности ОАО «Белон»

Наименование	Продукт	Добыча/ производство в 2008 г., тыс.тонн	Текущая мощность, тыс. тонн в год	Мощность (к 2012 г.)
Коксующийся уголь, добыча				
Шахта Костромовская	Коксующийся уголь марки «Ж»	437	900	2500
Разрез Новобачатский	Коксующийся уголь марок «К», «КС»	750	770	1050
Разрез Новобачатский-2				
Шахта Чертинская-Коксовая	Коксующийся уголь марки «Ж»	1 177	1450	2000
Шахта Новая-2 (сейчас Чертинская-Южная)	Коксующийся уголь марки "Ж"	612	620	800
Итого добыча		2 976	3 740	6 350
Коксующийся уголь, переработка (по рядовому углю)				
ЦОФ Беловская	Концентрат коксующихся углей	4 977	7 300	7 300
Энергетический уголь, добыча				
Шахта Листвяжная	Энергетические угли марок «Д», «ДГ»	2 449	3 000	6 000
Энергетический уголь, переработка (по рядовому углю)				
ОФ Листвяжная	Концентрат энергетических углей	2 812	6 500	6 500

Источники: данные компаний

Лом

ЗАО «Профит», ранее аффилированная компания группы, а с июня 2009 г. 100%-ная дочерняя организация, полностью обеспечивает потребности ММК в металлоломе.

Электроэнергия

ММК имеет масштабную собственную базу для генерации электроэнергии. Установленная мощность составляет 657.2 МВт. Электроэнергия, выработанная на собственных мощностях в 2008 г., обеспечила 75% потребностей компании. В 2008 г. стоимость покупной электроэнергии составляла USD68.47 за тысячу кВт-ч, а себестоимость собственной – USD31.26. Таким образом, экономия за счет наличия собственной генерации в 2008 г. составила USD191 млн.

Производство и продажа продукции

В последние годы выпуск металлопродукции ММК постепенно увеличивался, за исключением 2008 г., когда на фоне кризиса производство рухнуло на 50%. Тем не менее, с первого квартала 2009 г. объем выпуска начал восстанавливаться, и по результатам третьего квартала падение производства составило 11% в годовом сопоставлении.

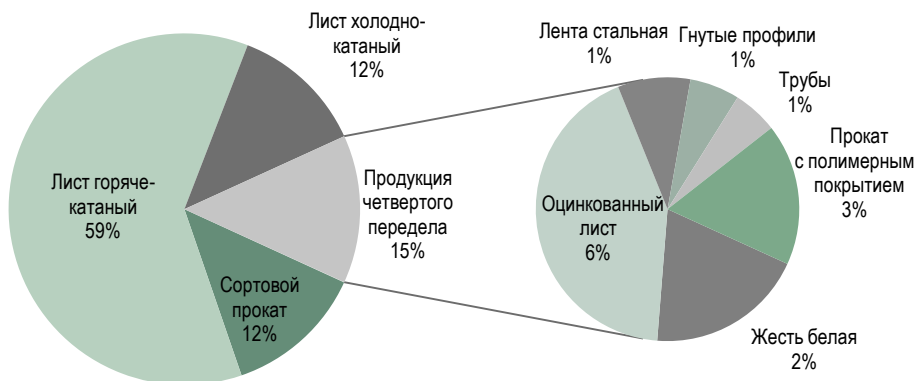
Рисунок 4. Динамика производства металлопродукции ММК



Источник: данные компании

В структуре продаж ММК преобладает плоский прокат: в третьем квартале 2009 г. на него пришлось 86%. Преимуществом комбината является высокая доля продукции с высокой добавленной стоимостью в структуре производства. В частности, в отличие от других российских сталелитейных компаний, производство полуфабрикатов в структуре выпуска ММК является минимальным (на протяжении последних трех кварталов — практически нулевым).

Рисунок 5. Структура ассортимента продукции за девять месяцев 2009 г.



Источник: данные компании

Кроме того, ММК преимущественно ориентируется на внутренний рынок, доля которого (опять же, до кризиса) устойчиво росла. В связи с более существенным падением внутреннего спроса в течение последних трех кварталов доля экспорта несколько увеличилась. Тем не менее, мы считаем, что это является краткосрочной тенденцией, и поскольку новые проекты ММК ориентированы преимущественно на российский рынок, доля внутренних продаж, по нашему мнению, вновь начнет расти.

Рисунок 6. Структура продаж ММК



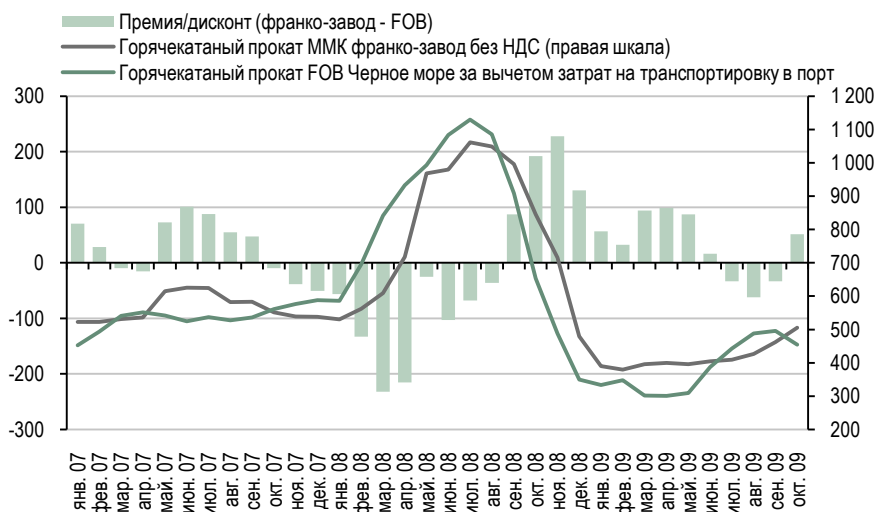
Источник: данные компании

Экспорт занимает большую долю в продажах продукции низшего передела (57% горячекатаного листа в третьем квартале 2009 г.) и минимальную в реализации продукции четвертого передела (14% за тот же период).

Экспортные продажи осуществляются на условиях поставки против платежа посредством аккредитивных расчетов. Контракты заключаются заранее – примерно за 1.5-2 месяца, т. е. в настоящее время контрактуются поставки на декабрь. До кризиса существенная часть поставок на внутренний рынок осуществлялась с отсрочкой платежа; в настоящее время ММК стремится отгружать продукцию по факту оплаты, последовательно сокращая долю реализации с отсрочкой платежа. За девять месяцев 2009 г., по данным отчетности по РСБУ, краткосрочная дебиторская задолженность покупателей сократилась на 33.5%, с 18.7 млрд руб. до 12.4 млрд руб.

Цены внутреннего рынка с некоторым лагом следуют за ценами мирового рынка, иными словами, растут вслед за мировыми медленнее, но и падают также медленнее. Из-за этого в определенные периоды времени более выгодными являются поставки на экспорт, в другие – на внутренний рынок, а в среднем поставки на внутренний рынок имеют незначительную премию к экспорту.

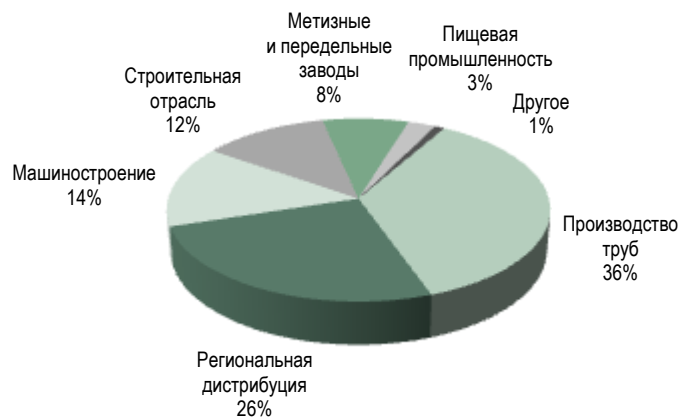
Рисунок 7. Премия цен внутреннего рынка по отношению к экспорту, USD за тонну



Источники: Металл Эксперт, Metal Bulletin, Steel Business Briefing, данные компании, оценка Ренессанс Капитала

В структуре продаж на внутреннем рынке по отраслям основное место занимают трубные компании, компании машино- и автомобилестроения, метизные и переделные заводы.

Рисунок 8. Отраслевая структура продаж за восемь месяцев 2009 г., %



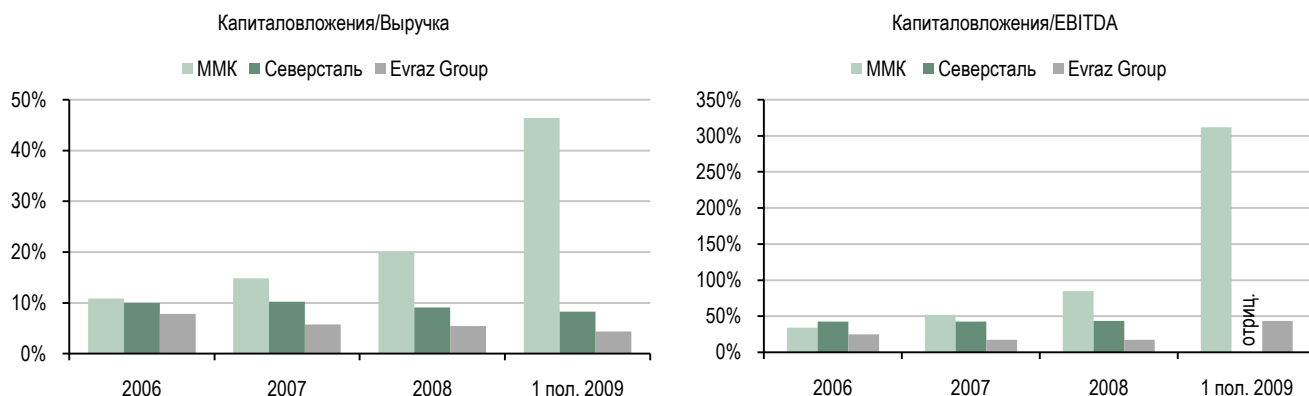
Источник: данные компании

Среди основных клиентов в трубной отрасли можно выделить Выксунский металлургический завод (ОМК), заводы группы ТМК и ЧТПЗ, Уралтрубпром, Трубный завод «Профиль-Акрас», Борский трубный завод. В секторе машиностроения это Уралвагонзавод, АвтоВАЗ, ГАЗ, КАМАЗ, УАЗ.

Инвестиционная программа – вложения в будущее

Стратегия ММК, в отличие, например, от Evraz Group и Северстали, в большей мере направлена на органический рост и увеличение производства металлопродукции с высокой долей добавленной стоимости. В относительном выражении доля капиталовложений ММК значительно выше, чем у указанных двух компаний.

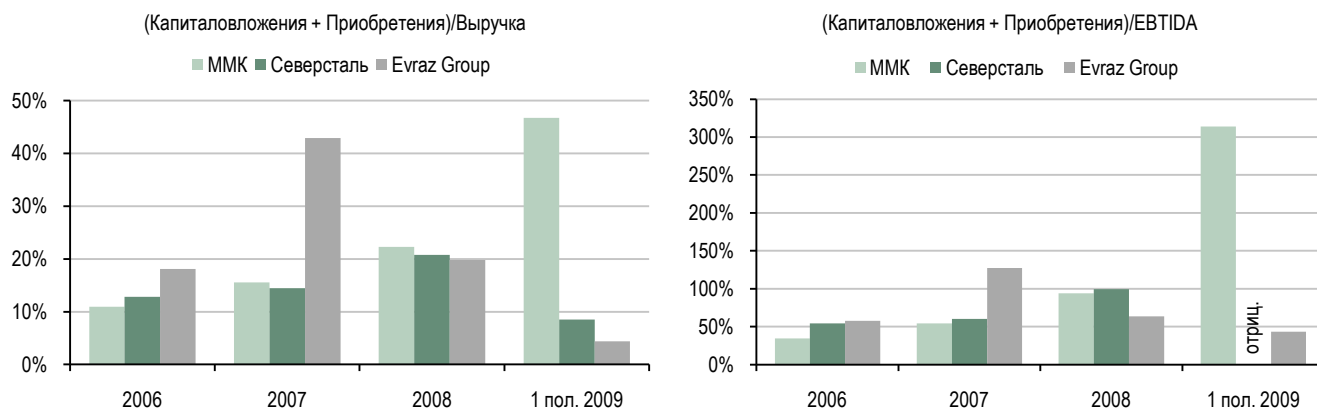
Рисунок 9. Отношение затрат на капиталовложения к выручке и EBITDA



Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

С другой стороны, ММК не участвовал в гонке за приобретениями активов, поэтому общий показатель затрат на капиталовложения и приобретения активов до текущего года у него был на том же уровне или ниже, чем у Evraz Group и Северстали.

Рисунок 10. Отношение затрат на капиталовложения и приобретения активов к выручке и EBITDA



Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

По нашим оценкам, на осуществление инвестиционной программы ММК потратит порядка USD670 млн во втором полугодии 2009 г. и еще USD4.2 млрд в 2010-2012 гг.

Основные проекты

Производство толстого листа – стан 5000

Запуск стана 5000 по производству толстого листа мощностью 1.5 млн тонн продукции в год является ключевым элементом стратегии и инвестиционной программы ММК. Он призван упрочить лидерство компании среди поставщиков трубной отрасли. Общая стоимость инвестиций в этот проект составила USD1.4 млрд. Первый толстый лист был получен в июле 2009 г., за третий квартал 2009 г. было выпущено 29 тонн продукции. В мире всего восемь производителей способны производить лист с аналогичными характеристиками.

Основными потребителями данной продукции будут предприятия трубной отрасли и судостроения. Толстый лист шириной 5 метров используется для производства прямошовных толстостенных труб диаметром 1 420 мм, обладающих повышенными прочностными характеристиками и способных выдерживать большее давление в трубе. Именно такие трубы находят все большее применение в строительстве магистральных газо- и нефтепроводов.

Таблица 5. Производители труб большого диаметра

Тыс. тонн	Мощности по выпуску ТБД	Производство в 2008 г.	Мощности по выпуску одношовных толстостенных ТБД	Комментарий
ТМК	1 150	259	650	Линия запущена в 2008 г.
ОМК	2 000	735	950	На середину 2011 г. запланирован запуск собственного стана 5000
ЧТПЗ	600	398	600	Ввод в действие перенесен на 2010 г.
Северсталь (Ижорский трубный завод)	600	438	600	
Всего	4 350	2 071	2 800	

Источники: ТМК, ОМК, ЧТПЗ, Северсталь, Ренессанс Капитал

До последнего времени только на Ижорском трубном заводе был свой стан 5000, позволяющий производить трубы из собственного листа, тогда как ОМК и ТМК использовали импортный лист. После ввода в действие линии по выпуску прямошовных толстостенных труб большого диаметра (ТБД) на Челябинском трубопрокатном заводе общие мощности по производству таких труб в России достигнут 2.8 млн тонн. Ижорский трубный завод при этом обеспечен собственным листом, а ОМК планирует в середине 2011 г. ввести в действие свой стан 5000, поэтому основными потребителями листа ММК будут ТМК и ЧТПЗ, с которыми уже подписаны соответствующие соглашения о стратегическом партнерстве. Совокупная мощность этих двух компаний по производству ТБД составит 1.25 млн тонн, и при полной загрузке это обеспечит использование мощностей ММК по толстому листу более чем на 80%. Остальной спрос, как предполагается, обеспечат предприятия судостроения. По нашим оценкам, ММК сможет получать EBITDA порядка USD300 млн на тонну толстого листа (т.е. USD450 млн при 100%-ной загрузке), что должно позволить окупить проект и увеличить общую рентабельность компании.

Тем не менее, стоит отметить, что несмотря на постоянно ожидаемое увеличение спроса со стороны Газпрома на трубы большого диаметра, соответствующие мощности трубных заводов остаются загруженными далеко не полностью, что при сохранении подобной тенденции может быть фактором риска для ММК в данном проекте.

Стан 2000 (производство высококачественного автомобильного листа)

В 2007 г. ММК заключил договор с компанией SMS Demag о поставке оборудования для строительства стана 2000 холодной прокатки, который будет производить высококачественный автолист, отвечающий требованиям мировых производителей. Проект рассчитан в первую очередь на поставки листа иностранным автоконцернам, открывшим автосборочные производства в России (GM, Ford, Toyota). Его стоимость составляет USD1.4 млрд. Запуск производства намечен на 2012 г.

ММК-Атакаш

Для увеличения продаж на внешних рынках ММК совместно с компанией Atakas Group ведет строительство металлургического производства в Турции в городах Стамбул и Искендерун. ММК принадлежит 50% плюс одна акция в компании ММК Atakas Metalurji.

Планируется, что годовое производство составит:

- 2 400 тыс. тонн жидкой стали;
- 2 300 тыс. тонн горячекатаного листа;
- 750 тыс. тонн холоднокатаного листа;
- 900 тыс. тонн оцинкованного листа;
- 400 тыс. тонн листа с полимерным покрытием.

Также будут построены два металлосервисных центра годовой мощностью по 340 тыс. тонн каждый и собственный морской порт в Искендеруне.

Общая стоимость инвестиций оценивалась в USD1.7 млрд. Строительство осуществляется за счет проектного финансирования, которое привлекается на баланс компании MMK Atakas Metalurji. Ввод в действие мощностей осуществляется с конца производственной цепочки. В настоящее время действует сервисный металлоцентр в Искендеруне, к концу года будет достроен порт и введены в действие мощности по оцинковке и производству листа с полимерным покрытием. К концу 2010 г. планируется ввод в эксплуатацию мощностей по выплавке стали и производству листа, до этого времени на завод будет поставляться лист с ОАО «ММК».

Рисунок 11. Баланс экспорта и импорта плоского проката в Турции, млн тонн



Источники: World Steel, оценка Ренессанс Капитала

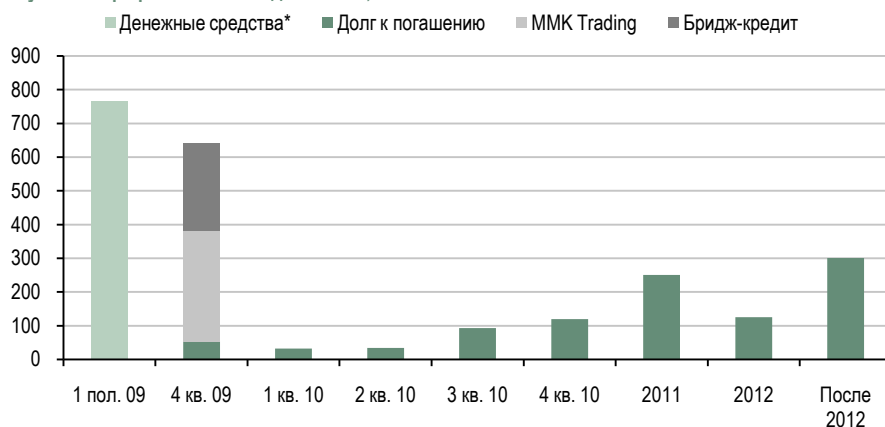
Финансирование капиталовложений обычно осуществляется по следующей схеме: компания за счет собственных средств финансирует аванс за оборудование, на основную стоимость оборудования привлекаются кредиты иностранных банков – как правило, под гарантии экспортных агентств, что позволяет снижать стоимость заимствований. Строительно-монтажные работы финансируются за счет собственных денежных потоков ММК.

В части осуществления инвестиционных проектов у ММК есть некоторая свобода действий – даже в отношении тех проектов, где подписаны соглашения о поставке оборудования с поставщиками (сроки поставки или оплаты могут быть перенесены на позднее время). Объем капвложений, необходимых для поддержания мощностей в рабочем состоянии, по оценкам ММК, составляет всего порядка USD250 млн в год. Таким образом, если конъюнктура на рынках металлопродукции будет слабой в течение длительного периода, ММК сможет продлить срок или отказаться от завершения проектов, находящихся на начальной стадии реализации, что, соответственно, уменьшит потребность в финансовых ресурсах на эти цели.

Долговая нагрузка

По нашим оценкам, объем долга ММК с начала второго полугодия практически не изменился и составляет порядка USD1.6 млрд. Исторически ММК поддерживал достаточно низкие коэффициенты долговой нагрузки, финансируя большую часть инвестиций в развитие производства за счет собственных денежных потоков. Как правило, на осуществление отдельных крупных проектов компания привлекает долгосрочное финансирование от иностранных банков, в связи с чем долг достаточно хорошо сбалансирован по срокам погашения.

Рисунок 12. График погашения долга ММК, USD млн



* Денежные средства и краткосрочные депозиты по состоянию на первое полугодие 2009 г.

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

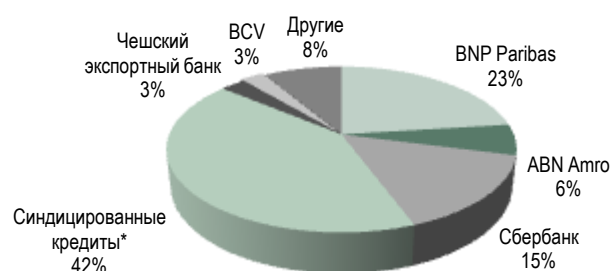
Из общей величины долга, подлежащего погашению в четвертом квартале (USD643 млн), сумма в USD590 млн не предполагает оттока денежных средств:

- USD330 млн представляют собой краткосрочные линии, открытые в пользу трейдеров ММК для расчетов по экспортным контрактам посредством аккредитивов. Соответственно, данные кредиты закрываются за счет поступления валютной выручки, а по новым контрактам открываются новые линии.
- USD260 млн – краткосрочный бридж-кредит от иностранных банков для финансирования проекта ММК-Атакаш. Данная задолженность будет замещена новым долгосрочным кредитом от тех же банков под гарантии экспортного агентства SACE.

Таким образом, структура долга по срокам погашения не предполагает разовых крупных выплат.

Основными кредиторами ММК являются иностранные банки через синдицированные и двусторонние кредиты. Крупнейшие кредиторы – BNP Paribas и RBS (ABN Amro).

Рисунок 13. Кредиторы ММК



*Deutsche Bank, ABN Amro, ING Bank, BNP Paribas

Источник: данные компании

Из российских банков сравнительно крупным кредитором ММК является только Сбербанк (15% общей задолженности), что мы расцениваем позитивно, поскольку потенциальные лимиты на ММК в крупных российских банках свободны и в случае необходимости компания сможет заместить западное финансирование кредитами отечественных финансовых институтов.

В валютной структуре долга основную долю (75%) занимает долларовая задолженность, 20% – рублевая, остальное представляют собой кредиты в евро.

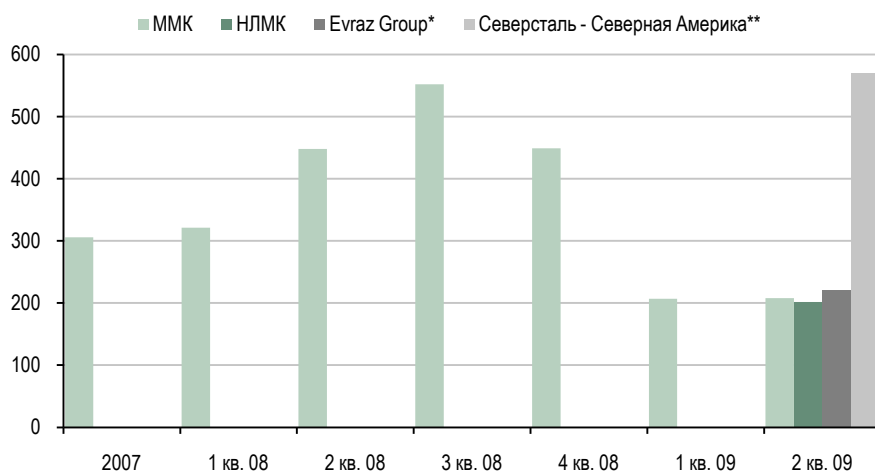
По большей части долговых обязательств ММК предусмотрены ковенанты, наиболее жесткие из которых следующие:

- Отношение консолидированного долга к консолидированной EBITDA не больше 3.5;
- Отношение EBITDA к платежам по обслуживанию долга не меньше 3;
- Отношение долга к собственному капиталу не более 1.

Затраты, сравнение с конкурентами

Одним из ключевых преимуществ ММК (как и большинства российских металлургических предприятий) является низкая себестоимость продукции, позволяющая компании успешно конкурировать на экспортных рынках и оставаться прибыльной даже в неблагоприятной фазе цикла. Низкие производственные затраты позволяют ММК хорошо зарабатывать при высоких ценах на сталь, несмотря на отсутствие полной вертикальной интеграции в добыче, в условиях же низких цен и падения загрузки мощностей дополнительная стоимость, создаваемая в добыче, значительно сокращается из-за более значительного падения цен на сырье. Поэтому, несмотря на то, что ММК может несколько проигрывать по рентабельности в высших точках цикла, это отставание достаточно быстро исчезает с падением цен на сырье. В результате ММК характеризуется меньшей волатильностью финансовых результатов по сравнению с основными российскими конкурентами. В частности, благодаря пересмотру контрактных цен на сырье, минимизации операционных расходов и девальвации рубля денежные расходы (*cash cost*) на тонну слэбов уменьшились с USD449 в четвертом квартале 2008 г. до USD208 во втором квартале 2009 г.

Рисунок 14. Производственные расходы на тонну слэбов, USD



* Российские активы Evraz Group

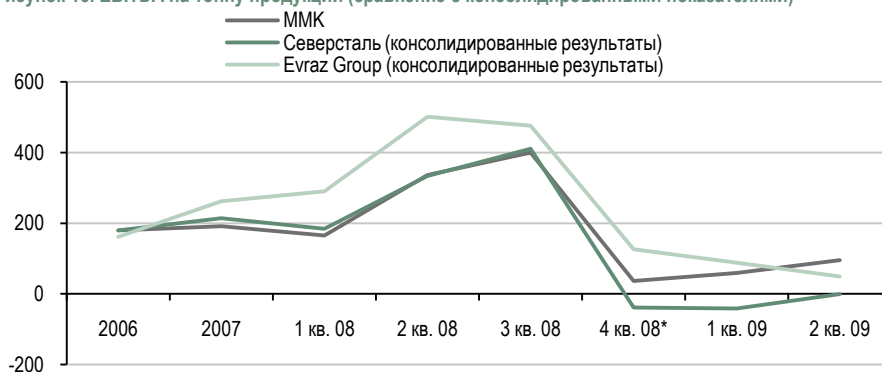
** Американские активы Северстали, доменное производство (середина озвученного руководством Северстали диапазона в 550-590 USD на тонну)

Источник: данные компаний

По результатам второго квартала по себестоимости производства слэбов ММК не уступал НЛМК – традиционному лидеру отрасли по этому показателю, а по итогам первого квартала даже опережал его. Здесь следует отметить, что в отличие от Evraz Group, Северстали и НЛМК, обеспеченных собственным железорудным сырьем на 100%, ММК закупает руду на стороне, преимущественно у казахстанской ENRC (Соколово-Сорбайское месторождение). Соответственно, если для ММК в первом полугодии тонна железорудного сырья стоила в среднем USD68, для НЛМК стоимость руды (*cash cost*) за тот же период составляла USD15 за тонну. Даже с учетом расходов на транспортировку очевидно, что собственное железорудное сырье НЛМК обходится дешевле. Таким образом, успехи ММК в управлении затратами и достижение сопоставимых с НЛМК показателей себестоимости слэбов тем более достойны внимания.

По показателю EBITDA на тонну металлопродукции ММК по результатам второго квартала 2009 г. опережал Evraz Group и Северсталь, демонстрируя, однако, несколько худшую динамику в периоды высоких цен на сталь и сырье (2007 г. – первое полугодие 2008 г.).

Рисунок 15. EBITDA на тонну продукции (сравнение с консолидированными показателями)

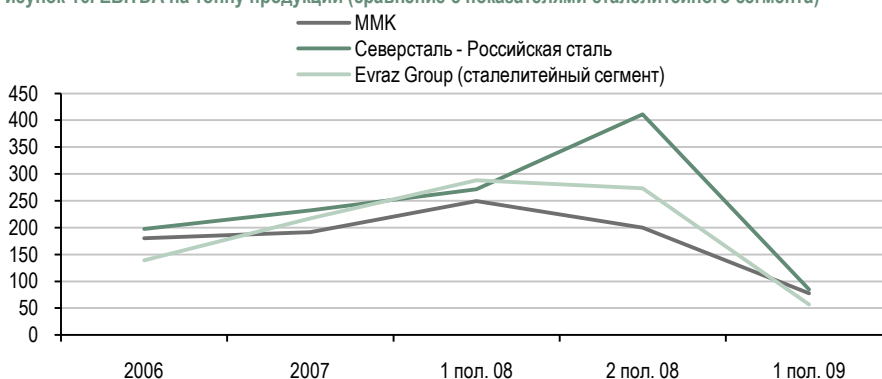


* EBITDA MMK за четвертый квартал 2008 г. скорректирована на единовременные расходы в USD336 млн от обесценения запасов.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Тем не менее, такое сравнение не совсем корректно, поскольку в консолидированные результаты Evraz Group и Северстали, помимо российского сталелитейного сегмента, включаются результаты добывающего сегмента (что существенно улучшает консолидированный показатель в периоды высоких цен на сырье) и зарубежных компаний. Сравнение EBITDA на тонну продукции только по сталелитейному сегменту показывает, что показатели трех компаний в среднем близки и демонстрируют схожую динамику.

Рисунок 16. EBITDA на тонну продукции (сравнение с показателями сталелитейного сегмента)



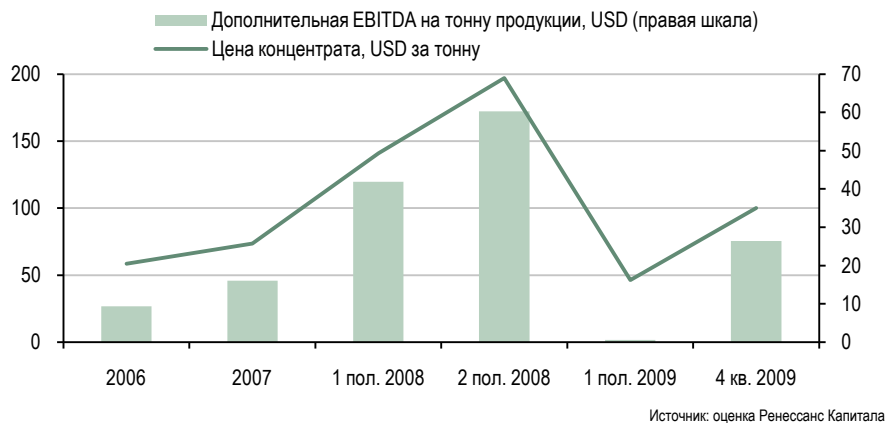
Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Приобретение ОАО «Белон»

Приобретение Белона позволяет MMK, во-первых, обеспечить себя поставками коксующегося угля, и, во-вторых, в рамках усиления вертикальной интеграции увеличить рентабельность за счет получения дополнительной маржи благодаря прибыли от добычи и обогащения угля в пределах производственной цепочки. В связи с цикличностью цен на сталь (и соответственно, цен на коксующийся уголь) эта маржа менее значительна в периоды низких цен на сталь и существенно вырастает в периоды высоких цен на сталь.

По нашим оценкам, операционные денежные расходы на тонну произведенного концентрата коксующегося угля у Белона превышают соответствующий показатель компании Распадская примерно на USD20. С другой стороны, цены реализации Белона на четвертый квартал 2009 г. превышают цены Распадской на 300-400 руб. (3000-3100 руб. за тонну по сравнению с 2700 руб. за тонну у Распадской) в связи с тем, что Белон реализует более дорогие марки угля «Ж» и «К». На рис. 17 показано, сколько дополнительно EBITDA на тонну металлопродукции мог бы получить MMK, полностью обеспечив себя поставками угля от Белона (исходя из предположения о сохранении разницы в эффективности постоянной).

Рисунок 17. Потенциальная дополнительная EBITDA на тонну металлопродукции при 100%-ной обеспеченности поставками угля от Белона



Прогноз финансовых результатов

В этом разделе представлены оценки Ренессанс Капитала в отношении будущих финансовых результатов ММК. Мы инкорпировали в нашу модель ожидаемую консолидацию показателей деятельности ОАО «Белон». Консолидированный долг ММК за счет этого увеличится, по нашим оценкам, на USD500 млн, а консолидированная EBITDA вырастет на USD56 млн в 2009 г., USD159 млн в 2010 г. и USD199 млн в 2011 г.

Мы также скорректировали прогноз денежных потоков в части планируемых капиталовложений и ожидаемых изменений в оборотном капитале. Пока мы не включаем в прогноз потенциальные денежные потоки от деятельности ММК-Атакаш в связи с некоторой неопределенностью относительно сроков выхода на проектную мощность. Стоит отметить, что, по всей видимости, наша модель в части капиталовложений является консервативной и предполагает завершение всех планируемых проектов в течение ближайших трех лет, тогда как фактические инвестиции компании могут оказаться меньше. С другой стороны, пересмотр капвложений в сторону уменьшения будет происходить в случае ухудшения операционной среды, и, таким образом, сокращение инвестиционной программы будет балансирующей строкой для компенсации меньших операционных денежных потоков.

Наш прогноз предполагает, что чистый долг ММК может увеличиться в текущем и следующем году в связи с финансированием капиталовложений. Генерируемого операционного денежного потока, несмотря на его существенный размер (более USD1 млрд даже в текущем году), будет недостаточно для оплаты капиталовложений. Тем не менее, начиная с 2011 г. компания сможет не только самостоятельно финансировать свою амбициозную инвестиционную программу, но и начать уменьшать долговую нагрузку.

По соотношению Долг/EBITDA долговая нагрузка ММК достигнет максимума в 2009 г., оставаясь ближе к нижней границе весьма консервативного диапазона 1.5-2, по нашим оценкам, а в 2010 г. за счет увеличения показателя EBITDA опустится ниже 1.

Таблица 6. Прогноз финансовых показателей деятельности ММК

USD млн, если не указано иное	2008	1 пол. 2009	2009П	2010П	2011П
Объем продаж ОАО «ММК», тыс. тонн	10 911	3 836	9060	11084	11825
Средняя цена металлопродукции, USD за тонну	799	425	542	655	704
Выручка	10 550	2 003	4 910	7 263	8 327
EBITDA	2 204	306	1 149	2 607	3 001
включая ОАО «Белон»			56	159	199
Рентабельность по EBITDA	21%	15%	23%	36%	36%
Амортизационные отчисления	-945	-329	-600	-830	-893
Чистые процентные расходы	-18	-32	-64	-181	-167
Прочие доходы/(расходы)	-135	-8	-83	0	0
Прибыль до налогообложения	1 106	-63	402	1 596	1 940
Налог на прибыль	-25	12	-80	-345	-413
Чистая прибыль	1 081	-51	322	1 251	1 527
Денежные потоки					
Средства от операций	2 194	441	972	2 051	2 381
Изменения в оборотном капитале	-269	111	-123	-478	-434
Денежный поток от основной операционной деятельности	1 925	552	850	1 573	1 947
Капиталовложения	-2 112	-929	-1 200	-1 630	-1 377
Долгосрочные финансовые вложения, приобретение дочерних организаций	-241	0	-309	0	0
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-979	-890	-1 509	-1 630	-1 377
Чистое долговое финансирование	404	-34	659	57	-570
Дивиденды выплаченные	-314	-16	-16	0	-249
Денежный поток от финансовой деятельности	62	-65	643	57	-818
Чистый долг на конец периода	603	865	1 778	1 835	1 514
включая эффект консолидации чистого долга ОАО «Белон»			500		
Чистый долг/EBITDA (аннуализированный показатель)	0.3	2.8	1.55	0.7	0.5
EBITDA/Процентные расходы	122.4	9.6	18	14.4	17.9

Источники: ММК, Белон, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Пресненская набережная, 10

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

ABurgansky@rencap.com

Начальник отдела макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Армен Гаспарян

Медиа и ИТ, сектор недвижимости + 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Ильдар Давлетшин

Татьяна Калачева

Потребительский сектор и сельское хозяйство + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlxeenkova@rencap.com

Электротехника + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

Макроэкономика и рынок долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Анастасия Головач

Антон Никитин

Рынок Средней Азии + 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Татьяна Калачева

Рынок Украины + 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервиль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

Административная поддержка +7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.