


**ГАЗПРОМБАНК**
**Мечел: ставка на восстановление экономики**

Условия выпуска	
Эмитент	ОАО «Мечел»
Объем, млн руб.	5 000
Оферта	2012 г.
Погашение	2018 г.
Ставка купона	15,5%-16,5%
Организаторы	Газпромбанк, ВТБ Капитал, Сбербанк

- Мечел - крупнейший производитель коксующегося угля и концентрата коксующегося угля в РФ, на долю которого в 2008 г. приходилось более 20% всего производства концентрата в РФ.** Компания занимает первое место по продажам высококачественных марок концентрата коксующегося угля (К9, КО, КС, ОС+КС). Мечел - крупнейший российский экспортер концентрата коксующегося угля.
- Азиатское направление - приоритет стратегии продаж сырьевого сегмента Мечел на внешний рынок.** Основной акцент в продажах компания делает на рынках Японии, Кореи, Индии и Китая. В 1п09г. Мечел уже заключил долгосрочные соглашения с компаниями из этих стран. Конкурентным преимуществом Мечела является расположение добывающих активов близко к конечным потребителям в Азиатском регионе и наличие логистических мощностей на Дальнем Востоке (порт Посыет), обеспечивающих канал доставки продукции с Якутугля на азиатские рынки.
- Покупка американской Bluestone – хороший плацдарм для выхода на рынки концентрата коксующегося угля США и Латинской Америки.** Для осуществления этого плана, Мечел намеревается удвоить объем добычи на Bluestone с нынешних 2,8 млн тонн до 5,5 млн тонн высококачественных углей в ближайшие 3 года.
- Металлургический сегмент: эффективная система дистрибуции = устойчивость к кризису.** Наличие развитой собственной розничной сбытовой сети, обеспечивающей доступ к конечному потребителю, позволило минимизировать сокращение продаж во время кризиса и увеличить долю рынка по ключевым продуктам, в частности, арматуре.
- Инвестиционная программа: ставка на рост.** Существующие инвестиционные планы Мечела предполагают капитальные вложения на уровне свыше 3 млрд долл. в течение 2009 – 2012 гг. Реализация крупнейшего проекта компании – освоение Эльгинского месторождения угля - должно обеспечить существенный рост продаж начиная с 2011 года. При этом мы отмечаем, что инвестиционные планы Мечела в Якутии пользуются значительной поддержкой со стороны государства.
- Финансовое состояние и ликвидность.** Мы ожидаем улучшения финансовых показателей Мечела во втором полугодии текущего года благодаря росту загрузки мощностей и улучшению ценовой конъюнктуры. Учитывая ожидаемое восстановление денежных потоков, мы полагаем, что компания способна финансировать выплаты по долгу из собственных источников. Ключевым риском с точки зрения ликвидности остается внушительная инвестиционная программа. В то же время мы отмечаем, что для осуществления инвестиций компания привлекает долгосрочные источники финансирования.

**Группа Мечел: основные финансовые показатели**

	1кв09	1кв08	1кв09/1кв2008	2008	2007	2008/2007
Выручка, млн долл.	1 179	2 328	-49%	9 951	6 684	49%
ЕБИТДА, млн долл.	91	641	-86%	3 128	1 689	85%
Рентабельность ЕБИТДА	8%	28%	-20 п.п.	31%	25%	+6 п.п.
Чистая прибыль, млн долл.	-691	500	-	1 141	913	25%
Финансовый долг, млн долл.	5 915	3 271	-	5 438	3 542	54%
Денежные средства, млн долл.	953	146	-	255	237	8%
Долг/ЕБИТДА	16	1,3	-	1,7	2,1	-
ЕБИТДА / Проценты	0,8	12,6	-	10	19	-
Операционный денежный поток, млн долл.	40	368	-89%	2 230	905	146%
Инвестиционный денежный поток, млн долл.	107	171	-37%	3 301	3 410	-3%

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

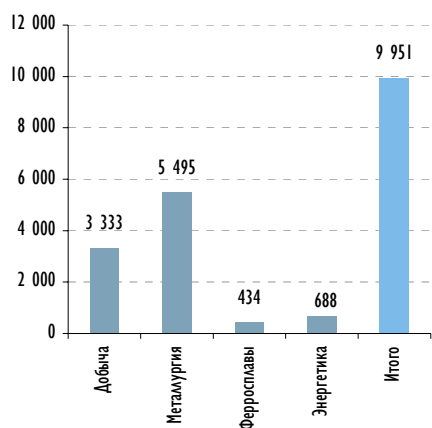


Мечел – одна из ведущих вертикально интегрированных горно-металлургических компаний России, специализирующаяся на выпуске стали (5-е место в России по объемам производства), коксующегося угля (1-е место), энергетического угля (3-е место), никеля (2-е место), железной руды (6-е место) и ферросплавов (1-е место). Ключевые производственные активы располагаются на территории России – это Челябинский металлургический комбинат, Ижсталь, Угольная Компания Южный Кузбасс, Якутуголь. Кроме того, компания также владеет несколькими металлургическими и добывающими предприятиями в Восточной Европе, Казахстане и США.

### Уголь – ключевой бизнес для Мечела, как с точки зрения текущих денежных потоков, так и с точки зрения перспектив будущего роста

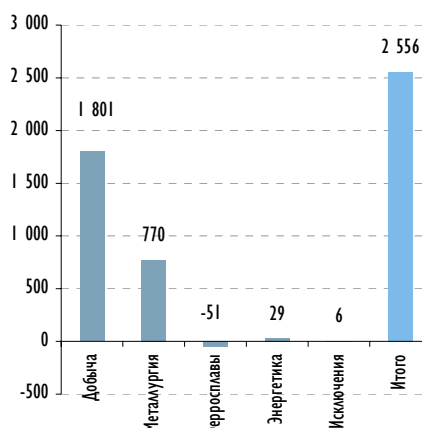
Угольный бизнес, на наш взгляд, является приоритетным для Мечела. Несмотря на тот факт, что вклад металлургического сегмента в выручку по итогам 2008 года был более существенным, на долю добывающего сегмента приходилось более 70% операционной прибыли (основная часть продаж и прибыли добывающего сегмента – продажа угля). Кроме того, именно с угольным бизнесом связаны основные инвестиционные планы и перспективы дальнейшего роста бизнеса Группы.

Продажи третьим лицам в 2008 году по сегментам



Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

Операционная прибыль в 2008 году по сегментам



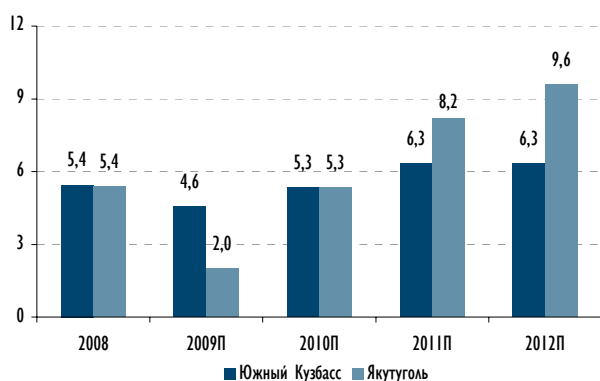
Источник: данные Компании, Расчеты ГПБ

Мечел занимает 1-е место по добыче дорогих марок угля в России

В 2010 году доля дорогих марок в структуре добычи коксующихся углей составит 50%

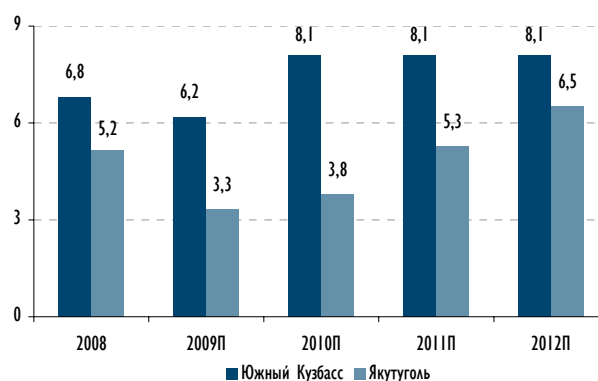
Мечел – безусловный лидер производства коксующегося угля и концентрата коксующегося угля в РФ, на долю которого в 2008 г. приходилось более 20% всего производства концентрата в РФ. В структуре предлагаемой угольной продукции Мечел занимает первое место по продажам высококачественных марок концентрата коксующегося угля (К9, КО, КС, ОС+КС). В 2010 г. мы прогнозируем повышение общей добычи премиальных марок и доведение их доли до 50% с 30% в 2009 г. в структуре добычи коксующихся углей.

Объемы продаж концентрата коксующегося угля, млн тонн



Источник: данные Компании, оценка ГПБ

Объемы продаж концентрата энергетического угля, млн тонн



Источник: данные Компании, оценка ГПБ

**Мечел — лидер среди российских компаний по объемам экспорта угля**

Мечел — крупнейший российский экспортер концентрата коксующегося угля. В 2008 году в структуре экспорта коксующихся углей из России Мечел занимал 40%. С каждым годом эта доля будет увеличиваться, в связи с ростом добычи этих углей на Якутугле и, в большей степени, с вводом в эксплуатацию Эльгинского месторождения, продажи с которого будут ориентированы на экспорт.

**Азиатское направление продаж коксующихся углей — приоритет для Мечела**

Среди экспортных направлений азиатское — приоритетное для Мечела. Традиционно компания выбрала стратегию укрепления позиций в Корее, Японии и Индии, где, по мнению компании, спрос, производство и, соответственно, объемы потребления углей выглядят более устойчивыми по сравнению с рынком Китая. Стабильность этих рынков позволит более аккуратно прогнозировать поступление денежных потоков в компанию. Помимо этого в 2009 году компания также расширила географию сбыта в этом регионе, начав поставлять коксующиеся угли и на рынок Китая, который превратился в нетто-импортера этой продукции.

**Мечел уже заключил несколько контрактов в рамках стратегии по расширению своего присутствия на азиатском рынке**

К настоящему моменту Мечел уже достиг соглашения о поставках крупных партий угля с рядом игроков на азиатском рынке. В частности заключен контракт с корейской компанией Hyundai Steel, которая будет ежегодно покупать до 0,3 млн тонн наиболее дорогой марки коксующегося угля (К-9) из Якутии. В конце июня 2009 года Мечел объявил о подписании контрактов с японскими, корейскими и китайскими компаниями, согласно которым компания будет продавать 2 млн тонн коксующегося концентрата с Якутугля и 2,3 млн тонн энергетического угля различных марок из Якутии и Южного Кузбасса. Мы полагаем, что объемы поставок на вышеуказанные рынки будут постепенно увеличиваться, усиливая, таким образом, географическую диверсификацию продаж горнорудного сегмента.

**Конкурентное преимущество Мечела — наличие логистических мощностей на Дальнем Востоке**

Конкурентным преимуществом Мечела является расположение добывающих активов близко к конечным потребителям в Азиатском регионе и наличие логистических мощностей на Дальнем Востоке, обеспечивающих канал доставки продукции с Якутугля на азиатские рынки. Компания осуществляет поставки через порт Посыет (южная оконечность Приморского края), мощность которого составляет 3,5 млн тонн в год. Мечел планирует расширить пропускную способность до 7,5 млн тонн до 2011-2012 годов. В дальнейшем Мечел планирует построить терминал в порту Ванино (Хабаровский край) и довести его оборот до 25 млн тонн грузов в год по мере вывода Эльги на проектные мощности.

**Полная загрузка мощностей металлургических компаний к середине 2009 года оказывает дополнительную поддержку сбыту углей Мечела на внутреннем рынке...**

На внутреннем рынке угля, на наш взгляд, у компании также есть перспективы роста продаж. Во-первых, летом большинство металлургических компаний существенно увеличили загрузку мощностей — по мере исчерпания накопленных запасов сырья они будут увеличивать закупки коксующегося угля у добывающих компаний. Во-вторых, росту спроса на марки угля, добываемые Мечелом, может поспособствовать изменение структуры покупок угля по мере роста выпуска стальных компаний.

**...как и возврат металлургов к прежним технологическим схемам производства стали, предполагающим большие объемы использования высококачественного угля, производимого Мечелом**

В качестве меры по сокращению затрат в текущем году металлурги прибегали к использованию менее качественных марок коксующихся углей, стоимость которых всегда ниже. Это вынужденная мера, действие которой может носить непродолжительный характер, поскольку нарушение технологии приготовления угольных смесей, в которых происходит замещение высококачественных марок, может привести к разбалансировке процесса производства, ухудшению работы доменных печей и даже выходу их из строя. Это в конечном итоге приведет к большим финансовым затратам на восстановление прежнего режима работы. По нашей информации Российские компании в настоящее время восстанавливают регламенты производства стали, которые предусматривают соблюдение всех параметров использования угольных смесей, включая использование тех марок угля, ко-



Разработка Эльгинского месторождения позволит значительно усилить позиции на рынках высококачественных углей

Bluestone — плацдарм для выхода на рынки США и Латинской Америки

Китайский рынок остается главной движущей силой цен на коксующийся уголь

В перспективе от нескольких месяцев до года цены на рынке коксующегося угля, на наш взгляд, будут расти

торые производит Мечел.

В целом об улучшении ситуации на рынке коксующихся углей говорит текущий объем заказов у Мечела, который превышает технологические возможности добычи самой компании в настоящий момент. Для увеличения добычи Мечел увеличивает объем вскрышных работ, проведение которых было прекращено в связи с резким падением объемов спроса в конце 2008 — начале 2009 гг.

В перспективе ближайших лет Мечел планирует существенно усилить свои позиции на рынках высококачественных коксующихся и энергетических углей за счет новых проектов. В частности заметный рост добычи должен обеспечить ввод в эксплуатацию Эльгинского месторождения в 2011 году: в первый год объем добываемого угля должен составить от 3 — 5 млн тонн.

Кроме того, компания планирует удвоить добычу приобретенной в 2009 году американской компании Bluestone с нынешних 2,8 млн. тонн до 5,5 млн. тонн высококачественных углей в ближайшие 3 года. Наличие добываемого актива в США позволит компании выйти не только на североамериканский, но и латиноамериканский рынок, где производство стали в ближайшие годы будет расти опережающими темпами по сравнению с рынком США и Канады.

#### **Перспективы ценовой ситуации на рынке коксующегося угля**

За период с середины весны до конца лета 2009 года, цены на мировом рынке коксующегося угля выросли в среднем со 140 долл. за тонну FOB до 160 — 170 долл. за тонну. Главным драйвером роста цен выступал китайский рынок, сталепроизводители которого наращивали объемы производства в течение последних нескольких месяцев. Быстрое наращивание выпуска вызвало приток новых партий угля, перевозимых по морским путям. В результате, в 2009 году Китай стал нетто-импортером угля.

В течение сентября на Китайском рынке рост цен на коксующийся уголь продолжился, в результате к концу месяца спотовые цены приблизились к уровням 175 долл за тонну, FOB Австралия. Более того, цены на поставки на индийский рынок достигли уровня 185 долл за тонну FOB. Все это свидетельствует о росте спроса на коксующийся концентрат в Азии, который наиболее вероятно продолжится и в первой половине следующего года.

В долгосрочной перспективе поддержку ценам на коксующийся уголь будут оказывать предстоящие структурные изменения сталелитейной отрасли в Китае, которая является крупнейшим в мире потребителем коксующегося угля. Китайские органы власти постепенно приступают к реструктуризации отрасли и «вытеснению» с рынка мелких производителей, место которых должны занять современные стальные корпорации, технический регламент которых требует соблюдения всех норм и стандартов использования высококачественного сырья, к которым относится коксующийся уголь. По нашему мнению, китайские производители угля вряд ли смогут полностью покрыть все потребности в высококачественном сырье. Поэтому импорт коксующегося угля по морским путям с высокой долей вероятности продолжит расти, приводя тем самым к постепенному росту цен на уголь. За первые 9 месяцев текущего года в Китай было доставлено 30 млн тонн коксующегося угля, что представляет собой невероятный рост в сравнении с тем же периодом прошлого года, когда было импортировано только 1 млн тонн. Тем не менее, нынешний объем импорта составляет всего лишь 7% от общего потребления коксующегося угля в Китае за тот же период. Стоит отметить, что в мировой структуре производства стали на долю Китая в 2009 году приходится 49%. Принимая во внимание все вышесказанное, есть все предпосылки для дальнейшего роста импортного потребления, что будет, как минимум, оказывать дальнейшую поддержку ценам.

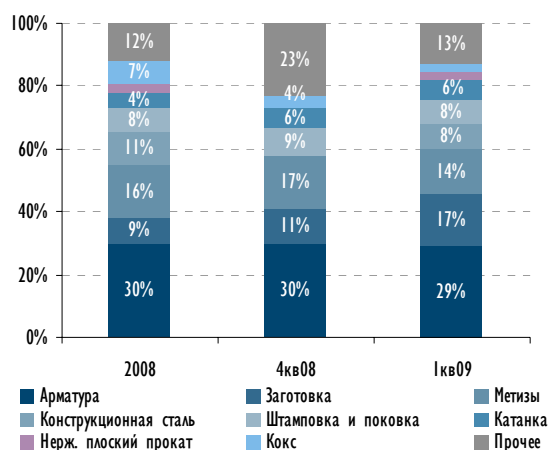


## Металлургический сегмент: эффективная система дистрибуции = устойчивость к кризису

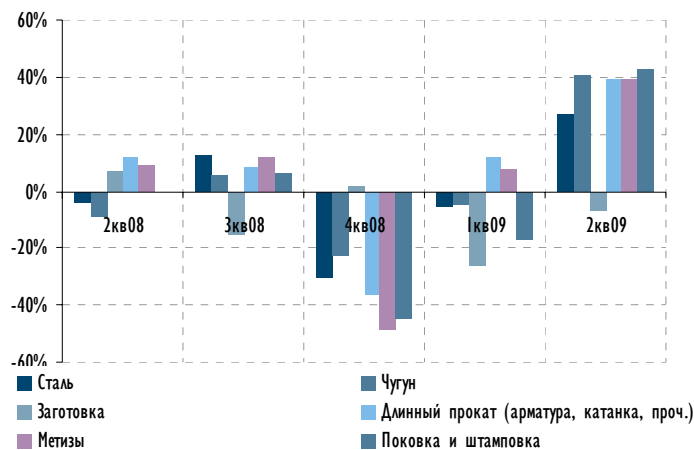
Существенную часть продаж металлургического сегмента формирует длинный прокат

Металлургический сегмент формирует более 50% общих продаж Группы (55% – в 2008 г.). Довольно существенная доля в общей выручке по сегменту приходится на длинный прокат – в частности арматуру и катанку: по данным Металл-Эксперта, в прошлом году Мечел был крупнейшим производителем катанки и вторым (после Евраз) производителем арматуры в России. Кроме того, традиционно большую долю в объемах продаж занимают метизы (крупнейший по объемам производитель в РФ) и различные продукты с высокой добавленной стоимостью – спецстали, штамповки, поковки и проч.

### Структура продаж металлургического сегмента



### Динамика производства по видам металлургической продукции, кв/кв, %



Источник: данные Компании

Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

Наиболее болезненный удар кризиса металлургический бизнес Мечела ощутил на себе в четвертом квартале прошлого года: в результате падения производства и существенной «просадки» цен (по основным видам длинного проката и заготовке – снижение порядка 60% в 4кв08 к 3кв08) общие продажи по сегменту сократились втрое, а операционный результат перешел в отрицательную зону.

Для минимизации негативных последствий компания резко сократила запасы готовой продукции, что позволило оставить показатель выручки 1кв09 года на уровне 4кв08 года. В частности на фоне падающих цен Мечел увеличил продажи заготовок на 54% (1кв09/4кв08) и сократил всего на 4% продажи арматуры, которая вносит значительный вклад (29%) в общую структуру выручки.

Умеренное сокращение продаж арматуры на фоне существенного падения спроса со стороны строителей – следствие развитой собственной сбытовой сети Мечела, позволившей увеличить долю рынка

Умеренное сокращение (кв/кв) продаж арматуры на фоне резкого падения спроса со стороны крупных строительных компаний, на наш взгляд, отражает эффект от реализуемой стратегии по выстраиванию собственной системы дистрибуции, обеспечивающей доступ к «конечному потребителю». Сбытовое подразделение Мечела, Мечел-Сервис, покрывает 40 городов России – это самая большая розничная сеть на внутреннем рынке металлопродукции. Кроме того, Мечел-Сервис имеет базы в Казахстане и Румынии, а с сентября прошлого года, после приобретения немецкого металлотрейдера HBL, присутствует и на рынке Западной Европы. Пункты продаж оказывают набор услуг по «подгонке» продукта под требования покупателя (нарезка металла и т. п.) – функции, которые обычно осуществляют на российском рынке крупные металлотрейдеры (Инпром и проч.). Развитая собственная сбытовая сеть сделала продажи Мечела более защищенными по сравнению с другими участниками рынка, реализующими существенные



Восстановление спроса начиная со второго квартала и усилия по развитию собственных каналов дистрибуции позволили летом увеличить загрузку металлургических заводов до 100%

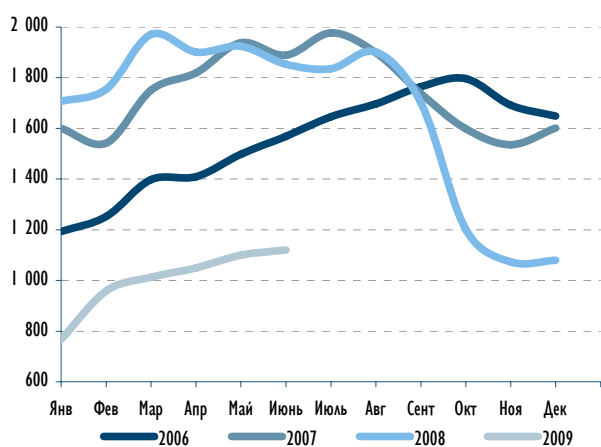
объемы продукции через трейдеров, лишившихся в разгар кризиса доступа к оборотному капиталу. Как следствие, компании удалось увеличить свою долю на рынке сбыта ключевых продуктов: в частности по арматуре доля Мечела выросла с «докризисных» 20% до 25% в 1 кв 2009. Покупка дистрибьютерской сети в Германии заметно усилила позиции Мечела на европейских рынках: компания реализует в Западной Европе существенную долю выпускаемых метизов и продуктов с высокой добавленной стоимостью (различные виды спецсталей, штамповки, и т. д.).

Минимальное снижение продаж в металлургическом сегменте позволило поддержать минимальную загрузку Якутугля в 1-ом квартале 2009 года и не продавать качественные запасы по низким ценам.

Начиная со второго квартала текущего года спрос на продукцию российских металлургов начал восстанавливаться. Вкупе с предпринимаемыми усилиями по развитию собственных каналов дистрибуции, обеспечившими лучший доступ к конечному потребителю, это позволило Мечелу в течение летних месяцев запустить все приостановленные в 4 кв 2008 г. мощности, и в настоящее время металлургические заводы компании работают со 100%-ной загрузкой. Рост производства, как мы полагаем, обеспечит компании существенно более сильные финансовые результаты во втором полугодии текущего года по сравнению с первым.

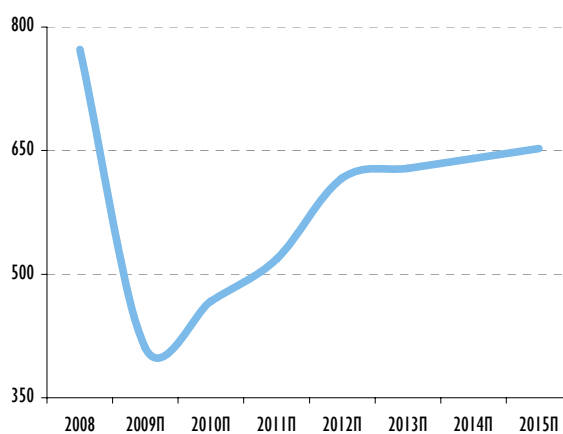
В долгосрочном плане мы связываем перспективы работы стального сегмента Мечела с постепенным восстановлением строительного рынка России, который является главным потребителем стальной продукции компании.

Объемы потребления длинного проката в России, тыс. тонн



Источник: Металл Эксперт

Прогноз изменения цен на арматуру в России, FOB, долл./т



Источник: оценка ГПБ

Наш сценарий развития ситуации с ценами на рынке стали предполагает постепенный рост спроса со стороны строительного сегмента в 2010 – 2011 гг., который должен увеличить цены до 467 долл./т (14% г/г) и 519 долл./т (11% г/г) соответственно

Наш сценарий развития ситуации с ценами на рынке стали предполагает среднюю цену арматуры на внутреннем рынке в 2009 году на уровне 410 долл. за тонну, что на 53% ниже уровня 2008 года. В дальнейшем, в 2010 и в 2011 годах, мы ожидаем постепенный рост спроса со стороны строительного сегмента, который должен увеличить цены до 467 долл./т (14% г/г) и 519 долл./т (11% г/г) соответственно.

В ближайшие несколько месяцев ценовая конъюнктура, по нашему мнению, не претерпит значительных изменений. В то же время в нашем базовом сценарии мы ожидаем улучшения спроса в 1-м – 2-м кв. 2010 года, что окажет поддержку ценам на внутреннем рынке стали.

Мечел - лидер на рынке СНГ по выпуску ферросплавов

В 2008 году компания предприняла ряд стратегических инициатив направленных на развитие производства ферросплавов. На территории СНГ Ме-



Вертикальная интеграция - ключевое конкурентное преимущество в производстве ферросплавов

Мечел занимает первое место по выпуску этих материалов, которые используются в качестве необходимого элемента для производства стали. Уникальность позиции компании в этом сегменте заключается в том, что Мечел владеет собственной ресурсной базой для производства основных типов ферросплавов. Такая вертикальная интеграция дает неоспоримое конкурентное преимущество перед производителями этих сплавов во всем мире.

Ферроплавильный сегмент бизнеса представлен производством ферроникеля (добыча никелевых руд на Шевченковском месторождении в Казахстане, их переработка на Южуралникеле); феррохром (месторождения хрома «Восход» в Казахстане, с последующей переработкой добытой руды на Тихвинском ферросплавильном заводе в Ленинградской области); ферросиликона (производство на Братском заводе ферросплавов в Иркутской области)

### Инвестиционная программа: ставка на рост

Существующие инвестиционные планы Мечела предполагают капитальные вложения на уровне более 3 млрд долл. в течение 2009 – 2012 гг. Около 26% этой суммы компания планирует потратить на поддержание существующих мощностей. Оставшаяся часть (около 2,3 млрд долл.) – инвестиции в новое производство.

#### Программа капитальных вложений по Группе Мечел, 2009–2012 гг., млн долл.\*

	Всего, 2009-2012
<b>Поддержание существующих мощностей и техперевооружение</b>	<b>781</b>
<b>Инвестиционная программа, в т.ч.</b>	<b>2 307</b>
Эльгинское м/р: строительство ж/д ветки	755
Эльгинское м/р: освоение разреза	493
ЧМК: организация производства рельсов и фасонных профилей	724
ЧМК: реконструкция с установкой универсального стана	444
ЧМК: комплекс МНЛЗ-4 2-я очередь	28
ЧМК: установка блюмовой МНЛЗ-5	158
Ижсталь: электросталеплавильный цех-23	59
Ижсталь: стан 250 мм	36
Oriel Resources: строительство ГОК "Восход"	45
Техническое перевооружение порта Посыет	63
Производство цемента на основе граншлака ОАО ЧМК	91
<b>Итого капитальные вложения</b>	<b>3 047</b>

Источник: данные Компании

\*пересчет в доллары по курсу на 2 октября 2009 г. – 30,06 руб. / доллар

Ключевой проект инвестиционной программы – освоение Эльгинского месторождения угля...

Крупнейший проект компании – инвестиции в освоение Эльгинского месторождения угля, лицензию на разработку которого Мечел получил вместе с покупкой Якутугля в 2007 году. Затраты по проекту разбиваются на две части. Во-первых, по лицензионному соглашению, Мечел должен построить железнодорожную ветку длиной 315 км, которая соединит Эльгинское месторождение с Байкало-Амурской магистралью. На настоящий момент компания уже профинансировала часть затрат по проекту (порядка 300 млн долл.), завершить строительство ж/д ветки планируется в конце 2010 г. Во-вторых, крупной статьёй затрат являются расходы непосредственно на освоение разреза: строительство инфраструктуры, первой очереди обогатительной фабрики, электростанции. В 2011 году Мечел должен начать разработку месторождения; в первый год, по оценкам компании, добыча может составить до 3 млн тонн и до 5-7 млн. тонн через 3 года.

Реализация инвестиционной программы по Эльгинскому месторождению



... которое должно обеспечить существенный рост добычи и денежных потоков в долгосрочной перспективе

Начало масштабной добычи на Эльгинском месторождении может быть подкреплено расширением логистических мощностей Мечела на Дальнем Востоке

Инвестиционные планы Мечела в Якутии: государство может оказать поддержку

Второй крупнейший проект — запуск рельсобалочного стана на ЧМК, который позволит увеличить выпуск продуктов с высокой добавленной стоимостью

обеспечит существенный рост добычи в долгосрочной перспективе: в качестве «контрольных точек» лицензия предусматривает достижение уровня 9 млн тонн в год к 2013 г. и 18 млн тонн в год к 2018 г. (хотя мы допускаем, что эти условия могут быть пересмотрены и не являются «жесткими» требованиями). Около 65% выхода, по оценкам компании, может составлять концентрат коксующегося угля премиальных марок, который Мечел сможет поставлять на азиатские рынки. При этом начало масштабной добычи на Эльгинском месторождении может быть подкреплено существенным расширением логистических мощностей. К 2011 году Мечел планирует увеличить пропускную способность действующего порта Посыет на Дальнем Востоке с 3,5 млн тонн до 7–7,5 млн тонн. Кроме того, на стадии проекта — строительство специализированного угольного перевалочного комплекса в районе порта Ванино в Хабаровском крае мощностью 25 млн тонн. Изначально компания планировала ввести новый терминал в 2012 году — в связи с кризисом проект был заморожен, однако мы полагаем, что учитывая наблюдающееся улучшение конъюнктуры на рынке угля Мечел будет заинтересован в быстром росте добычи на Эльгинском месторождении и, соответственно, создании дополнительных логистических мощностей.

Эльгинский проект — приоритетная задача для компании, расходы на которую не пересматривались даже в разгар кризиса. Мечел имеет ряд лицензионных обязательств по срокам ввода месторождения (главный из которых — начало добычи в 2011 г.), хотя мы полагаем, что реальные риски отзыва лицензии в случае срыва сроков минимальны, учитывая уже начатое строительство «частной» железнодорожной ветки. На наш взгляд, главным мотивом для того, чтобы придерживаться «докризисных» планов по объемам и срокам инвестиций, является стремление в полной мере реализовать конкурентное преимущество, полученное в результате реализации M&A стратегии в предыдущие два года.

Кроме того, определенной уверенности Мечелу, очевидно, добавляют сигналы со стороны государственных органов относительно готовности оказать поддержку компании в реализации якутских проектов. В частности в сентябре 2009 г. о возможной поддержке заявил премьер-министр РФ Владимир Путин: на одном из отраслевых совещаний он поручил представителям министерств и крупнейших банков рассмотреть возможность выкупа до конца года облигаций Мечела в объеме 10 млрд руб., а также выделения госгарантий по оставшимся 30 млрд руб. облигаций (из общего объема 45 млрд руб.). Кроме того, было предложено ввести налоговые каникулы по НДС для находящихся на начальной стадии проектов по разработке месторождений угля в Восточной Сибири и на Дальнем Востоке. Хотя получение гарантии государства по предстоящим выпускам существенно повысило бы их привлекательность для инвесторов, мы отмечаем, что механизм выделения этих гарантий пока до конца не проработан. До принятия конкретных шагов в этом направлении слова премьера, на наш взгляд, в большей степени стоит рассматривать как общую индикацию заинтересованности государства в проектах Мечела. Последняя, как мы полагаем, может иметь определенную «социальную» подоплеку: от функционирования угольного бизнеса Мечела в Якутии фактически зависит город Нерюнгри, в котором базируется Якутуголь (население — более 64 тыс человек).

Вторым крупнейшим инвестиционным проектом Мечела после Эльгинского месторождения является установка универсального рельсобалочного стана на Челябинском металлургическом комбинате. Проект позволит увеличить общие мощности по прокату на 1,1 млн тонн и наладить выпуск ряда новых видов длинного проката с высокой добавленной стоимостью — рельсы длиной до 100 метров, на поставку которых (в объеме 400 тыс. тонн в год) Мечел подписал долгосрочный контракт с РЖД, а также раз-



личный фасонный прокат. Поставщиком оборудования для установки стана выступает итальянская компания Danielli (Мечел уже профинансировал первые 50 млн евро оплаты), основной подрядчик по строительству – китайская Minmetals Engineering. Предполагается, что стан будет запущен в 2012 году. Для финансирования проекта Мечел планирует привлечь долгосрочные источники финансирования: в частности ведутся переговоры с европейскими экспортными агентствами о предоставлении гарантий по кредитам.

Кроме того, компания реализует ряд менее крупных проектов в металлургическом сегменте бизнеса, направленных на увеличение существующих мощностей, в частности на Ижстали, а также по некоторым другим направлениям (в частности, организация комплекса по производству цемента мощностью 1,6 млн тонн, сырьем для которого станет граншлак, производимый Челябинским МетКомбинатом).

### Финансовое состояние и ликвидность: ключевое событие с точки зрения кредитного профиля – пролонгирование синдицированных кредитов

Динамика финансовых показателей Мечела в целом отражает общеотраслевой тренд – заметное ухудшение в четвертом квартале, наиболее тяжелом для российских металлургов, и постепенное восстановление в 1-м кв. 2009 г. В частности в этот период Мечел вышел «в плюс» на уровне EBITDA (с учетом корректировки на неденежные составляющие, наиболее существенные – курсовые разницы). Стоит отметить, что положительным результатом Мечел обязан главным образом добывающему сегменту бизнеса, тогда как по металлургическому и ферросплавному сегментам компания по-прежнему была в убытке.

На наш взгляд, заметное улучшение финансовых показателей Мечела, в том числе в плане рентабельности, стоит ожидать во втором полугодии текущего года, учитывая, что с лета компания существенно увеличила загрузку мощностей. Кроме того, ценовая конъюнктура на внутреннем и экспортном рынках во втором полугодии была заметно лучше, чем в 1–2 кварталах.

Заметное улучшение финансовых показателей Мечела стоит ожидать во втором полугодии текущего года, учитывая рост загрузки мощностей и улучшение ценовой конъюнктуры

#### Группа Мечел: Динамика финансовых показателей, 1 кв08–1 кв09

	1 кв08	2 кв08	3 кв08	4 кв08	1 кв09
Выручка	2 328	3 021	3 232	1 370	1 179
Изменение, кв / кв, %	-	30%	7%	-58%	-14%
EBITDA*	641	1 196	1 339	-47	91
Рентабельность EBITDA	28%	40%	41%	-3%	8%
Долг	3 271	4 967	5 166	5 438	5 915
Чистый долг/EBITDA	1,2	1,3	1,2	1,7**	13,7
EBITDA/Проценты	12,6	19,5	17,0	-0,4	0,8

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка  
\*EBITDA скорректирована на неденежные и разовые составляющие  
\*\*рассчитано на основе EBITDA за 2008 год

Довольно активная M&A стратегия компании в 2007 – 2008 годах (когда затраты Мечела на новые приобретения составили 2,6 и 2,1 млрд долл. соответственно) повлекла за собой рост долговой нагрузки: в абсолютном выражении финансовый долг вырос с 3,3 млрд долл. на начало 2008 г. до 5,9 млрд долл. на конец первого квартала 2009 г. При этом как следствие ухудшения показателей в 4-м кв. 2008 г. в первом полугодии компания нарушила ряд ковенант по существующим обязательствам (в том числе по двум крупнейшим синдицированным кредитам на 2 млрд долл. и 1,5 млрд долл.), столкнувшись с риском предъявления значительной части долга к досрочному погашению.

Ключевое событие с точки зрения кредитного профиля – рефинансирование синдицированных кредитов

В июле Мечел подписал договоренности с банками (в частности RBS, BNP, ING, Sumitomo, Commerzbank, Calyon, Natixis) о рефинансировании боль-



шей части двух синдицированных кредитов, привлеченных на покупку Якутугля и Oriel Resources: по первому займу компания рефинансировала 1,6 млрд долл. из 2 млрд долл., по второму – 1 млрд долл. из 1,5 млрд долл., оставшаяся часть кредитов погашена из собственных средств и заемных источников. В соответствии с новым графиком, Мечел должен будет погашать обязательства равными ежемесячными платежами с сентября 2009 до конца 2012 года (кредит на покупку Якутугля) и с июля 2010 до конца 2012 года (кредит на Oriel Resources). Договоренности с банками предполагают единые условия по обеспечению (доли в основных компаниях, экспортная выручка, залог активов), а также ряд финансовых ковенантов, которые тестируются на основе годовой аудированной отчетности, в частности:

- ▶ Чистый долг в 2009 году – не выше 5,5 млрд долл.;
- ▶ Соотношение Чистый долг/ЕБИТДА – не выше 5х в 2010 г. и не выше 3х в последующие годы;
- ▶ Соотношение ЕБИТДА и чистых процентных выплат – не ниже 1.5х в 2009, 2х – в 2010 г. и 4х – в последующие годы;
- ▶ Минимальная величина собственного капитала – 3 млрд долл. на весь период до погашения.

#### Кредитный портфель Группы Мечел по состоянию на 1 сентября 2009 г.

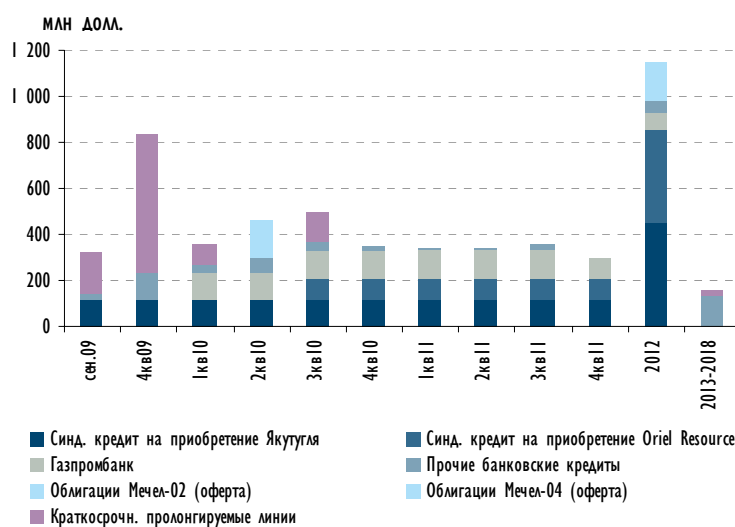
Обязательство	Валюта	Сумма, млн долл	Погашение	Заемщик	Обеспечение
Синд. кредит на приобретение Якутугля	USD	1 574	дек.12 (аморт. с сен.09)	УК «Южный Кузбасс», ЧМК, ЮжУралНикель	Залог 50% минус 1 акция Якутугля, 50% минус 1 акция Oriel Resources, экспортная выручка, залог 35% пакетов акций ЧМК, УК «Южный Кузбасс», залог активов ЮУНКа
Синд. кредит на приобретение Oriel Resources	USD	1 000	дек.12 (аморт. с июл.10)		
Газпромбанк	USD	1 000	1 кв12, амортизация начиная с 1 кв10	УК «Южный Кузбасс», ЯкутУголь	залог 35% УК «Южный Кузбасс», 35% акций Якутугля
Прочие долгосрочные банковские кредиты		238			
Прочие краткосрочные банковские кредиты		279			
Облигации Мечел-02	RUB	158	Оферта июн.10		
Облигации Мечел-04		158	Оферта июл.12		
Финансирование оборотного капитала		1 048			
ВТБ	RUB	475	ноя.09	Якутуголь, УК «Южный Кузбасс», ЧМК	Залог активов ЧМК, УК «Южный Кузбасс»
Сбербанк	RUB	209	фев.10 – авг.10	ЧМК	Залог активов ЧМК
<b>Итого финансовый долг</b>		<b>5 455</b>			

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

По состоянию на 1 сентября кредитный портфель Мечела составлял около 5,5 млрд долл. Крупнейшие обязательства – два синдицированных кредита и трехлетний кредит Газпромбанка на 1 млрд долл. Кроме того, порядка 1,05 млрд долл. приходится на короткие кредитные линии, которые, как мы полагаем, компания имеет возможность пролонгировать (в том числе 475 млн долл. – кредит ВТБ, привлеченный в ноябре прошлого года).



## Мечел: график погашения долга



Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

Учитывая ожидаемое восстановление денежных потоков начиная со второго полугодия 2009 г., мы полагаем, что компания будет способна финансировать выплаты по долгу из собственных источников...

В то же время главным риском с точки зрения ликвидности остается внушительная инвестиционная программа

Мы отмечаем достаточно равномерный график платежей по долгу, который предполагает квартальные погашения 300 – 500 млн долл. в течение 2010 – 2011 гг. (всего порядка 1,7 млрд долл. в 2010 г., 1,3 млрд долл. в 2011 г. и 1,1 млрд долл. в 2012). На наш взгляд, учитывая ожидаемое восстановление денежных потоков начиная со второго полугодия 2009 г., Мечел будет способен финансировать выплаты по долгу из собственных источников. Текущий консенсус-прогноз Bloomberg по EBITDA Мечела на текущий год составляет порядка 790 млн долл., на 2010 г. – 1,6 млрд долл.

В то же время ключевым риском с точки зрения ликвидности Мечела остается довольно внушительная инвестиционная программа (в частности, около 1,7 млрд долл. в 2010 и 600 млн долл. в 2011), профинансировать которую компания сможет только увеличивая долг. На наш взгляд, учитывая относительно благоприятную ситуацию в российском финансовом секторе, Мечел имеет все шансы привлечь необходимые долгосрочные средства – либо на публичном рынке (в том числе финансирование Эльгинского проекта под госгарантии), либо в крупнейших банках, активно кредитующих компанию (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк и проч.), в том числе иностранных под гарантии экспортных агентств. При этом если финансирование крупнейшего проекта инвестиционной программы будет проходить в соответствии с планом, начиная с 2011 года (когда будет начата добыча на Эльгинском месторождении) продажи Мечела должны получить дополнительный стимул роста, что позволит сохранить долговую нагрузку относительно денежных потоков в рамках уровней, не нарушающих ковенант по имеющимся займам.

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)  
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

**Стратегия на фондовом и долговом рынках****Андрей Богданов****Артем Архипов****Анна Богдюкевич**

+7 (495) 988 23 44

[Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru)

+7 (495) 980 41 82

[Artem.Arhipov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arhipov@gazprombank.ru)

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

[Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru](mailto:Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru)**Металлургия****Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

[Sergei.Kanin@gazprombank.ru](mailto:Sergei.Kanin@gazprombank.ru)**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

[Aleksei.Astapov@gazprombank.ru](mailto:Aleksei.Astapov@gazprombank.ru)**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**

начальник департамента

+ 7 (495) 980 4134

[Pavel.Isaev@gazprombank.ru](mailto:Pavel.Isaev@gazprombank.ru)**Управление рынков заемно-го капитала****Игорь Ешков**

директор

+ 7 (495) 429 96 44

[Igor.Eshkov@gazprombank.ru](mailto:Igor.Eshkov@gazprombank.ru)**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Андрей Миронов**

начальник управления

+7 (495) 428 2366

[Andrei.Mironov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Mironov@gazprombank.ru)**Продажи****Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

[kuzd@gazprombank.ru](mailto:kuzd@gazprombank.ru)**Илья Ремизов**

+7 (495) 983 1880

[Ilya.Remizov@gazprombank.ru](mailto:Ilya.Remizov@gazprombank.ru)**Сергей Яблонский**

+7 (495) 719 17 74

[sy@gazprombank.ru](mailto:sy@gazprombank.ru)**Трейдинг****Александр Семенников**

+7 (495) 988 2373

[Alexander.Semennikov@gazprombank.ru](mailto:Alexander.Semennikov@gazprombank.ru)**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин****Дмитрий Котляр**

+7 (495) 980 43 89

[Ivan.Khromushin@gazprombank.ru](mailto:Ivan.Khromushin@gazprombank.ru)

+7 (495) 913 78 26

[Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru](mailto:Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru)**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов****Анна Курбатова**

+7 (495) 988 23 44

[Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru](mailto:Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru)

+7 (495) 913 78 85

[Anna.Kurbatova@gazprombank.ru](mailto:Anna.Kurbatova@gazprombank.ru)**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов****Яков Яковлев**

+7 (495) 980 41 82

[Artem.Arhipov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arhipov@gazprombank.ru)

+7 (495) 988 24 92

[Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru](mailto:Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru)**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов****Анна Богдюкевич**

+7 (495) 980 41 82

[Artem.Arhipov@gazprombank.ru](mailto:Artem.Arhipov@gazprombank.ru)

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

[Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru](mailto:Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru)**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**

+7 (495) 428 50 69

[Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru](mailto:Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru)**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

[Tatiana.Kumosenko@gazprombank.ru](mailto:Tatiana.Kumosenko@gazprombank.ru)**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 24

[Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru](mailto:Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru)**Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

[Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru](mailto:Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru)**Евгений Терещенко**

+7 (495) 988 24 10

[Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru](mailto:Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru)**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

[Maria.Bratchikova@gazprombank.ru](mailto:Maria.Bratchikova@gazprombank.ru)**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**

+7 (495) 983 19 14

[Andrey.Chicherin@gazprombank.ru](mailto:Andrey.Chicherin@gazprombank.ru)**Управление биржевых интернет-операций****Андрей Блохин**

+7 (495) 983 17 28

[Andrey.Blokhin@gazprombank.ru](mailto:Andrey.Blokhin@gazprombank.ru)**Трейдинг****Валерий Левит**

директор

+7 (495) 988-24-11

[Valeriy.Levit@gazprombank.ru](mailto:Valeriy.Levit@gazprombank.ru)

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.