

Мечел исполнил оферту – хороший знак для инвесторов, пример для РУСАЛа



Промсвязьбанк

Кредитный комментарий | Специальный обзор

30 января 2014 г.

На этой неделе Мечел исполнил первую в 2014 г. оферту по выпуску 04 в объеме 1,3 млрд руб., в феврале предстоят оферты еще по трем займам общим объемом 15 млрд руб. Своевременное исполнение Мечелом оферты является хорошим знаком для инвесторов в преддверии оферт по его другим выпускам, а также ориентиром для других эмитентов, испытывающих трудности с долгами. Напомним, уже в марте РУСАЛу также надо будет пройти оферту по облигационному выпуску на 15 млрд руб. При этом РУСАЛ, как и Мечел, ведет переговоры с крупными кредиторами по урегулированию долга, что даст больше возможности подготовиться к оферте. Исполнение обязательств по бондам эмитентов может способствовать росту котировок обращающихся выпусков; по доходности интереснее выглядят бумаги Мечела.

Александр Полютков
polyutovav@psbank.ru

Мечел исполнил первую в 2014 г. оферту по облигациям – хороший знак для инвесторов в преддверии очередных оферт в феврале.

На этой неделе Мечел исполнил оферту по облигациям серии 04 объемом 5 млрд руб., в рамках которой выкупил 1,276 млн бумаг по цене 100% номинала (или 25,52% выпуска), то есть в денежном эквиваленте компания заплатила порядка 1,3 млрд руб. По сообщению эмитента, обязательство исполнено в полном объеме. Напомним, ставка купона по бондам составляет 13% годовых до полугодовой оферты в июле 2014 г. Похоже, выпуск был ранее уже частично выкуплен в предыдущие оферты, но нельзя исключать, что ряд инвесторов, готовых к рискам, могли остаться в бумаге до следующей оферты уже через полгода и под довольно высокую ставку.

27 января Мечел исполнил первую в этом году оферту по выпуску 04 на общую сумму 1,3 млрд руб...

В феврале предстоят оферты еще по трем выпускам на 15 млрд руб. по номиналу...

Безусловно, своевременное исполнение Мечелом обязательств по бондам является хорошим знаком для инвесторов в преддверии очередных оферт, учитывая сложную ситуацию с долгом. Напомним, Мечелу в феврале также необходимо пройти оферты еще по трем выпускам облигаций серий БО-04, 15 и 16 общим объемом по номиналу 15 млрд руб. Всего в 2014 г., по данным Мечела, компании предстояло исполнение оферт на 429 млн долл. или около 14 млрд руб. (с учетом облигаций Мечел 04).

Своевременное исполнение оферты – это хороший знак для инвесторов в преддверии очередных оферт...

Продажа ферросплавных заводов за 425 млн долл. и кредитные линии дают Мечелу все шансы для прохождения оферт по бондам.

Отметим, что непростое текущее финансовое состояние Мечела из-за слабых цен на ключевых рынках (стали и коксующегося угля) не дает возможности компании самостоятельно исполнить обязательства по текущим долгам. В то же время у Мечела есть все шансы пройти оферты по бондам за счет денежных средств, вырученных от продажи ферросплавных активов в России и Казахстане (Тихвинский ферросплавный завод и ГОК Восход) за 425 млн долл. (сделка была закрыта 27 декабря 2013 г.).

Несмотря на слабые финансы, Мечел имеет все шансы исполнить оферты по бондам в 2014 г. ...

Кроме того, по данным Мечела, на начало декабря у компании были денежные средства на счетах и открытые кредитные линии общим объемом 440 млн долл. (порядка 14,5 млрд руб.). Такжепомним, что Мечел смог урегулировать вопрос отсрочки погашения и смягчения ковенант по ряду крупных кредитов.

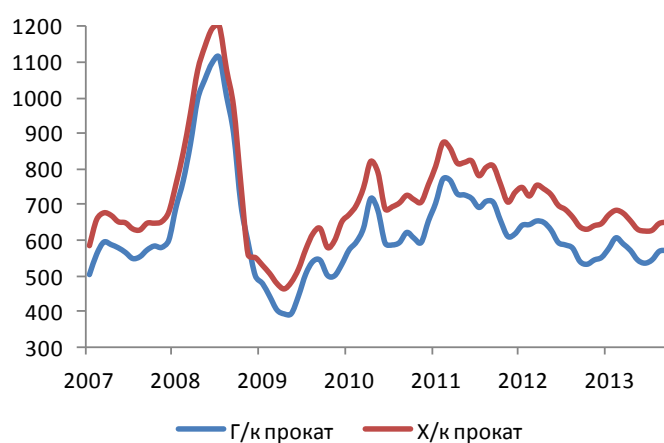
В начале декабря у компании были денежные средства и кредитные линии на 440 млн долл., а 27 декабря были проданы ферросплавные активы за 425 млн долл...

Динамика цен на коксующийся уголь, долл./т



Источник: данные компаний, PSB Research

Динамика цен на металлопрокат, долл./т

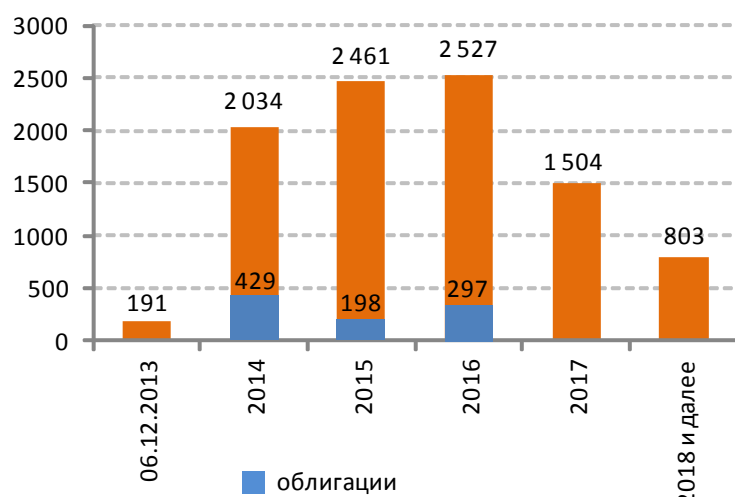


Источник: Bloomberg

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Мечел (МСФО)		
	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	8 222	6 692	-18,6
Операционный денежный поток	1 067	314	-70,6
ЕБИТДА	1 346	608	-54,8
ЕБИТДА margin	16,4%	9,1%	-7,3 п.п.
Чистый убыток	-543	-2 244	
margin	отриц	отриц	-
	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	17 695	14 619	-17,4
Денежные средства и эквиваленты	294	104	-64,5
Долг	9 358	9 132	-2,4
краткосрочный	1 436	1 938	34,9
долгосрочный	7 922	7 194	-9,2
Чистый долг	9 064	9 028	-0,4
Долг/ЕБИТДА	7,1	12,7	
Чистый долг/ЕБИТДА	6,8	12,5	

Источники: данные компании, PSB Research

График погашения долга Мечел (на 6 дек. 2013 г.)



Источник: данные компании, PSB Research

Оферта Мечела могла бы стать хорошим примером для исполнения обязательств по бондам РУСАЛа в марте 2014 г.

Своевременное исполнение оферты по выпуску Мечела, на наш взгляд, является хорошим примером и для других эмитентов, испытывающих трудности с высокой долговой нагрузкой (как РУСАЛ), в части отношения к обязательствам по публичным заимствованиям. Напомним, уже в марте РУСАЛу также надо будет пройти оферту по выпуску РУСАЛ-Братск 07 на 15 млрд руб.

В то же время финансовое положение РУСАЛа в 2013 г. было довольно слабое из-за низких цен на алюминий на глобальных рынках. Так, по итогам 9 мес. 2013 г. выручка и показатель EBITDA компании снижались, также как и прибыльность бизнеса, а денежных ресурсов (463 млн долл.) явно было недостаточно для погашения текущего долга (1,6 млрд долл.).

(См. наш комментарий к отчетности за 9 мес. 2013 г. по МСФО).

При этом ситуация с ценами на алюминий пока не демонстрирует заметного улучшения, хотя многие крупные игроки рынка по всему миру (Alcoa, Chalco, Rio Tinto и др.) приступили к сокращению объемов производства. Не стал исключением и РУСАЛ, который летом 2013 г. приостановил ряд высокочрезвычайных электролизных производств – 5 заводов дивизиона «Запад» (Волгоградский, Уральский, Богословский, Надвоицкий и Волховский), а также сократил объемы производства на сибирских заводах.

По данным менеджмента РУСАЛа, в 2013 г. объем производства сократится на 325 тыс. т или на 8% (г/г) и на 650 тыс. т или на 16% – в 2014 г. к уровню 2012 г. В 2014 г. компания рассчитывает на рост цен до 2 тыс. долл./т при заявленных объемах сокращения мирового выпуска алюминия, оценивая, что дефицит металла в 2014 г. может достичь 1 млн т., а в 2015-2016 гг. продолжит только расти.

Исполнение Мечелом оферты – хороший пример для других эмитентов, в частности для РУСАЛа...

РУСАЛу в марте предстоит оферта по выпуску РУСАЛ-Братск 07 на 15 млрд руб...

Финансовое положение РУСАЛа остается довольно слабым из-за низких цен на алюминий...

В 2014-2016 гг. РУСАЛ ждет роста цен на алюминий на фоне вероятного увеличения дефицита металла на рынках...

Динамика цен и уровень себестоимости



Источник: Bloomberg, данные компании

Динамика цен на алюминий (LME), долл./т



Источник: Bloomberg

РУСАЛ пошел по пути Мечела и с осени 2013 г. ведет переговоры с крупными кредиторами по урегулированию задолженности.

РУСАЛ, похоже, пошел по пути Мечела и с осени 2013 г. ведет переговоры с крупными кредиторами по урегулированию задолженности на 9 млрд долл. Причем, в феврале 2014 г. могут быть достигнуты первые договоренности – сроки погашения могут быть перенесены минимум на два-три года. Вряд ли банки решатся на радикальные меры в отношении одной из крупнейших алюминиевых компаний мира и поддержат ее в сложной ситуации.

РУСАЛ, похоже, пошел по пути Мечела и ведет переговоры с крупными кредиторами по урегулированию долга на 9 млрд долл...

Завершение переговоров ожидается уже в феврале, сроки погашения могут быть перенесены минимум на 2-3 года...

Так, по данным СМИ, РУСАЛ завершает переговоры о рефинансировании или реструктуризации крупных кредитов. Речь идет о кредите Сбербанка на 4,58 млрд долл. (не погашено 4,4 млрд долл.) под залог 27,8% акций ГК «Норильский никель», принадлежащих РУСАЛу, и кредите на 18,3 млрд руб. Один из вариантов предполагает продление госбанком сроков погашения по кредитам на 20-30 лет в случае низких цен на алюминий.

Также в октябре 2013 г. РУСАЛ вел переговоры о рефинансировании синдицированного предэкспортного кредита (PXF) на 4,75 млрд долл. (осталось выплатить 3,44 млрд долл.). Структура залогов по PXF – это 36% плюс 1 акция ОАО СУАЛ (заводы в европейской части РФ), 25% плюс 1 акция Саяногорского алюминиевого завода и 10% акций НКАЗа.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	РУСАЛ (МСФО)					
	3 кв. 13	2 кв. 13	Изм. %	9 мес. 13	9 мес. 12	Изм. %
Цена алюминия (LME), долл./т	1 781	1 835	-2,9	1 871	2 025	-7,6
Ср. премия к цене на LME (РУСАЛ)	272	271	0,4	269	194	38,7
Себестоимость в алюминиевом сегменте, долл./т	1 872	1 911	-2,0	1 919	1 949	-1,5
Объем реализации первичного алюминия и сплавов, тыс. т	969	1 004	-3,5	2 967	3 192	-7,0
Выручка	2 432	2 563	-5,1	7 635	8 267	-7,6
Операционный денежный поток				337	909	-62,9
EBITDA скор.*	130	130	0,0	550	694	-20,7
EBITDA margin	5,3%	5,1%	+0,2 п.п.	7,2%	8,4%	-1,2 п.п.
% расходы	-185	-158	17,1	-570	-489	16,6
Чистая прибыль (убыток)	-172	-118	45,8	-611	-117	422,2
Чистая прибыль (убыток) скор. margin	-232	-248	-6,5	-470	-360	30,6
	отриц	отриц		отриц	отриц	
	3 кв. 13	2 кв. 13	Изм. %	9 мес. 13	2012	Изм. %
Активы	22 928	22 938	0,0	22 928	25 210	-9,1
Денежные средства и эквиваленты	463	566	-18,2	463	505	-8,3
Долг	10 605	10 448	1,5	10 605	11 334	-6,4
краткосрочный	1 603	1 380	16,2	1 603	931	72,2
долгосрочный	9 002	9 068	-0,7	9 002	10 403	-13,5
Чистый долг	10 142	9 882	2,6	10 142	10 829	-6,3
Долг/EBITDA		13,6		13,8	12,4	
Чистый долг/EBITDA		12,8		13,2	11,8	
EBITDA/% расходы		0,8		0,96	1,4	

Источники: данные компании, PSB Research

* скорректированная на обесценение внеоборотных активов, убыток от выбытия ОС

В свою очередь, по итогам 9 мес. 2013 г. уровень долговой нагрузки РУСАЛа по-прежнему оставался критически высоким, не показав существенного изменения за 3 кв. Метрика Долг/EBITDA составила 13,8х (во 2 кв. 13,6х), Чистый долг/EBITDA – 13,2х (12,8х). В 2014 и 2015 гг. РУСАЛу предстоят выплаты по долгу на 1,5 млрд долл. и 1,6 млрд долл. соответственно: около половины – по PXF, в марте 2014 г. и апреле 2015 г. в рамках оферт могут быть предъявлены к выкупу облигации общим объемом 30 млрд руб. (выпуски Русал-Братск 07 и 08 по 15 млрд руб.).

Урегулирование крупной задолженности вкупе с дивидендами Норникеля может позволить РУСАЛу исполнить оферту по бондам в марте.

Достижение договоренности об отсрочке погашения по крупным кредитам могло бы стать хорошей новостью для РУСАЛа, у компании было бы больше возможности подготовиться к прохождению оферты по выпуску РУСАЛ-Братск 07 на 15 млрд руб. (около 433 млн долл.) 3 марта 2014 г. Отметим, что

В 2014 г. и 2015 г. РУСАЛу предстоят крупные выплаты по долгу на 1,5 и 1,6 млрд долл. соответственно...

...около половины по предэкспортному кредиту на 3,44 млрд долл....

по итогам 9 мес. 2013 г. на счетах компании были денежные средства в размере 463 млн долл. Вместе с тем РУСАЛ должен был получить от Норникеля (принадлежит крупный пакет акций в 28%) промежуточные дивиденды за 9 мес. 2013 г. (на сумму порядка 278 млн долл.). В совокупности данные факторы позволили бы компании пройти оферту по облигациям РУСАЛ-Братск 07 в марте.

Кроме того, РУСАЛ сохранил доступ к кредитным ресурсам госбанков – по данным СМИ, в декабре 2013 г. компания получила кредитный лимит на 15 млрд руб. в ВТБ Капитал, причем, тем же объемом, что и облигационный займ.

РУСАЛ Братск 08 vs Мечел 13, 14

На наш взгляд, итоги исполнения оферт по выпускам облигаций Мечела БО-04, 15 и 16 и РУСАЛ Братск 07 будут влиять на котировки более длинных бумаг этих компаний в обращении, которые в настоящее время предлагает наивысшую в секторе доходность. Так, например, РУСАЛ Братск (-/-/-) 08 (УТР 22,33%/0,93 г.), Мечел (Вз/-/-) 13 (УТР 34,6%/1,06 г.), Мечел 14 (УТР 34,61%/1,06 г.), причем, еще в сентябре 2013 г. доходность бондов РУСАЛа была выше, чем по выпускам Мечела, что впрочем, не удивительно. В ноябре-декабре 2013 г. Мечел вел активные переговоры с крупными кредиторами по ковенантным каникулам и отсрочке погашения тела кредитов, что спровоцировало заметные распродажи бумаг эмитента (доходность превышала в начале декабря 100% годовых, затем снизилась).

В настоящее время выпуски Мечел 13 и 14 торгуются по цене 73,98-73,99% номинала, что делает их интересными к покупке. Безусловно, облигации Мечела могут заинтересовать инвесторов толерантных к рискам. Мы не исключаем, что по этим бондам возможен рост котировок после прохождения эмитентом оферт по облигациям в феврале, на что у Мечела есть все шансы, которые в определенной степени могут подтверждаться исполнением первой оферты в январе 2014 г. – эмитент демонстрирует готовность расчитываться с инвесторами по облигациям.

В свою очередь, облигации РУСАЛ Братск (-/-/-) 08 (УТР 22,33%/0,93 г.) предлагают меньшую доходность относительно бумаг Мечела при схожей дюрации. При этом РУСАЛ еще пока не договорился с крупными кредиторами о рефинансировании или отсрочке погашений, а возможность исполнения оферты РУСАЛ Братск 07 на 15 млрд руб. мы в основном связываем с поступлением дивидендов Норникеля, а также доступом к кредитам госбанков..

Урегулирование крупной задолженности, а также дивиденды Норникеля могут позволить РУСАЛу в марте пройти оферту по облигациям на 15 млрд руб...

РУСАЛ также сохранил доступ к кредитам госбанков – в декабре 2013 г. компания получила кредитный лимит в ВТБ Капитал на 15 млрд руб...

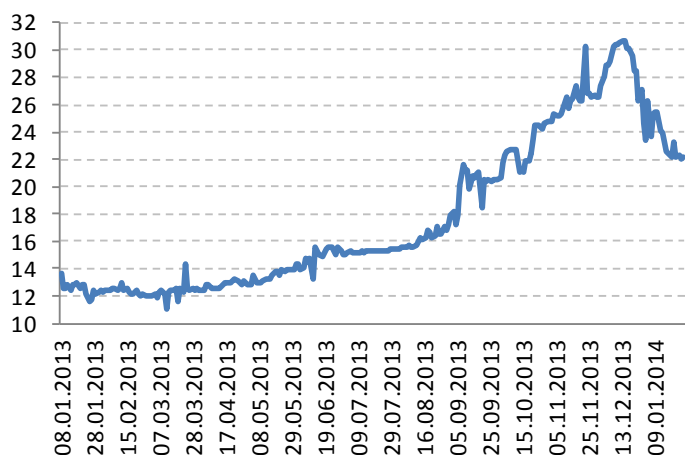
Исполнение оферт по бондам Мечела и РУСАЛ Братск может позитивно повлиять на котировки обращающихся бумаг эмитентов...

Цены на облигации РУСАЛ Братск 08, а также Мечел 13 и 14 выглядят привлекательно...

но бумаги подойдут инвесторам толерантным к рискам....

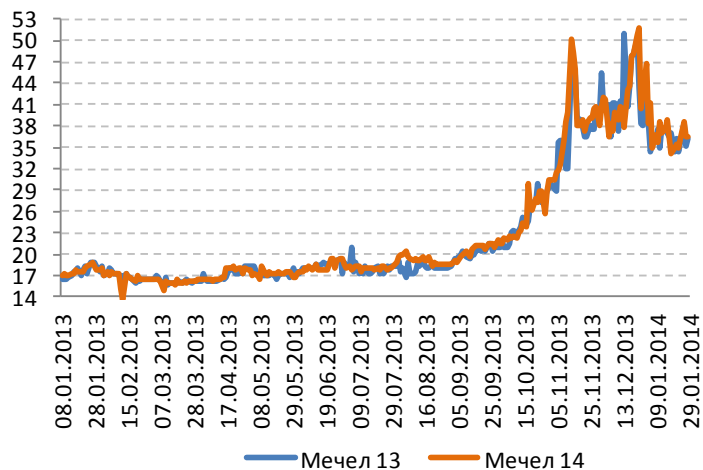
Интереснее по доходности в настоящее время бонды Мечела...

Доходность выпуска РУСАЛ Братск 08, %



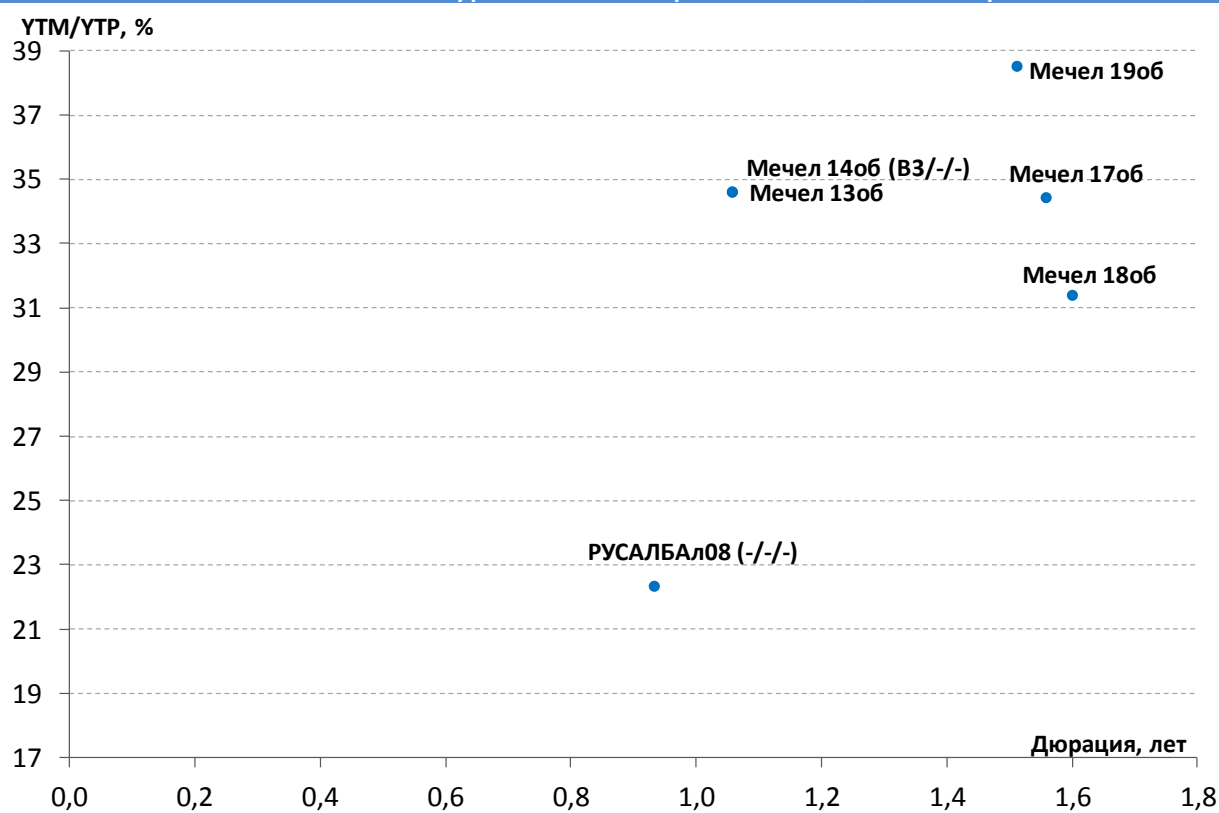
Источник: ММББ, PSB Research

Доходность выпусков Мечел 13 и 14, %



Источник: ММББ, PSB Research

Облигации металлургического и горнодобывающего секторов



ОАО «Промсвязьбанк»**PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>**PSB RESEARCH****Николай Кащеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

Роман Османов

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

Илья Фролов

FroloviG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

Олег Шагов

ShagovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

Вадим Паламарчук

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

Анатолий Павленко

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

Андрей Воложев

Volozhhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Денис Семеновых

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Сурпин Александр

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-3924

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.