

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Мечел (Moody's: Caa1/Neg): операционные данные за 9M14 отражают нехватку оборотного капитала, обслуживание долга превышает текущие финансовые возможности компании

Вчера Мечел опубликовал операционные результаты за 3К14 и 9M14 в целом. В 3К14 компания нарастила добычу угля на 3.1% кв/кв (до 5 810 тыс. тонн), тогда как выплавка стали сократилась на 3.7% кв/кв (до 1 055 тыс. тонн). По итогам прошлого квартала в рамках сырьевого дивизиона сильнее всего сократилась реализация ЖРС (на 62.1% кв/кв, до 138 тыс. тонн), коксующегося концентрата (на 21.2% кв/кв, до 1 733 тыс. тонн) и PCI-углей (на 20.6% кв/кв, до 820 тыс. тонн). В то же время, продажи энергетических углей выросли на 35.5% кв/кв (до 1 221 тыс. тонн), кокса – на 30.9% кв/кв (до 326 тыс. тонн). В рамках металлургического сегмента снижение отгрузок наблюдалось практически по всей продуктовой линейке, сильнее всего снизились продажи сортового проката (на 13.8% кв/кв), которые сократились до 695 тыс. тонн.

Результаты Мечела за 9M14 в целом также не дают поводов для оптимизма. Добыча угля за период сократилась на 16.7% г/г (до 17 млн. тонн), производство стали – на 12.8% г/г (до 3.2 млн. тонн). Операционные результаты Мечела за 9M14 обусловлены, с одной стороны, остановкой добычи угля на американском Mechel Bluestone и прекращением сотрудничества с Группой Эстар, к чему добавилось и устойчивое сокращение оборотного капитала – компания вынуждена высвобождать средства для обслуживания процентов по гигантскому долгу. Дополнительный удар по денежному потоку компании наносит продолжающееся сокращение объемов реализации продукции и цен на металлургическое сырье, обновляющих минимумы от квартала к кварталу. Так, отгрузки ЖРС за 9M14 рухнули на 66.6% г/г (до 1 023 тыс. тонн), а продажи коксующегося концентрата, антрацитов и PCI-углей упали в пределах 5-9% г/г. В металлургическом сегменте сильнее всего просели продажи товарной заготовки (на 87.7% г/г, до 80 тыс. тонн) и плоского проката (на 29.1% г/г, до 322 тыс. тонн), тогда как отгрузки сортового проката упали на 16.9% г/г (до 2 283 тыс. тонн), метизов – на 10.6% г/г (до 584 тыс. тонн). Несмотря на то, что компания сможет получить определенный позитивный эффект от ослабления рубля за 9M14, мы полагаем, что, с учетом постоянного снижения цен на уголь и ЖРС в течение отчетного периода, снижение выручки Мечела по итогам 9M14 составит не менее 30% г/г, тогда как темпы падения EBITDA превысят 40% г/г.

Впрочем, динамика операционных и финансовых результатов Мечела уже давно не оказывает определяющего влияния на перспективы компании в том смысле, что в течение последнего года речь идет уже просто о физическом выживании Мечела. Сейчас менеджмент Мечела продолжает переговоры с ключевыми кредиторами – госбанками о путях разрешения сложившейся в компании тяжелой ситуации. Банки настаивают на конвертации 3 млрд. долга в капитал Мечела через допэмиссию, что приведет к сокращению доли основного бенефициара компании Игоря Зюзина примерно до 5%. В свою очередь, компания предлагает реструктурировать долги с отсрочкой погашения тела на 5 лет и капитализацией процентов в течение первых 2-х лет. Судя по последним заявлениям чиновников (помощник президента Андрей Белоусов в октябре заявил, что «менеджмент Мечела не отреагировал должным образом на эти предложения [госбанков]»), а также, например, более ранний комментарий главы Внешэкономбанка о том, что госкорпорации не рассматривает возможность оказания помощи Мечелу, в Правительстве скорее готовы принять сторону госбанков в этой ситуации. Пока же кредиторы предпочитают судиться с

Динамика операционных результатов Мечела

тыс. тонн	9M14	9M13	%
Производство			
Уголь	17 008	20 430	-16.7%
Чугун	2 910	2 908	0.1%
Сталь	3 182	3 648	-12.8%
Продажи сырья внеш. покупателям			
Железорудный концентрат	1 023	3 062	-66.6%
Концентрат коксующегося угля	6 112	6 650	-8.1%
Антрациты	1 369	1 504	-9.0%
Угли PCI	2 443	2 567	-4.8%
Энергетические угли	3 090	3 181	-2.9%
Кокс	851	768	10.8%
Общие продажи металлопродукции*			
Сортовой прокат	2 283	2 747	-16.9%
Плоский прокат	332	468	-29.1%
Товарная заготовка	80	651	-87.7%
Метизы	584	653	-10.6%
Поковки и штамповки	105	128	-18.0%

* включая продукцию сторонних производителей

тыс. тонн	3К14	2К14	%
Производство			
Уголь	5 810	5 633	3.1%
Чугун	1 010	964	4.8%
Сталь	1 055	1 096	-3.7%
Продажи сырья внеш. покупателям			
Железорудный концентрат	138	364	-62.1%
Концентрат коксующегося угля	1 733	2 198	-21.2%
Антрациты	443	445	-0.4%
Угли PCI	820	1 033	-20.6%
Энергетические угли	1 221	901	35.5%
Кокс	326	249	30.9%
Общие продажи металлопродукции*			
Сортовой прокат	695	806	-13.8%
Плоский прокат	105	115	-8.7%
Товарная заготовка	19	27	-29.6%
Метизы	200	207	-3.4%
Поковки и штамповки	35	35	-

* включая продукцию сторонних производителей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

компанией (в судах находится иски на общую сумму около 5.5 млрд. руб.), в свою очередь Мечел подал встречный иск к ВТБ на 3 млрд. руб. Впрочем, суммы исков пока говорят о том, что это вовсе не начало банкротства компании, а скорее некое заявление о серьезности намерений. От последнего сценария банки удерживают убытки, которые они неизбежно понесут из-за обесценения активов и досоздания резервов, не говоря уже о социальном аспекте этой проблемы.

На наш взгляд, даже при самом благоприятном для компании развитии событий, кредиторам придется также согласиться на введение каникул уже по процентным платежам, если только ценовая конъюнктура на коксующийся уголь существенно не улучшится в самое ближайшее время, что весьма сомнительно. Это связано, в том числе, с тем, что возможности по получению дополнительных средств за счет изъятий из оборотного капитала уже исчерпаны, а недофинансирование рабочего капитала наносит прямой ущерб операционной деятельности и денежному потоку компании. Относительно публичного долгового рынка отметим, что облигационные выпуски Мечела давно стали инструментом, интересным исключительно крайне агрессивным инвесторам, четко отдающим себе отчет, насколько большие риски они принимают. Мы можем только напомнить, что в конце марта агентство Moody's понизило кредитный рейтинг Мечела до уровня Сaa1 с негативным прогнозом, что является достаточно тонкой гранью, отделяющей компанию от дефолта.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

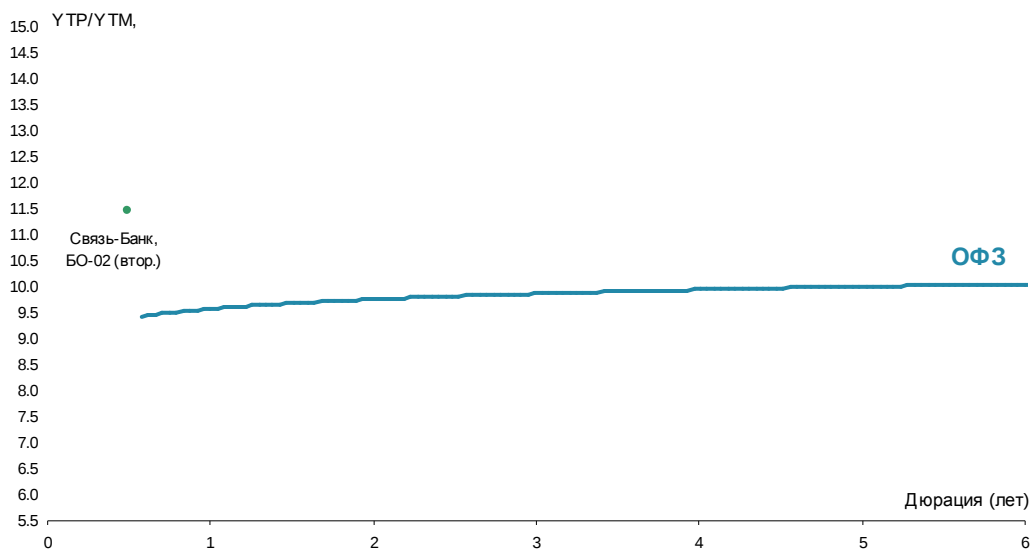
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашения
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

Цвета выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-34	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	13.10.2014	нет / 3.39 г
Россельхозбанк, БО-14	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	13.10.2014	нет / 6.27 г
Россельхозбанк, БО-13	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	10.10.2014	нет / 6.27 г
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Ba1 / BBB	да	4 000	1.5 / 100%	11.51-11.73	11.73	08.10.2014	нет / 1.42 г
Татфондбанк, БО-11 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	12.66	12.66	07.10.2014	нет / 0.91 г
Промсвязьбанк, БО-06	BB- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Baa3 / BBB	да	3 000	2.4 / 100%	11.04-11.57	11.09	30.09.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, БО-01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	13.37-13.92	13.65	29.09.2014	нет / 0.72 г



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Наталья Толстошеина
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.