

РИСК ПЕРЕСМОТРА КОВЕНАНТОВ ПО ИТОГАМ ГОДА СТАНОВИТСЯ ВСЕ БОЛЕЕ ОЧЕВИДНЫМ

Финансовые результаты за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по US GAAP

Снижение рентабельности до минимальных уровней. Вчера Мечел представил финансовые результаты за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по US GAAP. Во 2 кв. 2012 г. выручка Мечела возросла на 5% до 3 млрд долл. (здесь и далее квартал к кварталу, если не указано иное) благодаря сезонному увеличению продаж на фоне повышения спроса со стороны строительных компаний. Таким образом, основным катализатором роста стал металлургический бизнес-сегмент – он принес компании 1,9 млрд долл. (+15,1%), или 61% совокупной выручки, тогда как в добывающем сегменте продажи сократились на 5,5% до 881 млн долл. вследствие снижения спроса и коррекции цен на продукцию. Консолидированный показатель EBITDA за отчетный период составил 385 млн долл., снизившись на 17%, а операционная рентабельность оказалась на уровне в 12,5% – минимальном с 2009 г. Себестоимость производства в добывающем сегменте остается высокой, в то время как цены на коксующийся уголь и железорудную продукцию во 2 кв. продолжили снижаться. По итогам 2 кв. 2012 г. Мечел показал чистый убыток в размере 823 млн долл., что в основном обусловлено разовым обесценением долгосрочных активов и гудвила в размере 471 млн долл., а также созданием резервов по кредиту на сумму 223 млн долл., предоставленному связанным сторонам. Без учета этих статей чистый убыток компании составляет 177 млн долл.

Риск пересмотра пороговых значений ковенант и введения «каникул» сохраняется. За рассматриваемый период совокупный долг Мечела сократился на 8% до 9,3 млрд долл., а чистый – на 6% до 9,1 млрд долл. (с учетом лизинговых обязательств), что стало следствием ослабления рубля (чуть более 50% портфеля представлено рублевым долгом). Коэффициент Чистый Долг/EBITDA на конец июня достиг 4,4 против 4,3 на конец 1 кв. 2012 г. и 3,8 в 2011 г., тогда как показатель EBITDA/Процентные расходы составил 3,8. Это полностью удовлетворяет требованиям соответствующих ковенантов (пороговые значения – 5,5 и 3,3). Однако принимая во внимание нынешние финансовые результаты и не слишком оптимистичский прогноз руководства компании в отношении цен во 2 п/г 2012 г., к концу года коэффициент Чистый долг/EBITDA может оказаться в районе 5,3–5,4, то есть в непосредственной близости от пороговых значений. Между тем нарушение ковенантов приведет лишь к пересмотру условий банковских кредитов, повышению стоимости заимствований, а также к введению ограничений на размер инвестпрограммы и возможные дивидендные выплаты. Мы полагаем, что со стороны компании имело бы смысл прибегнуть к практике «ковенантных каникул», как это ранее сделал РУСАЛ.

Обращающиеся выпуски

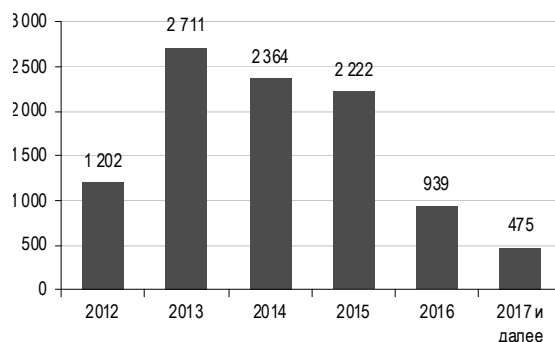
SGMLRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Мечел-05	5 000 R	12,50	19 окт 12	11,78
Мечел БО-1	5 000 R	8,10	9 ноя 12	8,23
Мечел БО-2	5 000 R	9,75	12 мар 13	11,21
Мечел БО-3	5 000 R	9,75	24 апр 13	11,56
Мечел-02	5 000 R	7,40	12 июн 13	12,58
Мечел-04	5 000 R	11,25	29 июл 13	11,31
Мечел БО-4	5 000 R	10,25	11 фев 14	14,45
Мечел-15	5 000 R	8,25	20 фев 14	14,70
Мечел-16	5 000 R	8,25	20 фев 14	14,68
Мечел БО-5	5 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-6	2 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-7	2 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-11	3 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел БО-12	3 000 R	11,25	7 апр 15	
Мечел-13	5 000 R	10,00	3 сен 15	13,85
Мечел-14	5 000 R	10,00	3 сен 15	13,61
Мечел-17	5 000 R	8,40	6 июн 16	13,19
Мечел-18	5 000 R	8,40	6 июн 16	12,19
Мечел-19	5 000 R	8,40	9 июн 16	13,46

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Основная часть краткосрочного долга будет вновь рефинансирована

График погашения задолженности на 01.09.2012 г., млн долл.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основная часть краткосрочного долга будет вновь рефинансирована. По данным компании, уже на начало сентября долг Мечела составлял 9,4 млрд долл. (без учета лизинговых обязательств), а ликвидная позиция в размере 1,5 млрд долл. (630 млн долл. – денежные средства и 888 млн долл. – кредитные линии) в полной мере покрывала объем задолженности, которую необходимо погасить до конца года (1,2 млрд руб.). В 2013 г. компании предстоит выплатить по долгу порядка 2,7 млрд долл., однако до конца ноября менеджмент планирует оптимизировать текущую структуру портфеля за счет рефинансирования синдицированного кредита на 1,3 млрд долл., а в дальнейшем – снизить объем краткосрочной задолженности до 1 млрд долл.

Продажа активов позволит приступить к сокращению долга. Напомним, что с начала года менеджмент Мечела придерживается стратегии снижения долговой нагрузки, среднесрочная цель по коэффициенту Чистый долг/EBITDA установлена на уровне 2,0. В рамках реализации данной стратегии было принято решение продать часть активов – преимущественно предприятий ферросплавного сегмента, а также часть электроэнергетического бизнеса. В результате реализации этих активов Мечел, согласно нашей оценке, сможет выручить 300–400 млн долл., однако в ходе телеконференции представители компании отказались от комментариев по данному поводу, сообщив лишь, что сделка с большой вероятностью может быть закрыта уже до конца текущего года. Кроме того, рассматривается возможность привлечения стратегического инвестора для продажи ему до 25% акций Мечел-Майнинга. Впрочем, ситуация на рынке остается непростой (спрос на сталь и, следовательно, цены на коксующийся уголь низкие), что затрудняет решение вопроса в краткосрочной перспективе.

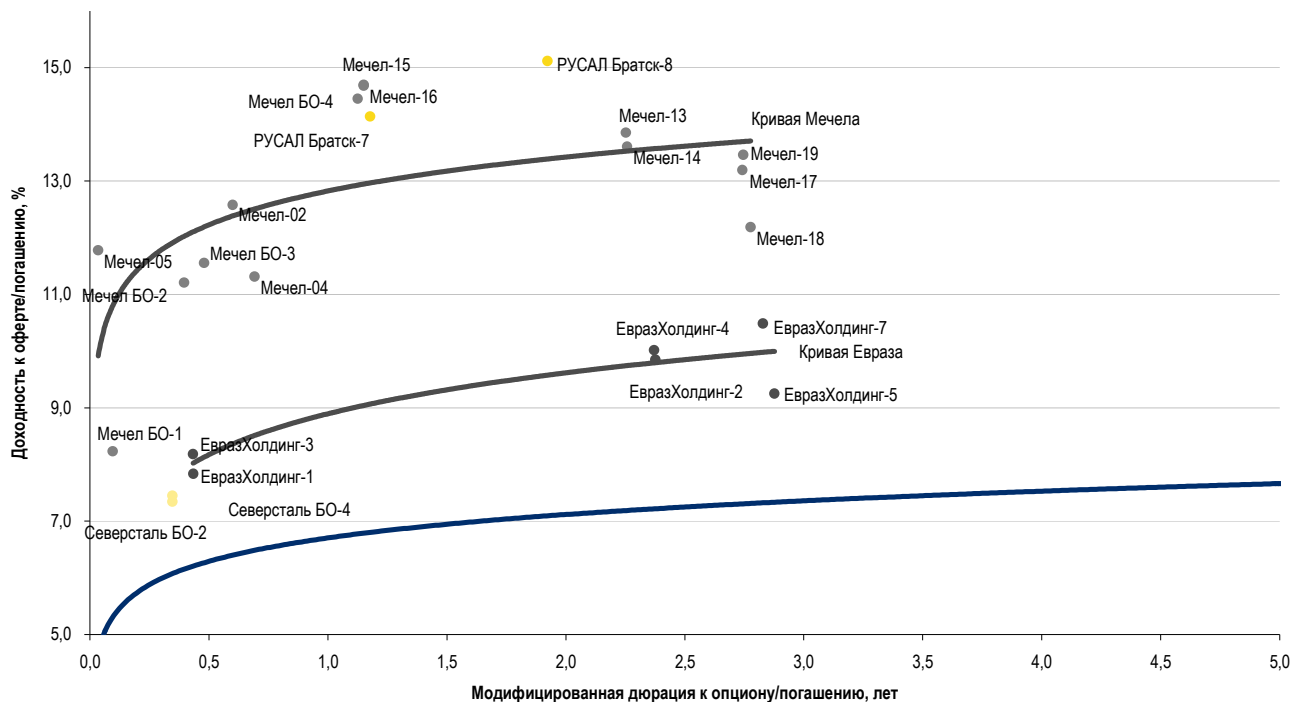
Планируется консолидировать лишь некоторые активы ЭСТАРА. В ходе телефонной конференции менеджмент Мечела объявил о том, что до конца года планирует консолидировать лишь трейдинговое подразделение ЭСТАРА, компанию Cognog, а с 2013 г. будут консолидированы Ростовский электрометаллургический завод и ЛомПром. Представители Мечела сообщили, что кредит третьим сторонам по этим трем активам составляет 200 млн долл. После консолидации данных активов долг ЭСТАРА перед Мечелом, по оценкам последнего, уменьшится на 187 млн долл. Остальная задолженность будет пролонгирована на 9 месяцев. Руководство Мечела надеется, что ЭСТАР сможет продать активы и погасить оставшийся долг до конца указанного срока. Кроме того, как известно в ходе телефонной конференции, Менеджмент не слишком оптимистично оценивает перспективы роста цен на коксующийся уголь и ожидает, что в 4 кв. 2012 г. повышение будет умеренным – на 10–15 долл./т относительно уровня на конец 3 кв. 2012 г. (Цены на конец прошлого квартала были также объявлены в ходе телефонной конференции. Например, цена CIF на уголь, поставляемый в Китай с Якутгля, составила 140–150 долл./т.)

Объем инвестиций соответствует плану, свободный денежный поток положительный. Чистый операционный денежный поток Мечела по итогам 1 п/г 2012 г. достиг 649 млн долл. против минус 34 млн долл. годом ранее, а объем капитальных затрат составил 578 млн долл., из которых 303 млн долл. пришлось на 2 кв. 2012 г. Высвобождение средств из оборотного капитала и осуществление умеренных инвестиций позволяет компании третий квартал подряд удерживать свободный денежный поток в положительной зоне (практически нулевое значение во 2 кв. 2012 г. и 71 млн долл. по итогам полугодия). Инвестиции на 2012 г. запланированы на уровне 1–1,1 млрд долл., основными проектами по-прежнему будут Эльгинское месторождение и строительство универсального рельсобалочного стана на Челябинском МК. По предварительной оценке менеджмента, в 2013 г. инвестрасходы могут составить 790–900 млн долл. и будут направлены исключительно на реализацию текущих проектов.

Инвестирование в бумаги эмитента по-прежнему сопряжено с высоким риском. Опубликованная отчетность носит умеренно негативный характер, но не меняет нашей оценки кредитного профиля эмитента. Слабые результаты явились следствием ухудшения конъюнктуры на основных рынках сбыта, а сохранение высокой долговой нагрузки остается определяющим фактором для финансового положения компании. За последние три месяца кредитный спред Мечела к кривой ОФЗ расширился до 650–750 б.п., тогда как еще в мае составляло в среднем не более 450–550 б.п. Мы по-прежнему с осторожностью оцениваем кредитное качество компании и рекомендуем воздерживаться от инвестиций в ее бумаги до тех пор, пока не дадут видимых результатов усилия менеджмента по оптимизации кредитного портфеля за счет рефинансирования краткосрочного долга и снижения лeverеджа.

Мы рекомендуем избегать вложений в бумаги Мечела до улучшения ситуации с долговой нагрузкой

Доходности рублевых облигаций эмитентов горно-металлургического сектора, 02.10.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Мечела

US GAAP, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	1 п/г 2011	2 011	1 кв. 2012	1 п/г 2012
Выручка	6 684	9 951	5 754	9 746	6 407	12 546	2 950	6 035
Валовая прибыль	2 517	4 691	1 793	3 597	2 185	4 325	975	1 864
ЕБИТДА	1 648	2 921	588	1 873	1 179	2 404	470	848
Чистая прибыль	1 029	1 229	76	692	548	803	233	(616)
Долг	3 542	5 438	6 092	7 498	8 919	9 869	10 134	9 302
Чистый долг	2 959	4 755	5 677	7 158	356	9 226	9 694	9 151
Капитал	3 505	4 031	4 331	4 951	5 504	5 365	5 855	4 535
Активы	9 228	12 010	13 183	15 776	18 467	19 306	20 236	17 937
Валовая рентаб., %	37,7	47,1	31,2	36,9	34,1	34,5	33,0	30,9
Рентаб. по ЕБИТДА, %	24,7	29,4	10,2	19,2	18,4	19,2	15,9	14,1
Долг/ЕБИТДА	2,1	1,9	10,4	4,0	4,0	4,1	4,4	4,5
Чистый долг/ЕБИТДА	1,8	1,6	9,7	3,8	3,8	3,8	4,3	4,4
Акц. капитал/Активы	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Акц. капитал/Долг	1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5
Доля краткоср. долга, %	32,0	94,7	31,6	27,7	0,0	27,8	25,6	30,6
ОДП	905	2 230	562	(147)	(34)	888	345	649
Ден. поток от инв. деятельности	(3 410)	(3 250)	(710)	(1 119)	(808)	(2 621)	(276)	(579)
Ден. поток от фин. деятельности	2 550	1 248	375	1 210	826	2 079	(305)	(542)
Капзатраты	(830)	(1 167)	(610)	(990)	(758)	(1 806)	(276)	(578)
СДП	75	1 063	(49)	(1 137)	(792)	(918)	70	71
ОДП/Капзатраты	1	1,9	0,9	0,1	0,0	0,5	1,3	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012