

Мечел

Оферта по облигациям и результаты за 9М13

Аналитик: Айрат Халиков
Эл.почта: AKhalikov@veles-capital.ru

Оферта по облигациям в 1 кв. 2014 г.

Одним из главных вопросов, который беспокоит инвесторов, является то, что до конца 1 кв. 2014 г. наступит оферта по 4 выпускам облигаций Мечела: по одному — в январе 2014 г. и по трем — в феврале. По данным представителя компании, номинальная стоимость облигаций, оставшихся в обращении с учетом предыдущих оферт, — около 17 млрд руб. (521 млн долл.). Учитывая то, что облигации компании весьма низколиквидные, а компания обладает высоким уровнем долга, мы ожидаем, что большинство держателей предъявят их к погашению.

Мы полагаем, что **Мечел успешно пройдет оферту** поскольку объем денежных средств на счетах компании на 20 декабря 2013 г. составлял 69 млн долл., а объем открытых кредитных линий и неиспользованных кредитов приближается к 371 млн долл. Таким образом, Мечел располагает не менее 440 млн долл.

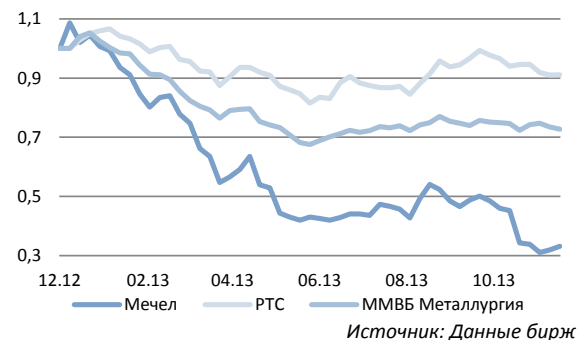
Также в ближайшие дни, возможно до окончания 2013 г., компания получит 425 млн долл. от продажи ГОК Восход и Тихвинского ферросплавного завода. Соответственно, инвесторы могут быть уверены в способности Мечела выполнить обязательства без каких-либо трудностей, что, впрочем, уже отражено в доходности облигаций.

Долг

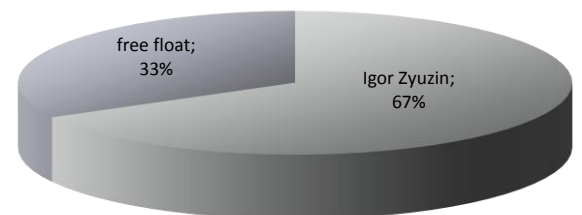
По оценке старшего вице-президента по финансам Станислава Площенко, доход Мечел в 2014 г. от продажи долей в активах, крупнейшим из которых является Эльгинское угольное месторождение, достигнет около 1 млрд долл. По плану в следующие два года компания должна погасить значительные объемы кредитов (по 2,5 млрд долл. в 2014 и 2015 гг.). Эти суммы значительно превышают ожидаемые денежные потоки от операционной деятельности и продажи активов.

Мы опасаемся, что новостной фон вокруг новых реструктуризаций обусловит высокую волатильность акций — по аналогии с тем, что было в ноябре 2013 г. Поэтому **мы оцениваем вложения в акции Мечела как чрезмерно рискованные.**

Динамика цены акций компании относительно индекса



Акционеры, %



Источник: Данные компании

Информация о компании

Код NYSE / RTS	MTL / MTLR
Цена обыкн. акции, долл.	2,52
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл. (об.)	1,65 / 4,03
Целевая цена акции (об.), долл.	нет рекоменд.
Рыночная капитализация, млн долл.	1 049
EV, млн долл.	11 051

Источник: Данные бирж. Оценка: Велес Капитал

Финансовые показатели и коэффициенты (GAAP)

	2011	2012
Выручка, млн долл.	12 546	11 275
ЕБИТДА, млн долл.	2 393	1 332
Чистая прибыль, млн долл.	650	-1 635
Рентабельность по ЕБИТДА, %	19,1	11,8
Рентабельность по чистой прибыли, %	5,2	отр.
EV / S	0,87	0,96
EV / ЕБИТДА	4,5	8,2
P / E	5,9	отр.
ROIC, %	9,0	н/с
ROE, %	12	отр.

Источник: Данные бирж. Оценка: Велес Капитал



Однако мы полагаем, что инвесторам не стоит проявлять излишнее беспокойство по данному поводу, поскольку после недавней встречи представителей Мечела, Русала и Евраза с премьер-министром России Дмитрием Медведевым можно быть уверенным в том, что государство продолжит поддерживать системообразующие предприятия, как кредитами через госбанки, так и путем поручительства по кредитам коммерческих банков.

Мы оцениваем вложения в акции Мечела как чрезмерно рисковые

- В этой связи мы считаем, что **инвесторам, готовым принимать на себя высокий риск, могут быть интересны облигации 13-й и 14-й серии**, которые торгуются с дисконтом до 30-35% от номинала. Покупка этих облигаций и предъявление их выкупу по оферте в сентябре 2015 г. принесет, с учетом выплаты купона, доход в 38-39% годовых в рублях, причем успешное прохождение оферты в 1 кв. 2014 позволит монетизировать часть дохода значительно раньше.

Готовым принимать на себя высокий риск могут быть интересны облигации 13-й и 14-й серии

Финансовые результаты

- Мечел опубликовал финансовую отчетность в соответствии с GAAP. Выручка компании за 9 мес. 2013 г. сократилась на 19% г/г до 6,7 млрд долл., скорректированная EBITDA - на 55% г/г до 608 млн долл., а чистый убыток вырос в четыре раза до 2,2 млрд долл.

Компания показала значительное ухудшение финансовых результатов в отчетных периодах, но, по сути, они связаны с перестройкой компании и указывают на то, что худшее для компании уже позади. Проблема высокого уровня долга и неблагоприятной конъюнктуры в сталелитейной отрасли остается актуальной для Мечела.

- Мечел в текущем году разрешил свои главные проблемы:** привлек финансирование от ВЭБа на развитие ключевого проекта компании — Эльгинского угольного месторождения — без нарушения ковенант, закончил дорогостоящее строительство рельсобалочного стана на ЧМК, получил контроль над портом Ванино, модернизировал порт Посьет, добился ковенантных каникул и заручился поддержкой государства в вопросах кредитования. На финансовые результаты компании негативно повлияло уменьшение цен реализации продукции и объемов ее отгрузки.
- Добывающий сегмент.** Цены на коксующийся уголь, основную продукцию добывающего сегмента, за год снизились на 42% со 122 долл./т в 3 кв. 2012 г. до 71 долл./т в 3 кв. 2013 г. В то же время прямая себестоимость добычи угля (cash costs) снизилась лишь на 13% г/г до 34 долл./т. В результате опережающего снижения цен, рентабельность по EBITDA добывающего сегмента снизилась на 14 п.п. с 32% в 3 кв. 2012 г. до 18% в 3 кв. 2013 г.



- ✎ **Физические объемы продажи углей снизились главным образом из-за сокращения его перевалки в порту Посьет** из-за работ по модернизации порта. Однако, по нашему мнению, в следующем году Мечел с лихвой покроет снижение отгрузки, поскольку благодаря перестройке порта объемы перевалки в Посьете могут вырасти с 4,6 млн т в 2012 г. до 7 млн т в 2014 г.
- ✎ Стоит отметить позитивные ожидания компании: менеджмент Мечела полагает, что цены на металлургическое сырье в следующем году будут выше, чем в текущем, а значит и результаты добывающего сегмента в 2014 г. также будут лучше. Однако мы скептически относимся к подобным прогнозам, поскольку на данный момент нет никаких признаков улучшения конъюнктуры в металлургической отрасли. По нашему мнению, возможные улучшения финансовых результатов будут связаны, прежде всего, с избавлением от убыточных активов и ростом экспорта угля после окончания модернизации порта Посьет.
- ✎ **Металлургический сегмент.** Средняя цена на арматуру, снизилась на 11% с 684 долл./т в 3 кв. 2012 г. до 607 долл./т в 3 кв. 2013 г. При этом за год Мечел добился снижения себестоимости (cash costs) производства арматуры лишь на 6% г/г до 425 долл./т, поэтому рентабельность по EBITDA в 3 кв. 2013 г. сократилась на 1 п.п. г/г до 4%.

Снижение цен происходило на фоне сокращения объема отгрузки продукции. **Уменьшение продаж металлургической продукции связано с сокращением или остановкой производства на низкоэффективных предприятиях.**

- ✎ **Убытки.** Основные причины значительного убытка по чистой прибыли - это разовые неденежные списания из-за переоценки активов связанные, прежде всего, с выбытием румынских металлургических предприятий и продажей ферросплавных активов. Мечел договорился о продаже феррохромовых предприятий в Казахстане и России, остановил Южурналникель, из-за этого компании пришлось зафиксировать значительные убытки от переоценки активов в виде разницы между остаточной и текущей стоимостью или стоимостью реализации.
- ✎ **Денежный поток.** Чистое **поступление денежных средств по операционной деятельности за 9 мес. 2013 г. составило 314 млн долл.** и было практически в 3 раза меньше поступлений годом ранее. При этом процентные расходы составили 546 млн долл., что вызывает вопросы по поводу возможности выплаты процентов по кредитам и займам за счет доходов от операционной деятельности. Очевидно, что компания вынуждена обслуживать процентные расходы за счет продажи своих активов и привлечения новых кредитов и займов, и такая

Объемы продажи углей снизились главным образом из-за сокращения перевалки угля в порту Посьет

Уменьшение продаж стальной продукции связано с сокращением или остановкой производства на низкоэффективных предприятиях



тактика, видимо, сохранится в 2014 г.

- ✎ **Оценка акций.** В настоящее время мы не выносим рекомендации по акциям Мечела. Мы ожидаем, что в ближайшие годы компания будет направлять основную часть денежных потоков на обслуживание и погашение своего долга, при этом продажа активов будет вынуждать фиксировать неденежные убытки от их переоценки. В этой связи свободный денежный поток будет незначителен, а слабые финансовые результаты не позволят выплачивать дивиденды. Мы советуем инвесторам, которые позитивно оценивают перспективы компании присмотреться к облигациям Мечела, поскольку извлечение дохода по ним более очевидно.

Мы ожидаем, что свободный денежный поток будет незначителен, а слабые финансовые результаты не позволят выплачивать дивиденды



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2013 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Денис Саранцев
Управляющий директор по активным операциям
DSarantsev@veles-capital.ru

Михаил Васильев
Заместитель управляющего директора по активным операциям
MVasilyev@veles-capital.ru

Александр Антипов
Начальник управления операций на рынке акций
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский
Сейлз-трейдер
AMoskovsky@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и Удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика
AKostyukov@veles-capital.ru

Юлия Фрумкина
Потребительский сектор
YFrumkina@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP - клиентами

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Арсений Валитов
Корпоративные клиенты
AValitov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025,
Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua