

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdakov@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

Мечел (Moody's: Caa3/Neg): финансовая отчетность за 1П14 в рамках ожиданий, судьба компании в руках госбанков

Вчера Мечел опубликовал финансовую отчетность по US GAAP по итогам 1П14. Опубликованные результаты оказались в рамках ожиданий. Компания продолжает в 1П14 демонстрировать ухудшение ключевых финансовых показателей на фоне падения объемов реализации металлургического сырья и стальной продукции, а также снижения цен на сырье. Так, выручка Мечела по итогам 1П14 снизилась на 25.5% г/г (до 3 444 млн. долл.), показатель EBITDA – на 38.4% г/г (до 250 млн. долл.), что привело к сокращению рентабельности по EBITDA до 7.3% (на 1.5 пп г/г). Объем долга компании (включая лизинговые обязательства) к концу 1П14 снизился на 3.7% по сравнению с началом года и составил 9 078 млн. долл. Сокращению долга способствовало ослабление рубля в течение 1П14 (более половины долга Мечела номинировано в рублях). Вместе с тем, компания нарушила обязательства перед кредиторами, что привело к реклассификации долга: его краткосрочная часть к концу 1П14 достигла 94.7% против 17.1% на начало года. В свою очередь, падение EBITDA привело к повышению долговой нагрузки до 15.7x в терминах чистый долг / EBITDA LTM.

Напомним, что опубликованные ранее операционные результаты Мечела за 1П14 также не давали поводов для оптимизма. Так, производство и угля, и стали за период сократилось примерно на 17% г/г, составив 11 198 тыс. и 2 127 тыс. тонн соответственно, что было связано с остановкой добычи на североамериканском угледобывающем предприятии Mechel Bluestone, а также прекращением работы с Группой Эстар. Продажи угля снизились в 1П14 на 3.9% г/г (до 8 796 тыс. тонн), в основном из-за сокращения отгрузок коксующегося концентрата на 2.9% г/г (до 4 379 тыс. тонн). Отгрузки железорудного сырья сократились более чем в 2 раза по сравнению с прошлым годом, составив всего 885 тыс. тонн. Итоги деятельности металлургического сегмента компании в 1П14 также выглядят слабо: общий объем продаж сократился на 27.1% г/г (до 2 330 тыс. тонн), наиболее сильное снижение показали отгрузки сортового проката (на 12.3% г/г, до 1 588 тыс. тонн) и товарной заготовки (на 89.1% г/г, до 61 тыс. тонн). К этому стоит также добавить стабильно ухудшавшуюся в 1П14 конъюнктуру цен на сырье для металлургии: согласно отчету Мечела, цены на коксующийся уголь во 2К14 достигли минимума за последние 7 лет.

Отчетность Мечела свидетельствует о достижении компанией к концу 1П14 критического уровня платежеспособности. Так, начиная с 4К13 валовый денежный поток компании (до изменений в оборотном капитале) был отрицательным, а в 1П14 он составил уже -221 млн. долл. Прочие затраты в 1П14 включали финансирование поддерживающих инвестиций и лизинговых платежей (в сумме на 309 млн. долл.), расходы на M&A-сделки (на 79 млн. долл.), чистое погашение долга (на 298 млн. долл.). Эти расходы были покрыты за счет высвобождения средств из оборотного капитала, увеличения кредиторской задолженности. Кроме того, Мечел потратил почти весь запас денежных средств на балансе: на конец 1П14 их объем снизился до 69 млн. долл. против 275 млн. долл. Таким образом, запас ликвидности Мечела подходит к концу, изъятие средств из оборотного капитала также не может идти постоянно, равно как и финансирование за счет средств контрагентов, которые активно судятся со структурами Мечела по неплатежам. К этому нужно добавить, что компания уже даже формально не в состоянии в полной мере платить проценты по долгу: в 1П14 отношение EBITDA к процентным платежам составило 0.7x. Таким образом, если Мечелу не удастся продать в ближайшее время какие-либо активы,

Ключевые финансовые показатели Мечела по US GAAP по итогам 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%
Выручка	3 444	4 623	-25.5%
EBITDA*	250	406	-38.4%
Операционный убыток	(16)	(631)	-97.5%
Чистый убыток	(646)	(2 124)	-69.6%
Рентабельность по EBITDA	7.3%	8.8%	-1.5 пп
Операционная рентабельность	-	-	-
Чистая рентабельность	-	-	-
Операцион. денежный поток до изм. ОК	(221)	(111)	99.1%
Чистый операционный денежный поток	476	91	x5.2
CAPEX	309	425	-27.3%
Свободный денежный поток	167	(334)	-

млн. долл.	1П14	2013	%
Активы	12 993	13 835	-6.1%
в т.ч. денежные средства	69	275	-74.9%
Долг**	9 078	9 425	-3.7%
доля краткосрочного долга	94.7%	17.1%	77.6 пп
Чистый долг	9 009	9 150	-1.5%
Капитал	135	812	-83.4%
CAPEX/EBITDA	1.2x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	15.8x	12.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	15.7x	12.5x	-
EBITDA/Расходы по процентам	0.7	1.2	-
Долг/Капитал	67.2x	11.6x	-

* показатель скорректирован на неоперационные и неденежные доходы и/или расходы

** включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Мечела за 1П14

тыс. тонн	1П14	1П13	%
Производство			
Уголь	11 198	13 403	-16.5%
Чугун	1 900	1 995	-4.8%
Сталь	2 127	2 550	-16.6%
Продажи сырья внеш. покупателям			
Железорудный концентрат	885	1 973	-55.1%
Концентрат коксующегося угля	4 379	4 510	-2.9%
Антрациты	926	1 085	-14.7%
Угли PCI	1 623	1 443	12.5%
Энергетические угли	1 868	2 115	-11.7%
Кокс	525	512	2.5%
Общие продажи металлопродукции*			
Сортовой прокат	1 588	1 811	-12.3%
Плоский прокат	227	309	-26.5%
Товарная заготовка	61	560	-89.1%
Металлы	384	426	-9.9%
Поковки и штамповки	70	88	-20.5%

* включая продукцию сторонних производителей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

кредиторам придется также согласиться на введение каникул уже по процентным платежам, если только ценовая конъюнктура на коксующийся уголь существенно не улучшится, что маловероятно. По нашим оценкам, в этом году компания сможет заработать порядка 400-500 млн. долл. EBITDA, тогда как только процентные платежи составляют более 700 млн. долл. в год.

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. Так, рынок все лето ждал принципиального решения Правительства по дальнейшей судьбе компании, однако такого решения нет до сих пор. Напомним, что речь шла о двух вариантах дальнейшего развития событий: первый предполагал отказ от дальнейшей поддержки компании (то есть, банкротство), что чревато для госбанков убытками от обесценения активов и досоздания резервов, не говоря уже о социальном аспекте этой проблемы. Второй вариант предполагал сохранение поддержки со стороны госбанков, которые, в таком случае конвертируют свой долг в капитал Мечела, что привело бы к сокращению доли основного бенефициара Игоря Зюзина примерно до 5%. В конце лета – начале осени риторика со стороны руководства госбанков и некоторых чиновников Правительства по отношению к Мечелу заметно ужесточилась, лейтмотивом стали заявления о том, что не имеет смысла реструктурировать долги компании. На этом фоне Сбербанк и ВТБ подали на Мечел в суд, вынеся разбирательства по просроченным кредитам в публичную плоскость. Тем не менее, на наш взгляд, эти события не являются однозначным сигналом к тому, что было принято, все же, решение банкротить Мечела. Пока это выглядит, скорее, как усиление собственных позиций госбанков на переговорах с менеджментом Мечела, в пользу чего, свидетельствует относительно небольшая сумма, которая пока фигурирует в исках ВТБ и Сбербанка (в сумме около 4.5 млрд. руб.), а также то, что крупнейший кредитор компании Газпромбанк настроен более конструктивно. Вчера Мечел и Газпромбанк договорились о переносе платежей по кредиту на 170 млн. долл. на 2015 г. Инвесторы достаточно позитивно восприняли этот сигнал, несмотря на то, что общий объем долга перед банком составляет 2.3 млрд. долл. В заключение напомним, что в начале октября Moody's вновь понизило рейтинг Мечела до уровня Саа3 с негативным прогнозом (первое снижение было еще в марте – до Саа1/Negative), добавив, что даже наиболее благоприятный сценарий, подразумевающий реструктуризацию долга компании, будет неизбежно чреват потерями для ее кредиторов. В контексте публичного долга отметим, что облигации Мечела уже достаточно давно превратились в инструмент, интересный исключительно агрессивным инвесторам, четко отдающим себе отчет, насколько большие риски они на себя принимают.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

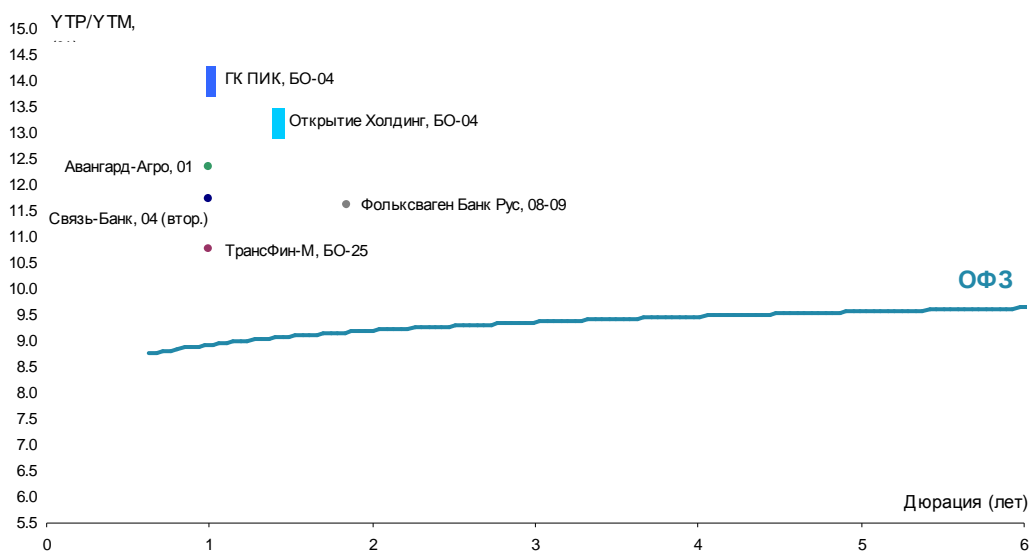
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашения
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	12.36	10.10.2014	14.10.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
ГК ПИК, БО-04	B / - / -	да	5 000	13.69-14.22	10.10.2014	15.10.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	11.62	09.10.2014	15.10.2014	нет / 1.84 г	2 г / 5 лет
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	10.78	13.10.2014	15.10.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	11.62	09.10.2014	16.10.2014	нет / 1.84 г	2 г / 5 лет
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	12.89-13.42	14.10.2014	16.10.2014	нет / 1.41 г	1.5 г / 3 г
Трансфин-М, БО-33	NR	нет	2 500	н/д	17.10.2014	21.10.2014	н/д	н/д / 10 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 11.72	23.10.2014	24.10.2014	нет / 1 г	1 г / 6.5 лет

Цветом выделены в 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-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
Российский Капитал, БО-01 (вторич.)	- / - / B+	да	2 385	н/д / 100%	н/д	12.34	29.09.2014	0.93 г / 2 г
Газпромбанк, БО-10	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	11.30-11.57	11.09	26.09.2014	нет / 1 г
МОЭСК, БО-04	BB / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.83	11.30	25.09.2014	нет / 2.62 г
Трансфин-М, БО-28	BBB- / Baa3 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	23.09.2014	нет / 4.01 г
Райффайзенбанк, БО-04	BBB- / Baa3 / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.78	22.09.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-13	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	11.62-12.04	11.99	18.09.2014	нет / 1.84 г
Альфа-Банк, БО-14	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.36	12.31	18.09.2014	нет / 2.60 г
Обувьрус, БО-04	NR	нет	1 000	н/д / 100%	11.46-12.55	12.01	12.09.2014	нет / 1.81 г
Запсибкомбанк, БО-04	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.42	13.42	04.09.2014	нет / 0.5 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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции	research@zenit.ru	
Облигации	firesearch@zenit.ru	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@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.