

Четверг, 21 мая 2009

J&T BANK об актуальном в мире финансов

ПАМЯТКА: Долг платежом красен...

МЕЧЕЛ: ОПТИМИЗМ ИЛИ БЕЗЫСХОДНОСТЬ?

Российский чоболь Мечел, добывающий около четверти всего угля и производящий каждую 12 тонну стали в стране, задумал масштабную экспансию на внутреннем долговом рынке.

В этом году компания зарегистрировала рублевых облигаций на **75 млрд. руб.** (т.е. около \$2 млрд.), из которых **30 млрд. руб.** (15 выпусков) приходится на биржевые облигации с годовым сроком обращения и **45 млрд. руб.** (9 выпусков) – на длинные облигации (на 7-10 лет). **Сейчас на ММВБ торгуется лишь один выпуск облигаций Мечела на 5 млрд. руб. (оферта в июне 2010 года).**

Официальная версия по судьбе зарегистрированных выпусков такова:

! «Длинные облигации» на 45 млрд. руб. нужны для освоения Эльгинского месторождения, лицензией на разработку которого (*точнее, северо-западного его участка с доказанными запасами в 2200 млн. тонн*) владеет «дочка» Мечела – Якутуголь. «Дочка» же и является поручителем по «длинным выпускам».

! «Биржевые облигации» на 30 млрд. руб. нужны на всякий случай. Поручитель – сам Мечел.

В целом, объяснения вполне правдоподобны. Но, учитывая текущий уровень долговой нагрузки и «медицинский» имидж компании, возникают мысли об иных причинах размещения, сеющие сомнения в искренности менеджмента.

Абсолютно не исключено, что «всякий случай» может наступить очень скоро. Предпосылки к этому варианту развития событий следующие:

⚡ Оборотный капитал (*исходя из отчетности за 9 месяцев по US GAAP*) впервые с 2004 года стал отрицательным, т.е. компании очень нужны средства для осуществления основной деятельности.

⚡ Краткосрочный чистый долг превышает чистый денежный поток в 2,5 раза, чего никогда ранее не случилось (*максимум был в 2003 году – 1,8х*).

⚡ Производство основных видов продукции в I квартале'2009 рухнуло почти в два раза по сравнению с I кварталом'2008, чистая прибыль в I квартале'2009 отсутствует (*по крайней мере, по РСБУ*), а долги растут как снежный ком, впервые превзойдя собственный капитал - *только в этом году нужно будет погасить сумму кредитов в 1,5-2 раза большую, чем ожидаемая прибыль за рекордный для компании 2008 год. А ведь есть еще и «прочие обязательства», которые тоже близки к ожидаемой чистой прибыли и которые тоже принято погашать...*

Вот поэтому и смущает заявленный объем облигационных выпусков и обозначенные цели привлечения этих средств. Не каждый эмитент во время кредитной лихорадки решится разместить облигации, объем которых увеличит долг в 1,5 раза, при том, что EBITDA едва-едва покрывает краткосрочный долг.

Совокупный объем возможного предложения

- **75 млрд. руб.**
- **Общее количество выпусков - 24**
- **Средневзвешенный срок обращения - 5,6 лет**

Стандартные облигации

- **04 и 09 выпуски (срок - 7 лет, объем - по 5 млрд. руб.)**
- **06 и 07 выпуски (срок - 8 лет, объем - по 5 млрд. руб.)**
- **05 и 10 выпуски (срок - 9 лет, объем - по 5 млрд. руб.)**
- **08, 11 и 12 выпуски (срок - 10 лет, объем - по 5 млрд. руб.)**
- **ИТОГО - 45 млрд. руб. на 8,7 лет**

Биржевые облигации

- **01-05 выпуски (срок - 1 год, объем - по 1 млрд. руб.)**
- **06-10 выпуски (срок - 1 год, объем по 2 млрд. руб.)**
- **11-15 выпуски (срок - 1 год, объем - по 3 млрд. руб.)**
- **ИТОГО - 30 млрд. руб. на 1 год**

МЕЧЕЛ: Кризис не прошел даром

До последнего квартала 2008 года финансовые результаты компании были лучшими в ее истории, и кредиторы вполне могли спать спокойно. Но конец года внес существенные коррективы.

Серьезное ухудшение состояния мировой и российской экономики не замедлило сказаться и на деятельности Мечела. Весомый удар по доходам нанесла девальвация рубля, разом снизившая выручку и прибыли, выраженные в \$, т.к. большая часть продукции (58% в 2007 году и 53% за 2005-2007гг.) продается на внутреннем рынке. При этом расходы по кредитам и займам, 2/3 из которых приходятся на валюту, незамедлительно выросли. Падение спроса на металлопродукцию заставило компанию заглушить домны, что негативно сказалось на выручке металлургического сегмента компании, приносящего более 65% выручки.

Тем не менее, компания решила увеличить абсолютный размер долга. Вероятно, оптимизм менеджмента основан на том, что факторы, негативно влиявшие на рентабельность, пошли на убыль, и к концу года чистые доходы вернуться в положительную плоскость. Не исключено, что так и будет. Вот только вероятность реализации оптимистичного сценария ничуть не выше, чем пессимистичного, который опирается на следующие факторы:

По мере разрастания дефицита бюджета до запланированных 8% ВВП (с нынешних 3,3% за январь-апрель) доверие к национальной валюте может падать, в связи с чем возможная вторая волна девальвации способна нанести еще больший урон компаниям с долгами «выше некуда», и Мечелу в том числе.

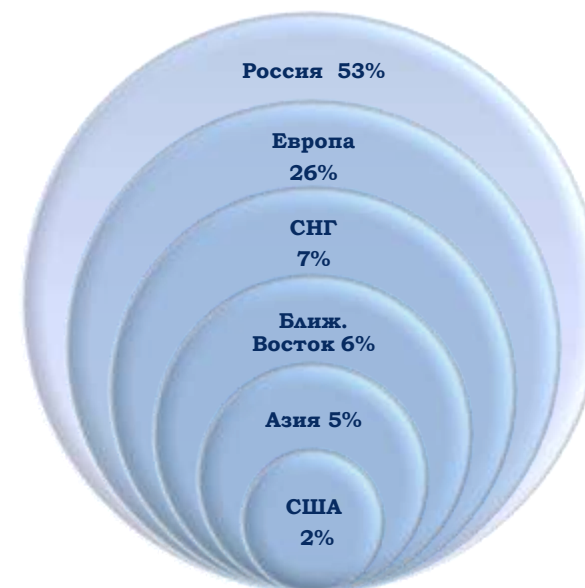
Также девальвация в силах спровоцировать очередную «заморозку» кредитования реального сектора. Кроме того, рублевые доходы компании в условиях слабого спроса могут просто катастрофически рухнуть.

Тогда может быть это не оптимизм, а безысходность? Ведь Мечел должен погасить в этом году кредитов и займов на сумму близкую к \$2 млрд. Имеющаяся на счетах наличность по данным отчетности US GAAP на конец сентября'2008 составляла меньше 1/10 от указанной выше величины (\$137 млн.). **На конец марта по РСБУ «кубышка» составила менее \$0,5 млн., но это скорее справочные, чем реальные данные.** В этом случае решение по выпуску облигаций (главным образом это относится к биржевым бумагам) может свидетельствовать о том, что нехватка оборотных средств серьезно осложнила жизнь компании, и что возможности по привлечению банковских кредитов (более дешевых по сравнению с облигациями) практически исчерпаны.

РОССИЙСКАЯ СПЕЦИФИКА КРИЗИСА



ГЕОГРАФИЯ ПРОДАЖ ЗА 2005-2007гг.



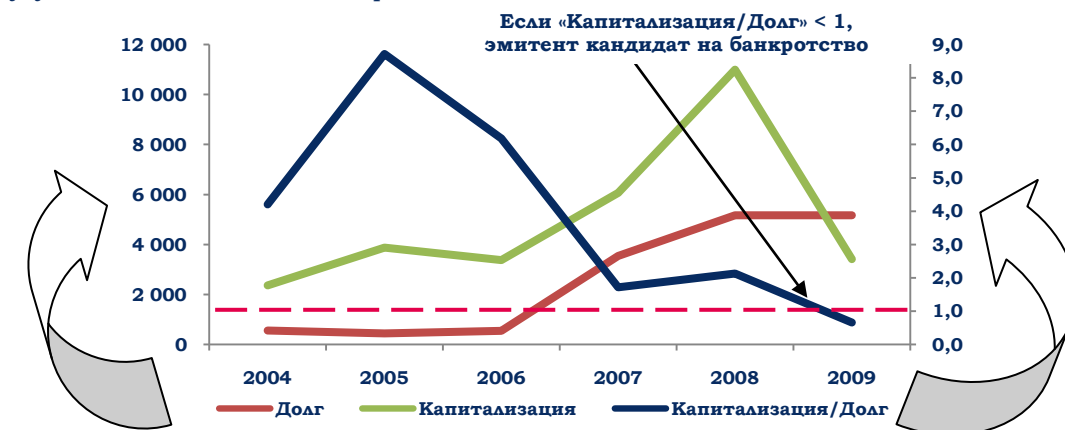
МЕЧЕЛ: Подытожим...

Тем не менее, несмотря на достаточно невеселую ситуацию с долгами, для Мечела ничего еще не потеряно. Самое главное сейчас – грамотно распорядиться созданной в прошлом году «подушкой» доходов. И, судя по последним новостям, менеджмент пока идет в правильном на первый взгляд направлении. В частности, компании удалось частично снизить остроту проблемы с краткосрочным долгом – 2/3 бридж-кредита на \$1,5 млрд. пролонгировано на 3 года. Кроме того, компания нашла новый способ для продолжения роста – покупка активов с отсрочкой оплаты (по этой схеме куплена американская Bluestone Coal). Правда огорчает, что стратегия роста – по своей сути экстенсивная – не изменилась. Однако прошлые показатели рентабельности у Мечела убедительно говорят об умении выжимать максимум из купленных активов.

А теперь приведем свою трактовку целей размещения новых облигаций:

Если общеэкономическая конъюнктура вновь ухудшится, Мечел попытается сначала разместить биржевые облигации, чтобы пополнить оборотный капитал и суметь расплатиться по «коротким» долгам. Далее последует попытка размещения «обычных» облигаций, средства от которых будут в основном использованы для погашения биржевых бумаг, и по остаточному принципу – на освоение Эльгинского месторождения. Для успеха размещения инвесторам должна быть предложена доходность выше среднего.

Если экономика выйдет из пике, размещения биржевых облигаций не потребуются, а стандартные облигации будут размещены на приемлемых для эмитента и кредиторов условиях. При этом временная структура долга улучшится за счет большого срока обращения стандартных облигаций.



КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ ЭМИТЕНТА

Эмитент	Мечел		
Сектор	Металлургия, добыча		
Bloomberg	MTLR		
Кредитные рейтинги			
S&P, Moody's, Fitch	отсутствуют		
НРА (Россия)	A+ (от 06.07.2007г.)		
Финансовые потоки, \$ млн. US GAAP	T12 Месяцев	2007	2006
Выручка	10 618	6 684	4 398
Динамика	59%	52%	16%
ЕБИТДА	3 180	1 795	1 217
Динамика	77%	47%	81%
Чистая прибыль	1 735	1 050	752
Динамика	65%	40%	130%
Чистый Денежный поток без приобретений	1 226	510	557
Чистый Денежный поток с приобретениями	-419	-2 055	394
Кредитные метрики	T12 Месяцев	2007	2006
Долг/ЕБИТДА	1,62	1,97	0,45
Чистый долг/ЕБИТДА	1,58	1,84	0,08
Долг/Собственный Капитал	1,14	1,01	0,19
Чистый долг/Денежный поток без приобретений	4,10	6,48	0,18
Краткосрочный Чистый Долг/Чистая прибыль	1,75	0,87	0,00
Структура вложенного капитала	9м2008	2007	2006
Собственный капитал	42%	46%	76%
Займы, кредиты, кредиторская задолженность	58%	54%	24%
Займы и кредиты	48%	47%	14%
Структура заемного капитала	9м2008	2007	2006
Краткосрочный долг	61%	32%	32%
Долгосрочный долг	39%	68%	68%
Показатели рентабельности	T12 Месяцев	2007	2006
ROS	16%	16%	17%
ROE	43%	33%	30%
ROIC	34%	25%	21%

ИСТОЧНИК: Отчетность эмитента, расчеты J&T BANK

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ



J&T BANK
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ
МОСКВА

Управление операций на финансовых рынках

Тел.: +7 495 925 2191
Факс: +7 495 697 5824

Россия 121069, Москва
Трубниковский пер., 13 стр. 1

Начальник Управления

Зими́на Элина
Доб. 152

Отдел ценных бумаг

Самсонов Алексей
Доб. 113

Отдел брокерского обслуживания

Красникова Светлана
Доб. 138

Иванова Олеся
Доб. 116

Анализ рынка

Пискунова Надежда
Доб. 110

Ардеев Андрей
Доб. 123

Настоящий документ подготовлен специалистами Управления операций на финансовых рынках J&T BANK на основе источников, которые мы считаем достоверными. Однако мы не гарантируем полноту и точность использованных в данном материале данных. Характер данного документа является исключительно информационным. Оценки и мнения, содержащиеся в документе, являются частным мнением специалистов Управления операций на финансовых рынках и не должны рассматриваться как предложение к совершению каких-либо операций с ценными бумагами или как руководство к принятию инвестиционных решений или иных действий. J&T BANK не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования информации, содержащейся в данном материале. Инвестирование на российском рынке ценных бумаг несет в себе значительные риски, поэтому инвесторы должны проводить самостоятельный анализ рынка и финансовых инструментов до совершения сделок.

Настоящий материал не может быть воспроизведен, копирован, распространен или изменен полностью или частично без получения предварительного письменного согласия J&T BANK. Дополнительная информация может быть предоставлена по дополнительному запросу в письменном виде. J&T BANK не несет ответственности за несанкционированное использование настоящего документа третьими лицами.