

Авторы отчета:

Морин Александр, аналитик, amorin@sovlink.ru

Мечел: Финансовые результаты за 9 месяцев 2011 года

Мечел (MTLR)

Покупать
Целевая цена: \$10,99
Потенциал роста: 29%
Stock data

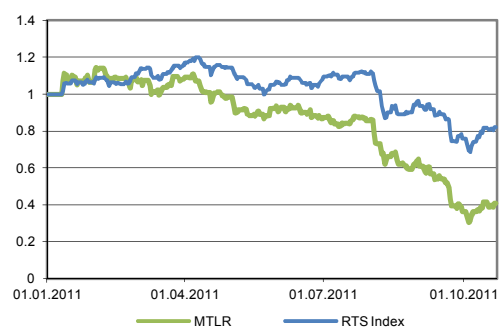
Ticker	MTLR	M.Cap, \$ mln	3535,59
Shares Ords	416270800	Free Float, %	15
Shares Pref	138756915	Free Float, \$ mln	530,34
Bid Ords, \$	8,48	Offer Ords, \$	8,49

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-20%	-66%
Relative to RTSI	Ords	-17%	-41%
Price range, \$			
High	Ords	11,49	25,56
Low	Ords	8,49	8,49

Financials, 2011E

Revenue, \$ mln	11843	EV/S	1,05
EBITDA, \$ mln	2286	P/E	4,8
Net income, \$ mn	736	EV/EBITDA	5,47

Динамика изменения цен на акции в %


Источник: Bloomberg, расчеты Совлинк

На прошедшем 15 декабря конференц-звонке компания Мечел представила финансовые результаты по итогам работы за 9 месяцев 2011 года. В 3 квартале консолидированная выручка компании снизилась до \$3,21 млрд. (снижение на 7,4% по сравнению со 2 кварталом). Основное сокращение пришлось на металлургический дивизион в силу снижения объемов реализации продукции. В то же время положительным фактором можно считать выход металлургического дивизиона в «плюс» - компания получила прибыль в размере \$18 млн. против убытка в \$71 млн. кварталом ранее.

Однако, консолидированные результаты по чистой прибыли Мечела нас разочаровали – компания получила прибыль в размере \$25,7 млн. по итогам работы за 3 квартал, что в 7,5 раз ниже результата по итогам 2 квартала (\$191,91 млн.). Согласно самым пессимистичным прогнозам из консенсуса Интерфакса, чистая прибыль по US GAAP в 3 квартале должна была составить не менее \$43 млн. Основная причина – убыток на \$290 млн. по курсовым разницам, связанной с резким ослаблением рубля к доллару.

Исходя из текущего показателя чистой прибыли по 9 месяцам (\$526,73 млн.), предполагаемый объем годовой чистой прибыли может быть на уровне \$736 млн., что почти вдвое ниже нашей прежней оценки. Согласно Уставу Мечела, объем дивидендных выплат по привилегированным акциям составляет 20% чистой прибыли компании по US GAAP. То есть, исходя из наших текущих ожиданий, прогнозные дивиденды могут составить \$1,06 на привилегированную акцию. Таким образом, при текущей цене в \$6,65 за акцию дивидендная доходность должна составить 16% (по прежнему прогнозу – 30%).

Основные операционные показатели (выручка, EBITDA, операционная прибыль в 3Q) выглядят достаточно устойчиво. Т.е. негатив по чистой прибыли может разочаровать, прежде всего, владельцев привилегированных акций, покупавших бумаги в расчете на высокие дивиденды (вследствие жесткой привязки дивидендов к чистой прибыли).

Помимо снижения показателя чистой прибыли к негативным факторам можно отнести рост показателя чистого долга до \$9 млрд. (в нашей модели \$8,957 млрд. на конец года). Компания уже сократила план инвестиций на 2012 год: на текущий момент Мечел планирует направить на инвестиции \$1-1,1 млрд., что ниже объема вложений за 2011 год на 39%. При этом окончательный объем инвестиций может быть ниже.

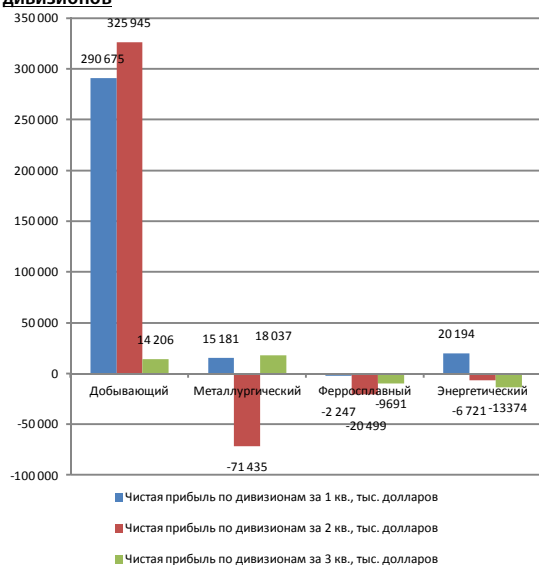
По нашему мнению, возможное нарушение ковенанта на конец года (на основе данных отчетности за 9 месяцев аннуализированный показатель ND/EBITDA составляет 3,53 при предельном значении ковенанта 3,5x) может заставить компанию пересмотреть инвестиционную программу, отказаться или приостановить реализацию некоторых проектов. На текущий

момент наша оценка соотношения ND/EBITDA по итогам года составила 3,9х, что превышает размер текущей ковенанты (3,5х). Мы не исключаем возможности роста соотношения ND/EBITDA до 4х ввиду снижения цен и спроса на продукцию Мечела в 4 квартале.

Текущие результаты компании за 9 месяцев ставят под сомнения высокие годовые выплаты по дивидендам на привилегированные акции. Держатели привилегированных акций могут столкнуться со следующими рисками:

- 1) С учетом скорректированного прогнозного показателя консолидированной чистой прибыли (736 млн.), наша обновленная оценка ожидаемого размера дивиденда на привилегированные акции составила \$1,06, что на 48% ниже прежних прогнозов;
- 2) Возможный убыток от курсовых разниц в 4 квартале может также уменьшить значение консолидированной годовой чистой прибыли, что негативно отразится на размере дивидендов на привилегированную акцию;
- 3) В случае превышения долговой ковенанты, компании придется вести переговоры с кредиторами о ее пересмотре. Это может привести к увеличению стоимости обслуживания долга, что окажет негативное влияние на финансовые результаты. В 2012 году Мечел должен погасить \$2,7 млрд. обязательств по долгу, однако, вероятнее всего, Мечелу придется рефинансировать часть этого долга;
- 4) В случае ухудшения ситуации с выплатами по долгу, акционеры Мечела могут решить не выплачивать дивиденды на привилегированные акции в силу необходимости поддерживать финансовую устойчивость компании в период очередной волны кризиса мировой экономики.

После внесения корректировок в нашу модель, мы пересмотрели целевые цены и наши рекомендации для акций Мечела. В результате мы снизили целевую цену для акций Мечела с \$21,79 до \$10,99, но наша рекомендация «Покупать» осталась неизменной.

Динамика чистой прибыли по кварталам в разрезе дивизионов


Источник: Данные компании, расчеты Совлинк

Финансовые результаты работы Мечела по кварталам

Тыс. долларов	3 квартал 2011 г.	2 квартал 2011 г.	3 квартал 2011 г. к 2 кварталу 2011 г. в %
Выручка от реализации внешним потребителям	3 210 182	3 472 453	-7,55%
Выручка от реализации внутри группы	493 962	545 338	-9,42%
Операционная прибыль	529 484	448 354	18,10%
Операционная маржа	16,49%	13,72%	-
Чистая прибыль, принадлежащая акционерам ОАО «Мечел»	25 708	309 116	-91,68%
Скорректированный показатель EBITDA	677 589	612 324	10,66%
Скорректированный показатель EBITDA, маржа	21,11%	17,63%	-

Источник: Данные компании, расчеты Совлинк

Мечел

Операционные и финансовые результаты Мечела за 9М2011

Среди **негативных** факторов для Мечела можно выделить следующие:

1) **Рост чистого долга.** Увеличение чистого долга компании составило 4,7% по сравнению со значением за 1 полугодие (\$8,6 млрд.). Размер чистого долга составил \$9 млрд. Мы видим определенные риски нарушения ковенанты по итогам года (превышение значения ND/EBITDA, ранее повышенного до 3,5), что потребует ведения дополнительных переговоров с банками-кредиторами и приведет к повышению стоимости заимствований.

2) **Снижение цен и спроса на продукцию компании.** Компания отмечала проблемы со сбытом металлургической продукции в сентябре (увеличение складских запасов), а также снижение цен на высокомаржинальную продукцию (коксующийся концентрат и т.д.). Так средние цены реализации коксующегося концентрата на Украину в 3 квартале были на уровне \$310-320 за тонну на условиях DDU, в то время как в 4 квартале они составляют \$280-290 за тонну. Аналогичная ситуация снижения цен происходила и в направлении Азии – в 3 квартале цены были на уровне \$300-310 за тонну на условиях FOB, контракты в 4 квартале заключены на уровне \$270-275 за тонну.

3) **Сокращение инвестиционной программы (CAPEX).** Мечел продолжил сокращение инвестиционной программы начатой в 1 полугодие. Компания пересмотрела часть проектов на 2012 год, сосредоточившись на наиболее приоритетных (строительство универсального стана, комплекса на Эльгинском месторождении). В результате планируемый объем вложений был скорректирован до \$1-1,1 млрд. долларов. Компания не исключает возможности дальнейшей корректировки данных планов.

4) **Убыток от курсовых разниц.** В результате резкого изменения курса доллара по отношению к рублю в 3 квартале Мечел отразил убыток от курсовых разниц в размере \$290 млн. В основном данный убыток был получен в добывающем сегменте. Что касается 4 квартала, по нашим оценкам, компания может также получить убыток от курсовых разниц, что также негативно отразится на консолидированной чистой прибыли Мечела.

Среди **положительных** факторов можно выделить следующие:

1) **Чистая прибыль в металлургическом дивизионе по итогам 3 квартала.** После существенного убьтка по металлургическому дивизиону во 2 квартале (\$71,44 млн.), вызванного временной приостановкой металлургических предприятий Мечела на обновление и ремонт (Ижсталь, ЧМК и т.д.), компания в 3 квартале произвела запуск в эксплуатацию данных объектов, в результате чистая прибыль составила \$18,03 млн.

2) **Ввод в эксплуатацию Эльгинского месторождения.** В августе Мечел начал добычу первого угля с Эльгинского

Цены компании на коксующийся концентрат на 3 и 4 кварталы 2011 года

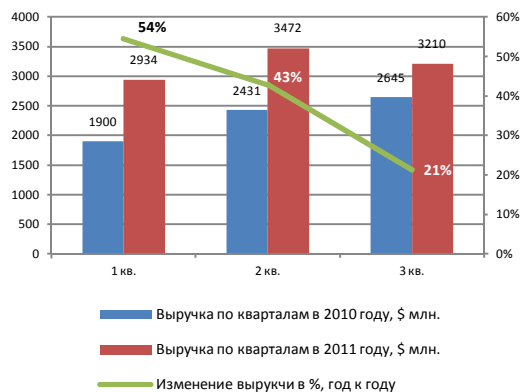
Цены на коксующийся концентрат по направлениям сбыта	3Q11	4Q11	Изменение
Экспорт на Украину (на условиях DDU), \$/t	310-320	280-290	-9,5%
Экспорт в Азию (на условиях FOB), \$/t	300-310	270-275	-10,7%

Источник: данные компании, расчеты Совлинк

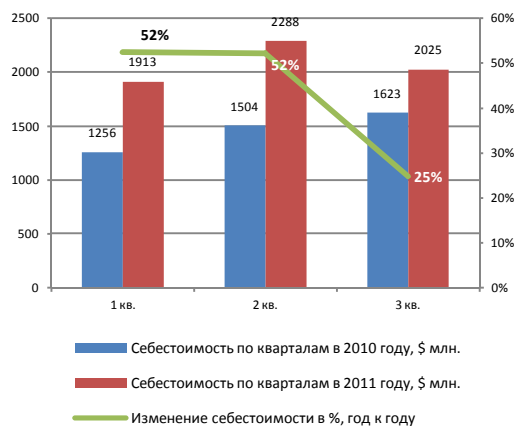
Мировые и цены компаний по основным видам продукции

	1 кв. 2011	2 кв. 2011	3 кв. 2011	4 кв. 2011
Hot Rolled Steel, \$/mt	714,88	719,09	718,41	660,72
Coking coal concentrate (FOB), \$/mt	275,68	287,95	293,5	291,99
Thermal coal, \$/mt	120,96	121,83	117,48	108,83
Средний курс доллара за период	29,16	28	29,12	31,2

Источник: Bloomberg, расчеты Совлинк

Сопоставление данных по выручке за 2010 и 2011 год в разрезе кварталов


Источник: данные компании, расчеты Совлинк

Сопоставление данных по себестоимости за 2010 и 2011 год в разрезе кварталов


Источник: данные компании, расчеты Совлинк

месторождения, в основном энергетического. К декабрю компания произвела пробную партию коксующегося обогащенного угля (4 тыс. тонн). Мечел планирует добыть 2 млн. тонн в 2012 году, в 2013 году – 3 млн. тонн рядового угля. Таким образом, реализация стратегических планов компании на освоение перспективного месторождения идет по плану.

Оценка стоимости акций Мечела

На фоне продолжающегося ухудшения ситуации в мировой экономике мы пересмотрели нашу оценку справедливой стоимости акций компании Мечел.

Внесение корректировок в модель

- 1) **Выручка.** Мы не корректируем наших консервативных прогнозов по выручке, несмотря на ухудшение ситуации с ценами на продукцию, так как с учетом нашего прогноза, выручка компании в 4 квартале может составить \$2225 млн., что предполагает снижение на 31% по сравнению с 3 кварталом. То есть возможные проблемы с реализацией продукции и снижение цен уже заложены в нашей модели.
- 2) **Себестоимость продаж.** Несмотря на снижение cash costs в ряде сегментов по 3 кварталу, учитывая сезонный рост расходов в зимний период, мы ожидаем ускорения роста расходов в 4 квартале (на 10% по сравнению к 3 кварталу), в целом рост себестоимости по году составит 37% по сравнению с 2010 годом. В случае дальнейшей оптимизации расходов Мечелом рост себестоимости может быть ниже наших прогнозов. Однако, сопоставляя данные по себестоимости по итогам 9 месяцев 2010 и 2011 года: абсолютное значение себестоимости увеличилось на 42%, в то время как рост себестоимости в 4 квартале по сравнению с 3 кварталом 2010 года составил 8,9%;
- 3) **Снижение прогнозов по чистой прибыли.** С учетом финансовых результатов за 9 месяцев 2011 года, мы считаем, что Мечел не удастся достичь ранее прогнозируемых нами объемов чистой прибыли (1409 млн. долларов). Сокращение прогнозов чистой прибыли вызвано текущими и потенциально возможными убытками от курсовых разниц, снижением объемов спроса и цен на продукцию, особенно в металлургическом дивизионе. В рамках обновленной модели прогнозное значение чистой прибыли составляет 736 млн. долларов.
- 4) **Чистый долг и CAPEX.** В 3 квартале значение чистого долга достигло 9 млрд. долларов, как прогнозировалось в нашей модели на конец года. Мы не меняем наш прогноз, однако, с учетом снижения цен на продукцию компании, проблем со сбытом и сезонностью, мы видим риски снижения прогнозного годового показателя EBITDA и возможного нарушения ковенант. В результате пересмотра оценок мы снизили значение показателя EBITDA с 2771 млн. долларов до 2286 млн. долларов. С учетом данной оценки показатель ND/EBITDA может составить 3,92.

Метод аналогов

В рамках прежней методики оценки Мечела в разрезе 2 составляющих бизнеса (металлургический дивизион и прочие дивизионы (добывающий, ферросплавный и энергетический)), с учетом данных по финансовым результатам за 9 месяцев, мы обновили нашу модель.

Данные по компаниям-аналогам металлургической отрасли для расчет а целевых цен акций Мечела с помощью сравнительного метода

Company	P/E	P/B	EV/S	EV/EBITDA
Weight	0,3	0,1	0,2	0,4
MAGNITOGORS K IRON&STEEL	7,89	-	0,88	4,84
SEVERSTAL NOVOLIPETSK STEEL (NLMK OAO)	5,47	1,41	0,97	3,96
EVRAZ GROUP SA - GDR REG S	8,00	1,16	1,36	6,12
7,13	1,33	0,85	4,42	
Среднее значение	7,12	1,3	1,02	4,84

Источник: расчеты Совлинк

Данные по компаниям-аналогам угольной отрасли для расчета целевых цен акций Мечела с помощью сравнительного метода

Company	P/E	P/B	EV/S	EV/EBITDA
Weight	0,3	0,1	0,2	0,4
RASPADSKAYA ALPHA	10,79	1,53	2,88	5,35
NATURAL RESOURCES INC PEABODY ENERGY CORP	15,56	0,42	0,93	5,34
8,25	1,60	1,25	4,62	
KUZBASSRAZRE ZUGOL-BRD	15,56	0,42	0,93	5,34
3,42	-	1,03	2,94	
Среднее значение	10,72	0,99	1,40	4,72

Источник: расчеты Совлинк

Прогнозные данные по финансовым показателям компании Мечел

Показатель	Металлургический дивизион	Угольный, ферросплавный и энергетический дивизион	Мечел (консолидированный)
Выручка, \$ млн.	6869	4 974	11843
EBITDA, \$ млн.	451	1835	2286
Чистая прибыль, \$ млн.	32	704	736
Чистый долг \$ млн.	2060	6898	8957

Источник: расчеты Совлинк

В результате расчета, мы получили следующие оценки справедливой стоимости дивизионов компании и группы в целом как sum of the parts.

Оценка справедливой стоимости акций Мечела в разрезе дивизионов

Показатель	Металлургический дивизион	Добывающий и остальные дивизионы	Итого компания Мечел
Fair Mcap, \$ mln	1240,37	3336,37	4576,74
TP, \$			10,99
Current market price, \$			8,49
Upside			29%

Источник: расчеты Совлинк

Оценка дивидендной доходности привилегированных акций Мечела

Показатель	Значение
Ожидаемый размер консолидированной чистой прибыли по US GAAP, \$ млн.	736
Ожидаемый размер дивидендов по привилегированным акциям, \$ млн.	147,08
Количество привилегированных акций шт.	138756915
Ожидаемый размер дивиденда на одну привилегированную акцию, \$	1,06
Цена привилегированной акции, \$	6,65
Расчетная дивидендная доходность, %	16%

Источник: расчеты Sovlink

В настоящее время сильное снижение цены акции компании, по нашему мнению, обусловлено возрастанием долговых рисков и общей тенденцией сокращения спроса на продукцию металлургов из-за замедления темпов роста мировой экономики. Однако, анализируя отчетность за 9 месяцев, больше всего рисков в краткосрочном периоде несут владельцы привилегированных акций компании, так как именно для них резкое снижение показателя консолидированной чистой прибыли ведет к сокращению потенциального размера дивиденда, а вместе с ним и дивидендной доходности.

Текущее прогнозное значение консолидированной чистой прибыли составляет \$736 млн., с учетом текущей дивидендной политики объем дивидендных выплат по привилегированным акциям составляют 20% чистой прибыли компании по US GAAP. То есть, исходя из наших текущих ожиданий, прогнозные дивиденды могут составить \$1,06 на привилегированную акцию. Таким образом, при текущей цене в \$6,65 за акцию дивидендная доходность должна составить 16%.

После внесения корректировок в нашу модель, мы пересмотрели целевые цены и наши рекомендации для акций Мечела. В результате мы снизили целевую цену для акций Мечела с \$21,79 до \$10,99, но наша рекомендация «Покупать» осталась неизменной.

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

ООО «СОВЛИНК»

Тел.: +7 495 967-1300

Факс: + 7 495 967-1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

© ООО «СОВЛИНК» 2011.

Содержащаяся в настоящем Аналитическом отчёте информация (“Информация”) представляет собой технический анализ ситуации на рынке акций, которую ООО «СОВЛИНК» учитывает при принятии собственных инвестиционных решений и предлагает клиентам в дополнение к фундаментальным исследованиям для формирования у них более полного представления о рынке. Для того, чтобы сделать продукт максимально информативным и полезным для Вас, мы планируем выпускать его перед началом торгов в те дни, когда, по нашему мнению, на рынке присутствуют технические сигналы, на основе которых мы принимаем решения о тех или иных действиях.

Информация не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц и ничто в Аналитическом отчете не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США.

Настоящий Аналитический отчет носит исключительно ознакомительный, аналитический характер, отражает личное мнение аналитика(ов) ООО «СОВЛИНК» и не может толковаться как рекомендация ООО «СОВЛИНК» или его аналитиков или основание покупки или продажи ценных бумаг и/или производных финансовых инструментов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги, а также не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг или производных финансовых инструментов. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при осуществлении операций (сделок) с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

Настоящий Аналитический отчет не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и интересов какого-либо лица, которое может получить настоящий Аналитический отчет. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций к ООО «СОВЛИНК» по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, указанные в настоящем Аналитическом отчете, им также следует понимать, что прогнозы в отношении будущих планов эмитентов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться в течение времени. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности эмитентов не обязательно определяют будущие показатели их деятельности. Курсы иностранной валюты могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу и/или производный финансовый инструмент, указанные в Аналитическом отчете. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Аналитический отчет составлен на основе общедоступной информации и сведений, ставших доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения. Подготовившее настоящий Аналитический отчет лицо(а) исходило из

того, что упомянутые в Аналитическом отчете эмитенты раскрывают информацию в объеме, порядке и сроки, предусмотренные законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумагах.

ООО «СОВЛИНК» не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в Аналитическом отчете информации, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают этот Аналитический отчет одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, сообщать обо всех изменениях, вносимых в Информацию, а также исправлять неточности, содержащиеся в Аналитическом отчете.

Ни ООО «СОВЛИНК», ни его аналитики не несут ответственности за содержание настоящего Аналитического отчета, а также за прямые и косвенные убытки от использования Информации.

ООО «СОВЛИНК», его аффилированные лица, аналитики, подготовившие настоящий Аналитический отчет, директора и сотрудники ООО «СОВЛИНК» имеют право владеть, покупать и продавать любые ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем Аналитическом отчете, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данном Аналитическом отчете эмитентов.