

Мечел

На пределе рентабельности

Обзор результатов 2012 г.

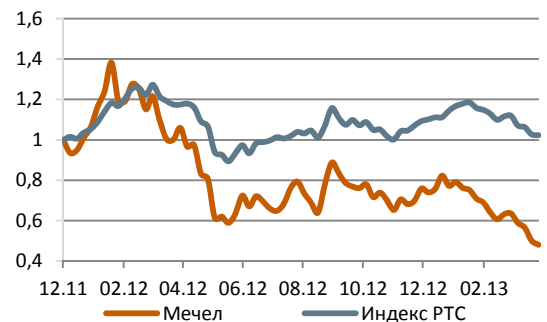
- Мы обновили DCF-модель Мечела с учетом последних финансовых результатов и ожиданий в 2013 г. Мы понизили годовую целевую цену акций Мечела с 11 долл. до 8,9 долл. за акцию, понизив рекомендацию до «ДЕРЖАТЬ». Несмотря на то, что наша оценка справедливой цены акций Мечела в два раза превышает текущие котировки, мы считаем, что текущий момент является неподходящим для инвестиции в акции компании. По нашему мнению, Мечел ухудшит свои финансовые результаты в 1 кв. 2013 г. — их публикация может привести к еще большему снижению котировок компании.
- Мечел опубликовал весьма слабые результаты по итогам 2012 г., которые в части выручки и EBITDA оказались в рамках нашего прогноза. Выручка Мечела за 2012 г. составила 11,3 млрд долл., что на 10% ниже выручки 2011 г. и на 1,3% ниже нашего прогноза. Скорректированная EBITDA за отчетный период снизилась на 44% г/г до 1,33 млрд долл., что на 4% ниже того, что мы ожидали. Рентабельность по EBITDA за год снизилась на 7,3 п.п до 11,8%. По этому показателю Мечел показал худшие результаты среди уже отчитавшихся за 2012 г. черных металлургов России: рентабельность по EBITDA у Северстали составила 15,2%, у Евраза — 13,7%, у ММК — 14,5%.
- Мечел получил чистый убыток по итогам года в размере 1,63 млрд долл. против чистой прибыли 0,58 млрд долл. Убыток компании в 3,3 раза превысил наш прогноз — 485 млн долл. Столь огромные потери Мечела объясняются неденежными статьями — обесценением долгосрочных активов и гудвилла, убытком от прекращенных операций и резервам по задолженности связанных компаний. Без учета неденежных статей чистая прибыль компании в 2012 г. составляет 23 млн долл., что 31 раз меньше прибыли по итогам 2011 г.
- В 4 кв. 2012 г. EBITDA Мечела снизилась на 73,3% кв/кв до 100,4 млн долл., а рентабельность по этому показателю до 4% (против 14% кварталом ранее). Это связано с достижением минимума цен на стальную продукцию и металлургическое сырье в 4 кв. 2012 г.

Цель: 8.91 долл. (+107%), ДЕРЖАТЬ

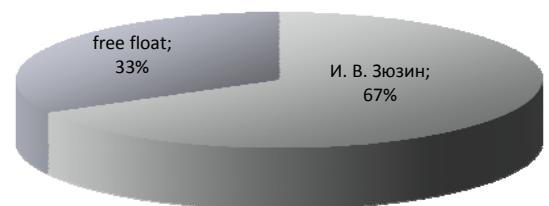
Аналитик: Айрат Халиков
Эл. почта: AKhalikov@veles-capital.ru
Тел. +7 (495) 258 1988

Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индексов



Акционеры, %



Информация о компании

Код NYSE / RTS	MTL / MTLR
Цена обыкн. акции, долл.	4,30
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл. (об.)	4,21 / 9,59
Целевая цена акции на конец года (об.), долл.	8,91
Потенциал роста (об.), %	107
Количество акций, млн шт.	416,3
Рыночная капитализация, млн долл.	1 790
EV, млн долл.	11 769

Финансовые показатели и коэффициенты (US GAAP)

	2012	2013 (п)	2014 (п)
Выручка, млн долл.	11 275	11 374	11 476
EBITDA, млн долл.	1 332	1 546	1 921
Чистая прибыль, млн долл.	-1 635	-78	169
Рентабельность по EBITDA, %	11,8	13,6	16,7
Рентабельность по чистой прибыли, %	отр.	отр.	1,5
EV / S	1,04	1,03	1,03
EV / EBITDA	8,8	7,6	6,1
P / E	отр.	17,7	11,4
ROIC, %	н/с	3,5	6,2
ROE, %	отр.	отр.	5



В масштабах года наибольшее ухудшение результатов показал добывающий сегмент Мечела — EBITDA уменьшилась на 51% г/г до 998 млн долл. Это вполне объяснимо, если учесть, что цены на коксующийся уголь в России за год снизились почти в два раза, а цены на железную руду опустились к уровню себестоимости их добычи. При этом рентабельность по EBITDA добывающего подразделения опустилась до 25% (на 14 п.п.). В прочем, эти результаты несколько лучше чем у добывающего сегмента Евраз, второго крупного игрока на российском рынке — EBITDA которого снизилась на 61%, а рентабельность по EBITDA на 20% п.п. до 23%. На наш взгляд, в данном контексте можно утверждать, что причины ухудшения положения в Мечел Майнинг (добывающее подразделение Мечела) лежат вне компании, а снижение рентабельности является общей отраслевой тенденцией.

- Сталелитейный сегмент показал незначительное снижение рентабельности по EBITDA благодаря росту продаж плоского проката на 5% г/г, а сортового — на 1%. Однако металлургический дивизион внес ключевой вклад в генерацию неденежных убытков из-за списания на румынских предприятиях Мечела. В текущем году эти активы не будут оказывать негативное влияние на финансы Мечела, поскольку они были проданы в 1 кв. 2013 г. Мы полагаем, что Мечел, избавляясь от убыточных активов, движется в правильном направлении — это позволит компании поднять свою рентабельность до уровня Северстали — на 3-4 п.п.
- Мы неоднократно писали о том, что ожидаем ухудшения финансовых результатов российских сталелитейщиков в 1 кв. 2013 г. из-за снижения объемов отгрузок готовой продукции и цен на металлургическое сырье в начале года. Мы ожидаем, что Мечел, являющийся крупнейшим российским игроком на рынке металлургического сырья, столкнется с наибольшим ухудшением рентабельности среди крупнейших металлургов, поскольку большая часть доходов компании формируется в добывающем сегменте, где цены продолжили снижение в текущем году.
- Ключевым фактором, оказывающим влияние на черных металлургов является динамика отраслей, потребляющих металлургический прокат — строительство недвижимости и автопром в России и соседних странах. Пока что ключевые индикаторы указывают на замедление в этих отраслях как в России, так и в Евроне. Мы полагаем, что негативная тенденция будет продолжаться до тех пор, пока правительства стран не начнут стимулирующую экономическую политику. Мы ожидаем, что это произойдет не раньше лета 2013 г. когда произойдет серия встреч в Евросоюзе, касающаяся вопросов поддержки экономического роста.



Финансовая модель и оценка Мечела, млн долл.

	2011	2012	2013П	2014П		2011	2012	2013П	2014П
Отчет о прибылях и убытках					WACC				
Выручка	12 546	11 275	11 374	11 476	Безрисковая ставка, %		5,3	5,1	5,2
Операционные расходы	(8 221)	(8 024)	(6 782)	(6 398)	Систематический риск рынка акций, %		10,0	10,0	10,0
ЕБИТДА	2 393	1 332	1 546	1 921	Beta leveraged		1,8	1,8	1,7
Амортизация	615	586	882	892	Специфический риск риск компании (ao), %		3,5	3,5	3,5
ЕБИТ	1 832	(898)	665	1 029	Стоимость акционерного капитала (ao), %		27,1	26,5	25,5
Разовые статьи	0	0	0	0	Специфический риск компании (долг), %		9,3	9,0	8,2
Процентные расходы	(545)	(669)	(659)	(658)	Премия за финансовое состояние, %		10,3	10,0	9,2
Неоперационные доходы/расходы	(124)	190	0	0	Стоимость долга, %		15,6	15,2	14,4
Прибыль до налогообложения	1 163	(1 377)	6	371	Налог на прибыль, %		0,0	35,8	26,4
Налог на прибыль	(360)	(288)	(2)	(98)	WACC, %		16,5	14,1	14,5
Доля меньшинства	(76)	0	(0)	(15)					
Чистая прибыль (на обыкнов. акции)	650	(1 635)	(78)	169					
Баланс					Свободный денежный поток				
Долгосрочные активы	13 234	13 518	12 895	13 060	НОРАТ	1 472	(1 185)	663	931
Основные средства и НМА	8 250	8 620	8 586	9 038	Дивиденды по па	(78)	(79)	(82)	(89)
Прочие долгосрочные активы	4 984	4 898	4 309	4 022	Амортизация	615	586	882	892
Краткосрочные активы	6 073	4 178	4 122	4 276	Капитальные затраты	(1 047)	(600)	(900)	(1 200)
Оборотные активы	5 429	3 883	3 764	3 855	Изменение чистого оборотного капитала	(1 416)	2 103	(14)	(95)
Краткосрочные инвестиции	0	0	0	0	Свободный денежный поток	169	1 473	774	748
Денежные средства	643	295	358	422	Ставка дисконтирования, %		16,5	14,1	14,5
Итого активы	19 306	17 695	17 017	17 337	Коэффициент дисконтирования		0,86	0,75	0,66
Средства акционеров	5 365	3 540	3 267	3 331	Дисконтированный свободный денежный поток		1 265	582	492
Акционерный капитал	4 991	3 177	2 904	2 954					
Доля меньшинства	375	362	362	377	Оценка стоимости обыкновенных акций				
Долгосрочные обязательства	9 202	10 399	9 760	9 557	Ставка роста в постпрогнозный период, %		3,0%		
Долгосрочные займы	6 746	7 929	7 346	7 198	Дисконтированная сумма денежного потока (+)		3 622		
Прочие долгосрочные обязательства	2 456	2 470	2 414	2 359	Дисконтированная продленная стоимость (+)		4 404		
Краткосрочные обязательства	4 739	3 757	3 990	4 449	Стоимость бизнеса компании		8 026		
Краткосрочные займы	2 651	1 461	1 764	2 163	Стоимость чистого долга (-)		3 509		
Оборотные обязательства	2 088	2 296	2 226	2 286	Доля миноритарных акционеров (-)		294		
Итого обязательства и средства акционеров	19 306	17 695	17 017	17 337	Текущая стоимость акционерного капитала		4 002		
					Фундаментальная стоимость ao на конец 2011 г.		4 002		
					Целевая цена акции, долл. / акция		8,9		
Движение денежных средств					Чувствительность оценки, %				
Основная деятельность	883	1 311	879	1 077					
Чистая прибыль	728	-1 635	-78	169					
Амортизация	615	586	882	892					
Изменение оборотного капитала	-2 028	1 600	-49	-131					
Прочее	1 568	760	125	148					
Инвестиционная деятельность	-2 618	-839	-416	-1 020					
Приобретение внеоборотных активов компаний	-1 047	-600	-900	-1 200					
Прочее	-1 571	-239	484	180					
Финансовая деятельность	2 079	-792	-705	-100					
Изменение долга	2 078	-7	-281	252					
Изменение акционерного капитала	-296	-174	-364	-224					
Выплата дивидендов	-162	-131	20	-42					
Прочее	459	-480	-80	-86					
Изменение денежных средств	343	-320	-242	-42					
Коэффициенты					Рыночные мультипликаторы, 1x				
Рентабельность по ЕБИТДА, %	19,1	11,8	13,6	16,7	EV / Sales		0,9	1,0	1,0
Рентабельность по чистой прибыли, %	5,2	отр.	отр.	1,5	EV / ЕБИТДА		4,9	8,8	7,6
ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	4,4	2,0	2,3	2,9	EV / ЕБИТ		6,4	отр.	17,7
Инвестиции / выручка, %	8,3	5,3	7,9	10,5	P / E		2,8	отр.	отр.
ROE, %	12,1	отр.	отр.	5,1	P / BV		0,3	0,5	0,5
ROIС, %	9,0	н/с	3,5	6,2	EV / FCF		69,8	8,0	15,2
Долг/ЕБИТДА	3,9	7,0	5,9	4,9	EPS		1,6	-3,9	-0,2
Чистый долг/ЕБИТДА	3,7	6,8	5,7	4,7					
Долг/собственный капитал	1,8	2,7	2,8	2,8					

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



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 2012 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
EShilnikov@veles-capital.ru

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

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

Дмитрий Перегудов
Сейлз-трейдер
DPeregudov@veles-capital.ru

Анна Шебеко
Международные продажи
AShebeko@veles-capital.ru

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

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@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

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, Потребительский сектор
AKostyukov@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
