

## НОВЫЙ ЭМИТЕНТ В МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОМ СЕКТОРЕ

### Металлоинвест впервые разместит евробонды

**Дебютное размещение от одного из лидеров по добыче железной руды и производству стали в России.** Металлоинвест 8–13 июля проводит роуд-шоу, в рамках которого компания презентует инвесторам свой первый еврооблигационный заем. Металлоинвест – крупнейшее в России и пятое в мире предприятие по объему добычи железной руды. Компания также занимает пятое место в России по производству стали. Основу деятельности Металлоинвеста составляют три направления: добывающее, сталелитейное и сопутствующие бизнесы. Доказанные и вероятные запасы компании оцениваются на уровне порядка 14,9 млрд т (2P JORC), которых должно хватить более чем на 160 лет. В 2010 г. Металлоинвест произвел 36,8 млн т железорудного концентрата, 6,9 млн т стали, 2,3 млн т горячебрикетированного железа (ГБЖ). Основными бенефициарами Металлоинвеста являются Алишер Усманов (45%), Владимир Скоц (30%), Василий Анисимов (20%), Ардаван Фархад Мошири (5%).

**Добывающий дивизион.** Добывающий бизнес компании состоит из двух основных активов – Лебединского ГОКа и Михайловского ГОКа. Лебединский ГОК добывает руду в открытом карьере: в 2010 г. комбинат произвел 19,8 млн т железорудного концентрата и 8,8 млн т железорудных окатышей. ЛГОК является единственным в России производителем ГБЖ (высококачественный заменитель металлолома с содержанием железа свыше 90%). Михайловский ГОК добывает руду в трех открытых карьерах: в 2010 г. объем производства железорудного концентрата составил 15,3 млн т, окатышей – 9,7 млн т. В целом, на долю добывающего дивизиона в I квартале 2011 г. пришлось 14,5% внешней выручки Металлоинвеста и около 80% EBITDA, что говорит о самой высокой рентабельности среди всех сегментов бизнеса.

**Сталелитейный дивизион.** Сталелитейный бизнес Металлоинвеста в основном представлен тремя предприятиями – Оскольским электрометаллургическим комбинатом (ОЭМК), ТК «Уралсталь» и Уральской металлургической компанией (УралМетКом). В 2010 г. первые два предприятия произвели 6,1 млн т стали и 5,4 млн т металлопродукции, включая трубы, балки, горячекатаный прокат и т.д. ОЭМК является единственным в России предприятием, которое владеет технологией прямого восстановления железа. Комбинат расположен всего в 26 километрах от своего основного поставщика – ЛГОК, что позволяет ему оптимизировать затраты на логистику. К 2010 г. объем переработанного и поставленного УралМетКомом металлолома достиг 2,1 млн т. Сталелитейный дивизион закупает приблизительно 20–25% железной руды, произведенной добывающим дивизионом (23% в 2010 г.). В I квартале 2011 г. 18,7% внешней выручки и около 17% EBITDA Металлоинвеста пришлось на долю сталелитейного бизнеса.

### Ключевые показатели Металлоинвеста

Финансовые показатели по МСФО, млрд руб.

|                          | 2009   | I кв.10 | 2010   | I кв. 11 | 2001П |
|--------------------------|--------|---------|--------|----------|-------|
| Выручка                  | 150,4  | 44,4    | 219,7  | 70,7     | 265,0 |
| Валовая прибыль          | 56,6   | 17,3    | 109,3  | 38,2     |       |
| EBITDA                   | 26,6   | 10,8    | 74,5   | 26,5     | 90,1  |
| Чистая прибыль           | 13,9   | 4,9     | 36,4   | 18,7     |       |
| Краткосрочный долг       | 63,2   |         | 40,7   | 44,8     |       |
| Долгосрочный долг        | 101,2  |         | 85,7   | 74,1     |       |
| Чистый долг              | 152,2  |         | 121,7  | 108,2    | 142,0 |
| Итого долг               | 164,5  |         | 126,4  | 118,8    |       |
| Собственный капитал      | 48,0   |         | 77,2   | 96,9     |       |
| Активы                   | 257,6  |         | 248,9  | 261,6    |       |
| Валовая рентабельность   | 37,7   | 38,9    | 49,7   | 54,0     |       |
| Рентабельность по EBITDA | 17,7   | 24,3    | 33,9   | 37,5     | 34,0  |
| Чистая рентабельность    | 9,3    | 11,1    | 16,6   | 26,4     |       |
| Долг/EBITDA              | 6,2    |         | 1,7    | 1,3      |       |
| Чистый долг/EBITDA       | 5,7    |         | 1,6    | 1,2      | 1,6   |
| EBITDA/Проценты          |        |         |        |          |       |
| Капитал/Активы           | 0,2    |         | 0,3    | 0,4      |       |
| Капитал/Долг             | 0,3    |         | 0,6    | 0,8      |       |
| Доля краткоср. долга, %  | 38,5   |         | 32,2   | 37,7     |       |
| Тек. Ликвидность         | 0,7    |         | 1,0    | 1,1      |       |
| Ден. поток от операций   | 19,4   |         | 47,6   | 18,8     |       |
| Ден. поток от инвестиций | 7,5    |         | (9,9)  | (7,2)    |       |
| Ден. поток от финан-я    | (18,7) |         | (47,8) | (5,3)    |       |
| Капзатраты               | (9,7)  |         | (12,4) | (5,1)    |       |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Рентабельность достигла докризисного уровня.** Выручка компании в I квартале 2011 г. составила 70,74 млрд руб., увеличившись на 59,3% относительно соответствующего периода годом ранее, EBITDA выросла до 26,52 млрд руб., что в два с половиной раза превосходит показатель годичной давности, рентабельность по EBITDA достигла до высокого для металлургических компаний уровня – 37,5% против 24,6% в I квартале 2010 г. Значительный рост рентабельности по EBITDA в основном объясняется увеличением продаж железной руды, благоприятной рыночной конъюнктурой и оптимизацией издержек. Чистая прибыль подскочила почти в четыре раза и составила 18,66 млрд руб. Почти 43% выручкиMetalloinvestа формируют продажи в России и СНГ, остальное приходится на зарубежные рынки, среди которых доминируют Китай (16%), Турция и Иран (по 5,4%). Также в последние годы компания предпринимает попытки увеличить присутствие на рынках Западной Европы.

**Успешная оптимизация долга.** Чистый долг Metalloinvestа за последние три месяца сократился на 11% до 108,2 млрд руб., а долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA снизилась с 1,63 до 1,2. Коэффициент ликвидности у компании находится на комфортном уровне 1,14, активы на 37% профинансированы за счет акционерного капитала. Доля краткосрочного долга довольно высокая – 37,7%. В апреле компания привлекла синдицированный экспортный кредит на сумму 3,1 млрд долл. (3 млрд долл. сроком на пять лет и 100 млн долл. на семь лет) под плавающую ставку, в настоящее время составляющую LIBOR+225 п.п. Однако почти 1,1 млрд долл. из указанной суммы были направлены на рефинансирование кредита, привлеченного в середине 2008 г. Кроме того, на 1 июля компания полностью погасила кредит ВТБ, полученный в 2009 г., тогда как в отчетности за I квартал 2011 г. объем задолженности по нему составлял 31,5 млрд руб. Объем долга к погашению в ближайшие два года составлял 134,6 млрд руб. на конец I квартала 2011 г. С учетом вышеизложенного, долговые выплаты компании в ближайшие два года должны уменьшиться примерно до 73 млрд руб. Компания планирует направить средства, которые будут привлечены в рамках еврооблигационного займа, главным образом на рефинансирование указанных выплат. Принимая во внимание наш прогноз EBITDA, мы полагаем, что отношение Чистого долга к EBITDA компании не должно значительно превысить максимальный уровень, предусмотренный в нашей модели – 1,7 в 2011 г. Мы также считаем, что доля краткосрочных заимствований сократится до менее чем 30%.

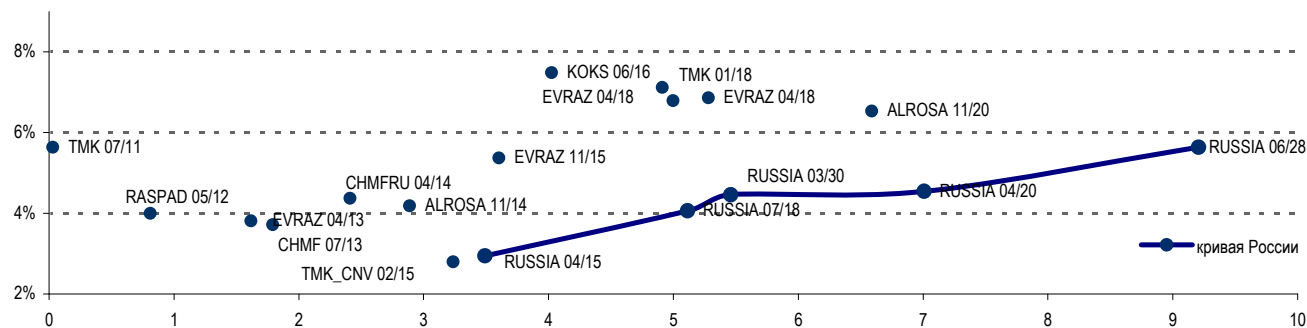
**Отсутствие ясности с инвестиционной программой.** На протяжении последних трех лет Metalloinvest демонстрировал высокие результаты в части операционного денежного потока, которого было достаточно для покрытия капвложений компании. Прогноз компании по капзатратам в 2011 г. – 14,3 млрд руб., которые компания более чем способна профинансировать за счет операционного денежного потока. На конец I квартала 2011 г. свободный денежный поток был положительным (13,68 млрд руб.), что вполне соответствует тенденции последних трех лет. Однако будущий размер инвестиционной программы, который пока остается неясным, представляет собой один из основных рисков компании, который способен серьезно повлиять на уровень ее долговой нагрузки. В сентябре 2008 г. Metalloinvest выиграл тендер на разработку Удоканского месторождения меди, заплатив 15 млрд руб. за лицензию. Согласно принятым на себя обязательствам, Metalloinvest должен приступить к строительству производственных мощностей до ноября 2012 г. и начать добычу железной руды до мая 2014 г. В настоящий момент компания завершает ТЭО проекта, однако уже признает, что расходы по проекту будут значительными (по предварительным оценкам менеджмента, вплоть до 8 млрд долл.). Однако, существует мнение, согласно которому компания может перевести этот проект на баланс специальной компании. Также возможны инвестиции в разработку Сладковско-Заречного нефтегазового месторождения, приобретенного в августе 2008 г., возможные запасы которого оцениваются в 323,2 млн барр. н.э. Metalloinvest рассматривает это месторождение в качестве возможной страховки на случай роста цен на газ, активно используемого в производстве ГБЖ и применяемого в технологии прямого восстановления железа. Кроме того, у компании имеются определенные идеи в сфере M&A; недавно Metalloinvest стал собственником АДР Норильского никеля, соответствующих 4-процентной доли в компании, заплатив 2,2 млрд долл.

**Мы ожидаем от компании привлекательных условий выпуска.** По имеющейся информации от рейтинговых агентств, компания планирует выпустить еврооблигации на сумму не более 2 млрд долл. Срок выпуска, как ожидается, составит от пяти до семи лет, но в любом случае не превысит десяти лет. Учитывая, что Metalloinvest планирует направить поступления от размещения на рефинансирование текущего долга, леверидж компании вырасти не должен. Мы ожидаем, что суммарный объем займа составит не более 1,5 млрд долл. и не исключаем, что он будет разделен на два транша с разными сроками обращения. По нашей оценке, среди российских компаний, чьи евробонды обращаются на рынке, наиболее близким к Metalloinvestу кредитным профилем обладает Северсталь, и ее кривая, с нашей точки зрения, с достаточной степенью точности позволяет оценить готовящийся выпуск Metalloinvestа. Основными рисками для компании, по нашему мнению, являются возможное ухудшение конъюнктуры ключевых рынков, как следствие падения темпов восстановления мировой экономики, а также, вероятно, масштабная инвестиционная программа и непубличность компании. Мы полагаем, что итоговые условия займа окажутся достаточно привлекательными для инвесторов, поскольку выпуск станет первым публичным размещением долга компании, а ее кредитный профиль отличается доволь-

но высокой надежностью. По нашей оценке, величина премии при размещении не превысит 20–30 б.п. к кривой Северстали/Евраз, а после начала торгов на вторичном рынке она может быть нивелирована.

### Еврооблигации Металлоинвеста должны торговаться на уровне, близком к Северстали и Евразу

Еврооблигации российских горнометаллургических компаний на 13.07.2011



Источники: Bloomberg

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

#### Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru  
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru  
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/

#### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyann@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011