

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Метинвест: финансовая устойчивость останется на высоком уровне. Еврооблигации компании интересны

✓ Метинвест – крупнейший украинский вертикально-интегрированный и металлургический холдинг в СНГ и Восточной Европе;

✓ по данным компании, Метинвест занимает 25 место в мире по производству стали и 10 место в мире по производству чугуна;

✓ производственные мощности компании расположены в Украине, США, Великобритании, Италии и Болгарии;

✓ компания имеет высокий уровень самообеспечения сырьем; по данным Fitch Ratings, обеспеченность железной рудой – 200,0%, обеспеченность коксующимся углем – 75,0% годового производства;

✓ компания обладает одним из самых низких уровней производственной себестоимости в отрасли, благодаря близкому расположению добывающих, производственных и сбытовых мощностей;

✓ Метинвест принадлежит СКМ-менеджмент, 100,0% акций которого владеет единственный акционер – Р. Ахметов;

✓ по итогам 1П 2011 года финансовая устойчивость компании находилась на высоком уровне;

✓ во 2 полугодии 2011 года наблюдался спад операционных показателей, вызванный углублением экономического кризиса в Европе;

✓ капитальные затраты компании в 2011 году достигли почти \$1,0 млрд.

✓ мы не ожидаем серьезного ухудшения финансового состояния компании в ближайший год.

Финансовые результаты, \$млн.

	1П 2011	2011П
Выручка	6 991	12 633
EBITDA	1 983	2 771
Финансовый долг	2 961	3 300
Чистый долг	2 237	2 495

Основные коэффициенты

	1П 2011	2011П
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,3	0,3
Чистый долг/EBITDA	0,9	0,9
Рентабельность по EBITDA, %	28,4%	21,9%

Кредитный рейтинг

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
-	B2	B

Еврооблигации

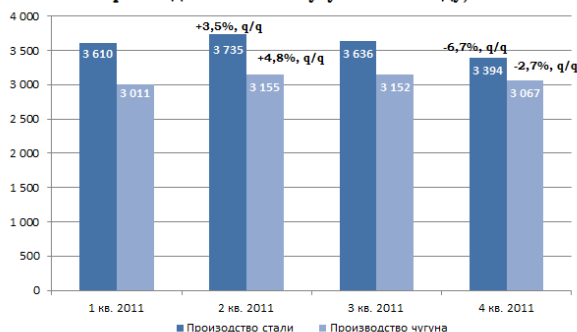
Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Метинвест-15	101,0	9,8
Метинвест-18	90,0	11,0

Производственные и финансовые результаты

В 2011 году компании металлургической отрасли показывали неравномерную динамику продаж и выручки. В I полугодии сильный рост спроса со стороны развивающихся стран и рост цен на металлопродукцию, способствовал увеличению производства, выручки и денежных потоков. В то же время, во II полугодии, наблюдалась обратная ситуация, вызванная падением экономического роста в Европе и Китае и снижением цен на рынке металлов.

Этим тенденциям был подвержен и Метинвест. Так, если во 2 кв. 2011 года производство стали выросло на 3,5% кв/кв, а производство чугуна – на 4,8%, то во втором полугодии наблюдался поквартальный спад производства.

Производство стали и чугуна в 2011 году, тыс. тонн



В 4 квартале 2011 года производство стали сократилось относительно 3 квартала на 6,7%, а производство чугуна – на 2,7%.

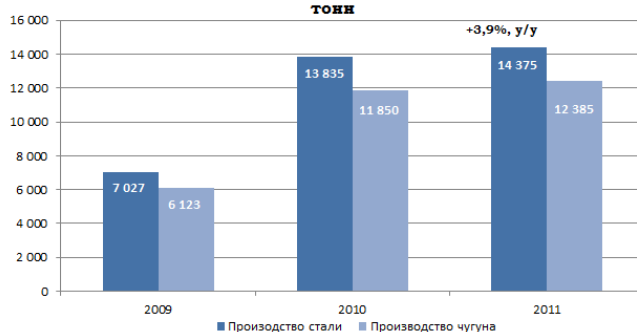
Падение производства в 4 кв. было отмечено и в сегменте полуфабрикатов (на 8,1%), а также готовой продукции, включающей в себя плоский и длинный прокат, а также рельсовую продукцию. Это падение было вызвано экономическим спадом, который наблюдался во многих странах Европы уже в 4 квартале. При этом по итогам 1 полугодия 2011 года на страны Европы приходилось около 35,0% выручки компании.

Тем не менее, рост производства и продаж в 1 полугодии оказался более существенным, чем спад во 2 полугодии. По итогам 2011 года, производство стали выросло на 3,9% до 14,4 млн. тонн, а производство чугуна увеличилось на 4,5% до 12,4 млн. тонн.

Угольный сегмент компании показал противоречивую динамику. Так, если добыча коксующегося угля выросла в 2011 году на 12,3% до 11,4 млн. тонн за счет роста добычи на американских шахтах компании, то добыча энергетического угля рухнула на 30,4% до 2,0 млн. тонн. По данным компании, столь сильное падение было вызвано низким спросом на энергетический уголь на протяжении всего 2011 года.

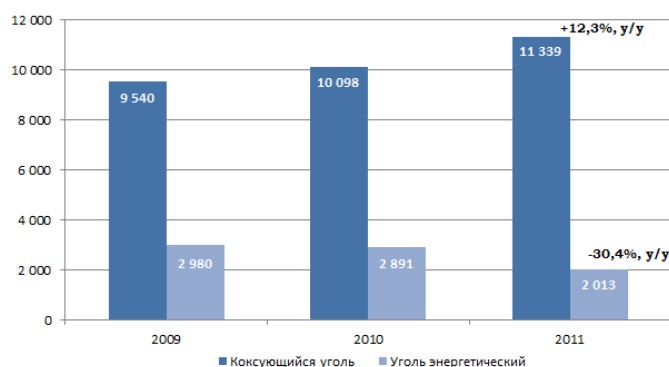
Производство железорудного концентрата практически не изменилось относительно прошлого года и составило 37,7 млн. тонн.

Производство стали и чугуна в 2009-2011 годах, тыс. тонн



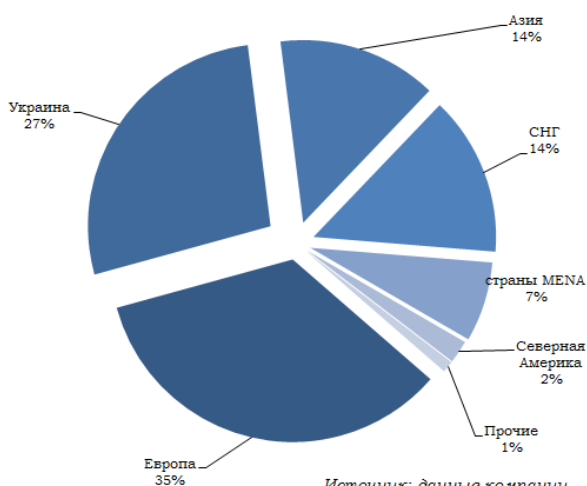
Источник: данные компании, расчеты UFS

Добыча угля в 2009-2011 годах, тыс. тонн



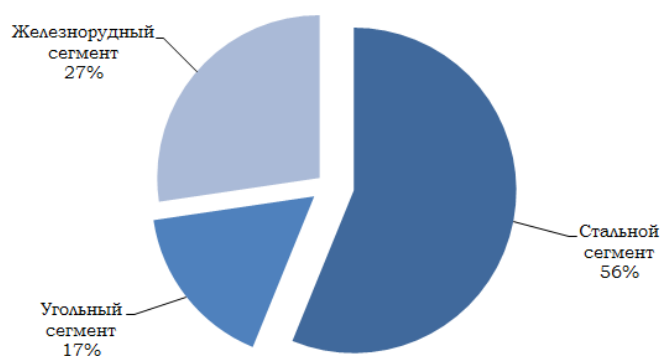
Источник: данные компании, расчеты UFS

Выручка по странам, 1П 2011



Источник: данные компании

Выручка по сегментам, 1П 2011



Источник: данные компании

К настоящему моменту компания выпустила только консолидированную отчетность по МСФО за 1 полугодие 2011 года. Данные по выручке, EBITDA и денежным потокам отражают положительный тренд в отрасли, который сохранялся до начала августа 2011 года. Так, выручка выросла на 72,0% относительно 6 месяцев 2010 года до \$6,9 млрд., а показатель EBITDA – на 79,0% до \$2,0 млрд. Чистый денежный поток от операционной



деятельности взлетел до \$1,2 млрд., главным образом, за счет роста доналоговой прибыли. Рентабельность по EBITDA достигла рекордного с 2008 года уровня в 28,4%.

Очевидно, что падение производства и продаж негативно отразится на выручке и денежных потоках компании во 2 полугодии 2011 года. Однако, негативный эффект будет нивелирован сильным 1 полугодием, поэтому по итогам 2011 года мы ожидаем увидеть лишь замедление темпов роста основных финансовых результатов. Так, по нашим прогнозам, выручка по итогам года вырастет на 35,0% относительно 2010 года и составит \$12,6 млрд. Показатель EBITDA увеличится до \$2,8 млрд., что превысит показатель 2010 года на 70,0%.

За счет получения высокой доналоговой прибыли, чистый денежный поток от операционной деятельности хоть и замедлится, но составит около \$1,9-2,0 млрд. Очевидно, что в связи с падением цен на продукции компании во 2 полугодии, рентабельность по EBITDA по итогам года опустится до 22,0-23,0%. В целом, мы полагаем, что финансовые результаты Метинвеста по итогам 2011 года окажутся довольно сильными. Это позволит избежать серьезного ухудшения кредитных метрик эмитента.

На 2012 год наши прогнозы менее оптимистичные. Так, учитывая, что 35,0% выручки в 1П 2011 года формировали продажи в Европу, экономический спад в еврозоне неблагоприятно отразится на денежных потоках компании в первые месяцы 2012 года. Мы ожидаем уменьшение выручки и показателя EBITDA в 1П 2012 года на 2-4% относительно аналогичного периода предыдущего года. Это незначительно ухудшит кредитный профиль эмитента, однако финансовая устойчивость компании останется на относительно высоком уровне.

Кредитный профиль

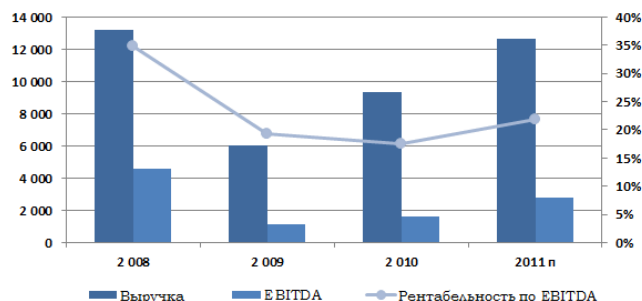
По итогам 1 полугодия 2011 года, финансовая устойчивость Метинвеста находилась на очень высоком уровне. Финансовый долг составлял только 19,0% от совокупных пассивов, а доля собственных средств - около 59,0%. Объем финансового долга вырос на 6,0% до \$2,96 млрд., главным образом, за счет выпуска в феврале прошлого года 7-летних еврооблигаций на \$0,75 млн.

В то же время, структура долга во временном разрезе улучшилась: объем краткосрочного долга сократился на 27,0% до \$0,97 млрд., а долгосрочный долг вырос на 36,0% до \$1,98 млрд. Доля краткосрочного долга в общем объеме долга сократилась с 48,0% до 33,0%.

За счет уже отмеченного сильного роста выручки и EBITDA в 1 полугодии, показатели покрытия долга улучшились. Коэффициент финансовый долг/EBITDA сократился до 1,18, а чистый долг/EBITDA опустился до 0,89.

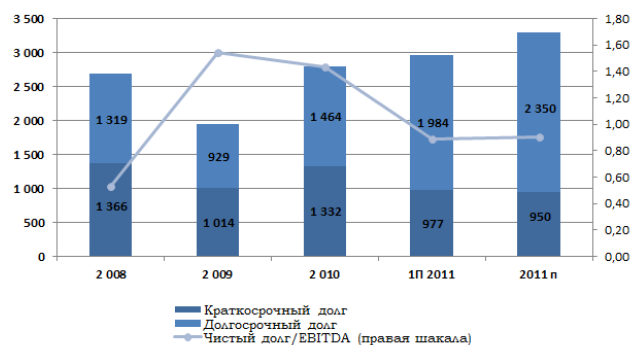
Метинвест имеет комфортный график погашения долга. В 2012 году компании предстоит погасить кредит объемом \$533 млн., включая процентные платежи на \$190 млн.

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS

Динамика и структура долга (млн. долл.) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFS



Учитывая, что средний объем денежных средств за последние 2 года составлял около \$500 млн., проблем с погашением долга у компании не возникнет.

Уже во второй половине 2011 года, Метинвест привлек 5-летний синдицированный кредит на сумму \$1 млрд. По сообщению компании, около \$700 млн. из этих средств пойдет на рефинансирование более дорогого кредита. В результате, ставка заимствований для эмитента упадет на 150 б.п. до уровня Libor + 3,0% годовых.

Мы полагаем, что чистое увеличение финансового долга эмитента во 2 полугодии 2011 года составило около \$350 млн., при этом, доля долгосрочного долга в общем долге выросла до 71,0%.

Учитывая наш прогноз по выручке и EBITDA Метинвеста до конца года, мы полагаем, что кредитный профиль эмитента практически не пострадает, а финансовая устойчивость останется на высоком уровне. Мы полагаем, что коэффициент чистый долг/EBITDA по итогам 2011 года останется в диапазоне 0,9-1,0. Отметим, что в соответствии с ковенантами, значение чистый долг/EBITDA не должен превышать 3,0.

Инвестиционная программа и капитальные затраты

В 2011 году капитальные затраты выросли почти на 73,0% относительно 2010 года и по предварительным данным составили около \$1,0 млрд.

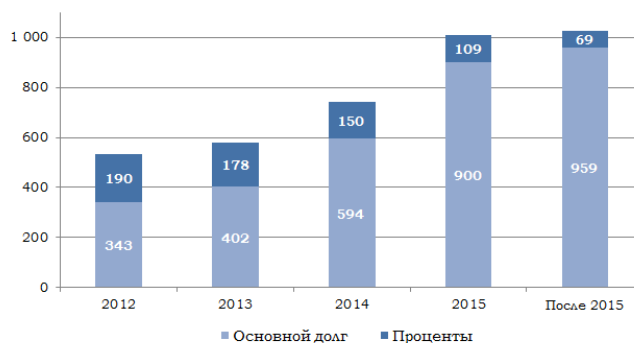
В настоящий момент портфель инвестиционных проектов Метинвеста довольно большой и предполагает рост капитальных затрат в ближайшие несколько лет. Так, в начале февраля компания заявила, что планирует инвестировать по \$1 млрд. в год до 2020 года в развитие Мариупольских металлургических комбинатов. Кроме того, с учетом информации, представленной в проспекте эмиссии к выпуску евробондов в феврале прошлого года, с 2012 по 2015 годы Метинвест планирует вложить в стальной сегмент около \$5 млрд. С учетом уже потраченных в этом году средств (\$392 млн.) и отмеченных нами ежегодных затрат в \$1 млрд., в развитие стального сегмента компания ежегодно с 2012 года будет тратить около \$1,5-1,6 млрд.

Помимо этого, по нашим оценкам Метинвест в 2012 и 2013 годах потратит около \$300 млн. на инвестиции в железорудный сегмент. Еще от \$80 млн. до \$100 млн. в ближайшие 2 года будет инвестировано в угольный сегмент.

Таким образом, в 2012 и 2013 годах капитальные затраты компании вырастут до \$1,6-1,7 млрд. Заметим, что по нашим прогнозам чистый денежный поток от операционной деятельности по итогам 2011 года составит порядка \$1,9 млрд. В 2012 году, из-за ухудшения экономического состояния стран Европы и Украины, его размер, вероятно, снизится до \$1,7-1,8 млрд.

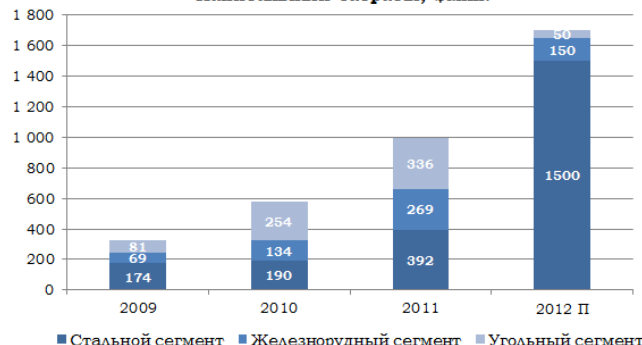
Свободный денежный поток компании при этом останется положительным. Кроме того, с учетом объема денежных средств, который мы прогнозируем на конец 2011 года, Метинвест сможет полностью обеспечить финансирование кап. затрат в 2012 году за счет собственных средств.

График погашения долга, \$млн.



Источник: данные компании

Капитальные затраты, \$млн.



Источник: данные компании



Однако, значительные объемы инвестиционной программы в последующие годы все же вынудят компанию наращивать долг. Мы полагаем, что чистое увеличение долга в 2012 году составит около \$500-600 млн. Подобный рост мы считаем не критичным для компании, коэффициент чистый долг/EBITDA не превысит уровня 1,2-1,3. Негативных рейтинговых действий в связи с этим в 2012 году не последует.

Еврооблигации компании

По итогам 1П 2011 года, финансовые метрики компаний выглядели значительно лучше, чем у аналогов из России. Так, Метинвест была единственной компанией, отношение чистого долга к EBITDA у которой не превышало 1. У Евраз, например, этот показатель находился на уровне 2,34. Кроме того, Метинвест обладал наименьшей долей финансового долга в совокупных пассивах – 0,19, в то время как у Евраза этот показатель составлял 0,31, а у Северстали – 0,37. Обратим внимание, что и уровень операционной рентабельности был наивысшим среди рассматриваемых компаний.

Финансовые результаты металлургических компаний по итогам 1П 2011 года

Рейтинг	Метинвест -/B2/B	Евраз B+/B1/BВ-	Северсталь BB/Ba2/BВ-	ТМК B+/B1/-
Финансовый долг/активы	0,19	0,37	0,31	0,53
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,33	0,08	0,21	0,14
Финансовый долг/EBITDA	1,18	2,78	1,45	2,30
Чистый долг/EBITDA	0,89	2,34	1,00	2,21
EBITDA/проценты	14,91	3,51	8,26	5,96
Рентабельность по EBITDA	28,4%	16,2%	25,5%	27,0%

Тем не менее, рейтинг Метинвеста находится на 2 ступени ниже, чем рейтинг Евраза и Северстали (по версии Fitch) и на одну ступень ниже, чем рейтинг Евраза и ТМК (по версии Moody's). Более низкие рейтинги Метинвеста, несмотря на лучшие кредитные метрики, связаны с относительно низким суверенным кредитным рейтингом Украины.

Мы полагаем, что Метинвест по итогам 2011 года по-прежнему будет выглядеть лучше с точки зрения финансовой устойчивости, чем эмитенты из России. Однако, в настоящее время, выпуски Метинвеста торгуются со значительными премиями к евробондам Северстали, Евраза и ТМК. Эта премия, хоть и снижается в последнее время, все равно остается довольно высокой, а евробонды Метинвеста – недооцененными.

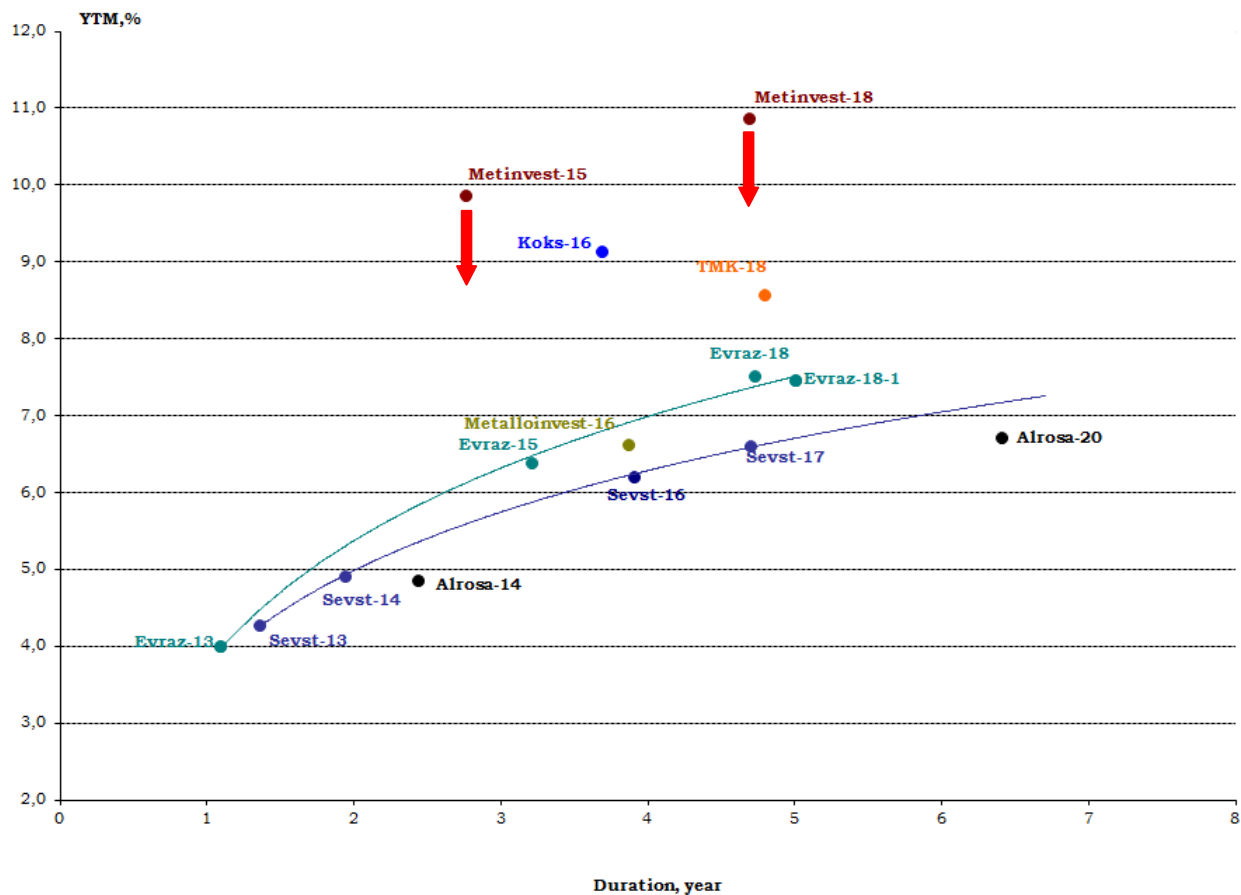
Так, спрэд между выпусками Метинвест-15 и Евраз-15 остается на уровне 355 б.п. Даже учитывая разницу в 2 рейтинговые ступени, подобное значение спреда необоснованно. В 2011 году, до обвала рынков в августе 2011 года, значение спреда колебалось в районе 180-200 б.п., что представляется нам более справедливым. Спрэд между выпусками Метинвест-18 и Евраз-18 находится в районе 340 б.п., хотя уровень в 200 б.п., нам также представляет более обоснованным.

Мы полагаем, что при сохранении позитивного внешнего фона, спрэд между бумагами Метинвеста к евробондам аналогов будет сужаться, а цена выпусков компании расти.

Мы ожидаем падения доходностей в обоих выпусках минимум на 100-120 б.п., что соответствует росту цены евробондов в районе 3,5-4,0%.



Еврооблигации металлургических компаний СНГ на 24 февраля 2012 года



Приложение

Показатели, млн. долл.	2 008	2 009	1П 2010	2 010	1П 2011	2011 п
Выручка	13 213	6 026	4 076	9 358	6 991	12 633
Операционная прибыль	3 961,0	604,0	765,0	943,0	1 571,0	2 021,3
EBITDA	4 602	1 159	1 109	1 637	1 983	2 771
Процентные расходы	477	167	100	246	133	264
ЧДП от операционной деятельности	2 856	1 210	463	1 035	1 150	1 900
Капитальные затраты	679	324	182	582	544	997
Свободный денежный поток	2 177	886	281	453	606	903
Активы	11 356	12 170	12 809	14 668	15 485	16 100
Финансовый долг	2 685	1 943	2 291	2 796	2 961	3 300
Краткосрочный долг	1 366	1 014	1 127	1 332	977	989
Долгосрочный долг	1 319	929	1 164	1 464	1 984	2 350
Денежные средства	261	159	637	449	724	805
Чистый долг	2 424	1 784	1 654	2 347	2 237	2 495

Источник: данные компании

Показатели	2 008	2 009	1П 2010	2 010	1П 2011	2011 п
Коэффициенты						
Финансовый долг/активы	0,24	0,16	0,18	0,19	0,19	0,20
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,51	0,52	0,49	0,48	0,33	0,30
Финансовый долг/EBITDA	0,58	1,68	1,03	1,71	1,18	1,19
Чистый долг/EBITDA	0,53	1,54	0,75	1,43	0,89	0,90
EBITDA/проценты	9,65	6,94	11,09	6,65	14,91	10,50
Рентабельность по EBITDA	34,8%	19,2%	27,2%	17,5%	28,4%	21,9%

Источник: данные компании

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куш Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Дормидонтова Полина Олеговна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

