

## ВЫСОКАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПРИ УГРОЗЕ РОСТА ДОЛГА

### Компания представила хорошую отчетность за 2 кв. 2011 г.

**Хорошие финансовые результаты.** ВыручкаMetalлоинвеста во 2 кв. 2011 г. возросла на 7,7% с уровня предыдущего квартала до 76,2 млрд руб. EBITDA за тот же период повысилась на 13,9% до 30,2 млрд руб. Рентабельность достигла 39,7% против 38,6% на конец 1 кв. 2011 г. Хорошие результаты обеспечило увеличение объемов производства и отгрузки железной руды на 7% и 26% соответственно в 1 п/г 2011 г. по сравнению с 2 п/г 2010 г. (по-квартальные операционные данные компания не предоставляет), а также опережающий рост цен на продукцию (цены на руду и окатыши в 1 п/г 2011 г. поднялись на 15–20% относительно 2 п/г 2010 г.) по сравнению с ростом цен на сырье. Между тем чистая прибыль компании во 2 кв. 2011 г. сократилась на 49% по отношению к показателю предыдущего квартала и составила 9,5 млрд руб.

**Существенное увеличение долга во 2 кв. 2011 г.** За три отчетных месяца совокупный долгMetalлоинвеста увеличился на 46% до 173 млрд руб., а чистый долг – на 49% до 162 млрд руб. Основная причина – приобретение 75 240 тыс. АДР Норильского никеля, составляющих около 4% акционерного капитала последнего, на что, в соответствии с отчетом о движении денежных средств, было потрачено 60 млрд руб. В отчетности компания не раскрыла всю структуру своего кредитного портфеля, однако согласно пресс-релизу более половины задолженностиMetalлоинвеста приходится на привлеченное в апреле текущего года экспортное финансирование в размере 3,1 млрд долл., ставка по которому привязана к показателю Долг/EBITDA и на отчетную дату составляла LIBOR + 2,25% (по данным меморандума к размещению евробондов, 1,07 млрд долл. направлены на рефинансирование экспортного кредита, полученного в июле 2008 г., а оставшаяся часть – на приобретение бумаг Норильского никеля). Коэффициент Чистый долг/EBITDA Metalлоинвеста за три месяца увеличился с 1,2 до 1,7. Доля краткосрочной задолженности снизилась на 10,5 п.п., составив 27,2% на конец 1 п/г 2011 г. После отчетной даты компания выпустила еврооблигации с погашением в 2016 г. на сумму 750 млн долл., средства от которых планировалось направить исключительно на рефинансирование краткосрочной задолженности, и, таким образом, продолжила сокращать долю короткого долга. Стоит отметить, что, по данным пресс-релиза, уже в августе Metalлоинвест, воспользовавшись снижением цен на свои облигации, выкупил с рынка бумаги номинальным объемом 30 млн долл.

**Объем инвестпрограммы пока достаточно скромный.** За первые шесть месяцев года Metalлоинвест израсходовал на инвестиции всего 8,7 млрд руб., при том что денежный поток от операционной деятельности за тот же период составил 35,4 млрд руб. В настоящее время компания проводит сдержанную инвестиционную политику, однако размер будущих капзатрат не установлен. По итогам первой половины 2011 г. в горнодобывающем дивизионе денежные средства направлялись на реализацию проекта по сооружению комплекса обжиговой машины № 3 на Михайловском ГОКе (МГОК) и сооружение мощностей по производству сушеного концентрата на ГОКе Лебединский (ЛГОК). В металлургии-

#### Ключевые показатели Metalлоинвест

МСФО, млрд руб.					
	2010	1 кв. 11	1 п/г 11	2 кв. 11	2011П
Выручка	219,7	70,7	146,9	76,2	265,0
Валовая прибыль	109,3	38,2	80,2	42,1	
ЕБИТДА	74,5	26,5	56,7	30,2	90,1
Чистая прибыль	36,4	18,7	28,2	9,5	
Краткосрочный долг	40,7	44,8	47,1		
Долгосрочный долг	85,7	74,1	126,0		
Чистый долг	121,7	108,2	161,7		142,0
Общий долг	126,4	118,8	173,1		
Капитал	77,2	96,9	100,1		
Активы	248,9	261,6	319,3		
Валовая рентаб., %	49,7	54,0	54,6	55,3	
Рентаб. EBITDA, %	33,9	37,5	38,6	39,7	34,0
Козэфф. текущей лжв.	1,0	1,1	1,1		
Долг/EBITDA	1,7	1,3	1,8		
Чистый долг/EBITDA	1,6	1,2	1,7		1,6
Капитал/Активы	0,3	0,4	0,3		
Капитал/Долг	0,6	0,8	0,6		
Доля краткоср. долга, %	32,2	37,7	27,2		
CFO	47,6	18,8	35,4	16,6	
CFI	(9,9)	(7,2)	(71,9)	(64,7)	
CFF	(47,8)	(5,3)	43,5	48,8	
Капзатраты	(12,4)	(5,1)	(8,7)	(3,6)	

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

Компания представила хорошую отчетность за 2 кв. 2011 г.

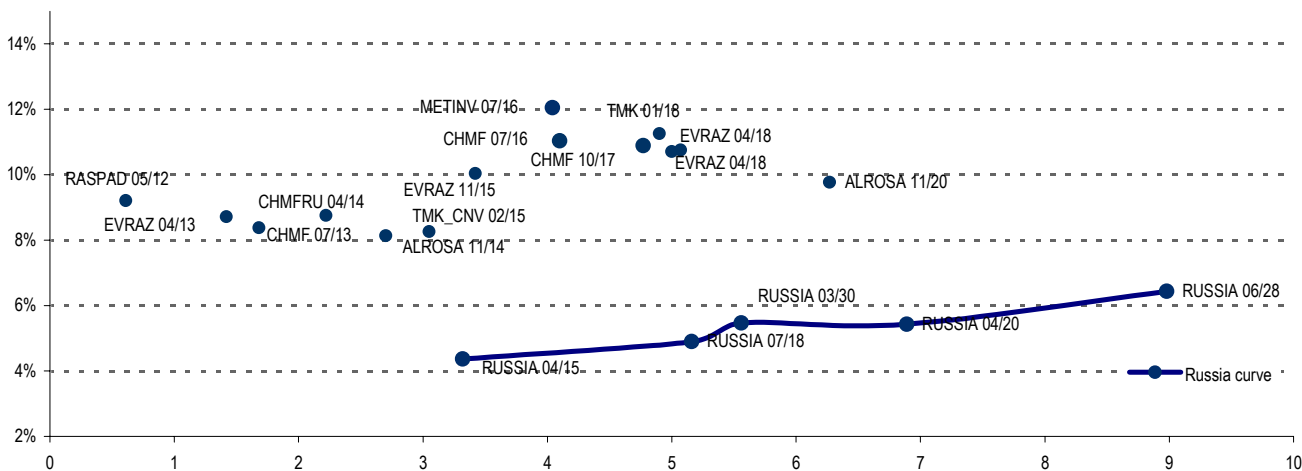
чекском дивизионе средства пошли на работы по строительству вакууматора (ведется монтаж вакуум-камер), а также коксовой батареи № 6 мощностью 0,7 млн т кокса в год на Уральской Стали. Ближайшие инвестиционные приоритеты компании составляют проекты, способные увеличить выпуск продукции с высокой добавленной стоимостью. В частности, планируется строительство нового цеха по производству горячебрикетированного железа (ГБЖ) на ЛГОКе мощностью 1,8 млн т в год., модернизация фабрик ЛГОК и МГОК с увеличением выпуска концентрата на 1,0 и 0,4 млн т в год, а также повышение производительности Цеха ГБЖ № 2 на 0,24 млн т в год.

**Начало разработки Удокана потребует существенных средств.** Ранее предполагалось, что в 3 кв. 2011 г. появится ясность в отношении наиболее ресурсоемкого проекта компании – по освоению Удоканского месторождения. Однако на текущий момент Байкальская горная компания – дочернее подразделение, занимающееся месторождением, – продолжает работать над ТЭО, что потребует в совокупности два года. Напомним: в сентябре появилась информация о том, что БГК и ВЭБ подписали меморандум о намерениях, в котором компания обозначила свое желание привлечь до 3 млрд долл. для финансирования первого этапа освоения Удокана. Согласно ранее принятым обязательствам, Metalloinvest должен приступить к строительству производственных мощностей до ноября 2012 г. и начать добычу железной руды до мая 2014 г. По последней оценке в соответствии с классификацией JORC, минеральные ресурсы месторождения составляют 2,7 млрд т руды, ресурсы меди – 25,7 млн т. Общий объем затрат на разработку месторождения компания оценивает в 6–8 млрд долл. Если мы правильно поняли, что этап ТЭО займет еще два года, то период масштабных капиталзатрат откладывается.

**Евробонды остаются фундаментально привлекательными.** Публичный долг Metalloinvestа представлен единственным выпуском еврооблигаций с погашением в 2016 г. В июле 2011 г. бонды были размещены с доходностью 6,5%, что предполагало спред к кривой Северстали и Евраз (в тот момент торговавшихся на одном уровне) в размере 20–30 б.п. В настоящий момент абсолютная доходность Metalloinvest'16 при дюрации в четыре года превышает 12%, а спред к Северстали расширился до 100–110 б.п. Очевидно, что пропорциональное росту доходности расширение спреда является следствием серьезных распродаж, имевших место на финансовых рынках. Между тем существенная доля EBITDA компании приходится на железорудный сегмент, в свете меняющейся конъюнктуры выглядящий более стабильно, чем металлургический, что в лучшую сторону выделяет компанию среди аналогов. Мы остаемся верны своим финансовым прогнозам по Metalloinvestу, представленным в комментарии к размещению евробондов, а главным, пусть и отложенным, риском для кредитного профиля компании считаем расширение инвестпрограммы, в частности за счет начала разработки Удокана. Итак, в настоящий момент мы считаем бонды Metalloinvestа фундаментально привлекательными, особенно при сложившейся доходности, однако не можем их рекомендовать к немедленной покупке ввиду сложной общерыночной конъюнктуры. Кстати, не исключено, что текущими ценовыми уровнями (80% от номинала) может воспользоваться сама компания для частичного выкупа бумаг с рынка, тем более что она уже поступила таким образом в августе этого года.

**Еврооблигации Metalloinvestа торгуются выше 12%**

Еврооблигации российских металлургических компаний, 04.10.2011 г.



Источники: Bloomberg

Предыдущие публикации по теме:

13.07.2011 г. – Новый эмитент в металлургическом секторе. Metalloinvest впервые разместит евробонды

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/110713\\_FI\\_Metalloinvest\\_Eurobond.pdf?docid=11003&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/110713_FI_Metalloinvest_Eurobond.pdf?docid=11003&lang=ru)

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@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  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

#### Управление торговли

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

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

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

#### Сопровождение проектов

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

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

#### Нефть и газ

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

#### Стратегия

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

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

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

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@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

#### 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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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