

Специальный комментарий к размещению облигаций Металлоинвест-1 и 5

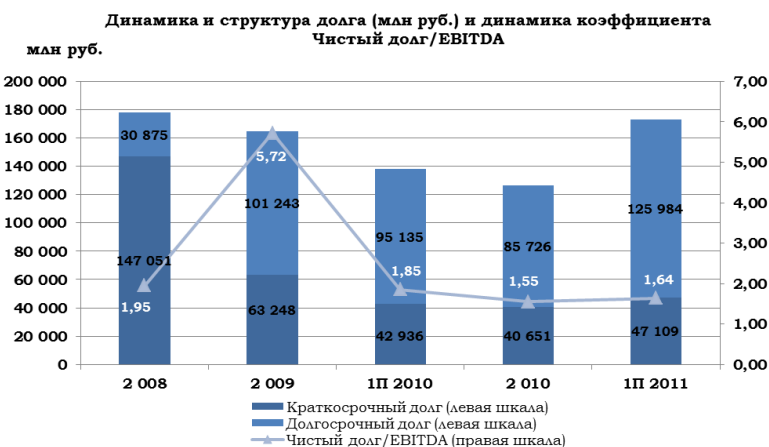
Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com

- Металлоинвест является одним из крупнейших производителей железной руды и ГБЖ в России;
- Металлоинвест принадлежит: Алишеру Усманову через компанию Gallagher Holdings Limited (50 %), Андрею Скоч через Seroraem Holdings Limited (30 %) и Группе ВТБ 20% (в декабре 2011 года ВТБ выкупила долю Василия Анисимова);
- Компания занимает второе место в мире по величине разведанных железорудных запасов (по международной классификации JORC доказанные и вероятные запасы составляют 14,9 млрд т);
- Компания является крупнейшим поставщиком горячекатанного железа (ГБЖ);
- Металлоинвест занимает пятое место в мире по производству железорудного сырья (ЖСР);
- Выручка холдинга на III 2011 года составила 147 млрд рублей, чистая прибыль 28 млрд рублей.

Кредитный профиль

Согласно данным компании, объем совокупного долга за прошлый год вырос более чем на треть и составляет \$5,6 млрд. Объем чистого долга компании по итогам 2011 года достиг значения \$4,4 млрд.

Показатели покрытия долга Металлоинвеста улучшились за 2011 год по сравнению с уровнем за III 2011 года. Так, по итогам 2011 года значение Финансовый долг/ЕБИТДА составило 1,5х, Чистый долг/ЕБИТДА – 1,2х. По итогам первого полугодия прошлого года значения этих показателей



Источник: данные компании, расчеты UFS

Параметры выпуска

Выпуск	Металлоинвест-5
Выпуск	10 млрд рублей
Объем размещения	10 лет
Срок обращения	2 раза в год
Периодичность выплаты купона	3 года
Оферта	Доходность к оферте (по информации организаторов), %
Доходность к оферте (по оценке UFS), % годовых	9,73-10,25
Кредитный рейтинг (Moody's/S&P /Fitch)	от 9,85
Выпуск	Ва3/-/ВВ-
Выпуск	Металлоинвест-1
Объем размещения	5 млрд рублей
Срок обращения	10 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	3 года
Доходность к оферте (по информации организаторов), % годовых	9,73-10,25
Доходность к оферте (по оценке UFS), % годовых	от 9,85

Финансовые результаты, млн руб.

	2 010	III 2011
Выручка	219 668	146 896
ЕБИТДА	78 595	56 727
Финансовый долг	126 377	173 093
Чистый долг	121 744	161 684

Основные коэффициенты

	2 010	III 2011
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,32	0,27
Чистый долг/ЕБИТДА	1,55	1,64
Рентабельность по ЕБИТДА, %	0,36	0,39

Кредитный рейтинг

Moody's	S&P	Fitch
Ва3	-	ВВ-

Еврооблигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Металлоинвест-16	101,27	6,25



находились на уровне 1,8 и 1,6 соответственно. В целом показатели долговой нагрузки компании находятся на приемлемом уровне. В дальнейшем компания планирует удерживать показатели покрытия долговой нагрузки на уровне 1-2х.

Подробной информации по структуре долга по итогам 2011 года нет. Но мы полагаем, что, как и прежде, больше 2/3 долга приходится на долгосрочную задолженность. Так, по итогам первых шести месяцев 2011 года доля долгосрочного долга в совокупном долге компании составляла более 70%.

В ближайшие несколько лет приоритетными инвестпроектами холдинга являются модернизация на Михайловском и Лебединском ГОКах. По итогам завершения этих проектов Металлоинвест рассчитывает увеличить годовые производственные мощности: окатышей на 23% и ГБЖ на 39%. На 2012 год инвестиционная программа Металлоинвеста составляет около \$450 млн.

Учитывая высокий уровень денежного потока, у холдинга достаточно собственных средств для реализации своих инвестиционных проектов за счет собственных средств.

Согласно графику погашения долга, в 2012 году Металлоинвесту предстоит погасить \$800 млн. В 2013 году – \$1,2 млрд, 2014 – \$1,1 млрд, 2015 – \$1 млрд, 2016 – \$1,5 млрд.

Денежные средства по итогам 2011 года достигали \$1,2 млрд. Таким образом. Мы оцениваем риск рефинансирования эмитента как минимальный.

Финансовые результаты

Основной бизнес Металлоинвеста сосредоточен в горнорудной и металлургической отраслях. Стратегией холдинга является увеличение производства продукции, обладающей наибольшей рентабельностью. Так, в горнорудном сегменте – это изготовление окатышей, а в металлургии ГБЖ (горячеприкатированного железа).

В основном Металлоинвест производит железную руду, а также окатыши и ГБЖ (горячеприкатированное железо)/ПВЖ (прямо восстановленное железо).

В 2011 году холдингом было произведено чуть более 40 млн т. товарной железной руды, что на 9% выше уровня производства в 2010 году. Кроме того, за 2011 год на 11% увеличилось производство ГБЖ/ПВЖ – до 5,2 млн т. Производство окатышей за прошлый год выросло незначительно, лишь на 2% и составляет 22,4 млн т.

Основными клиентами Металлоинвеста в России являются ММК, НЛМК, Евраз и Мечел. Кроме того, Металлоинвест реализует свою продукцию и зарубежным компаниям Китая и Западной и Восточной Европы. В структуре выручки Металлоинвеста на долю России приходится около трети, 20% выручки обеспечивает Китай, 15% – Ближний Восток и 10% – Западная Европа.

По итогам первых шести месяцев выручка холдинга составляла около 147 млрд рублей, что почти в 1,5 раза выше уровня за III 2010 года. Выручка по итогам 2011 года пока не раскрывается. Мы ожидаем увеличения показателя примерно на 20-30% в связи с увеличением объемов производства и более высокими ценами на продукцию в 2011 году по сравнению с 2010 годом.

Компания отличается высокими показателями рентабельности, поскольку бизнес эмитента сконцентрирован в основном на производстве окатышей и ГБЖ. Так, значение рентабельности по ЕБИТДА по итогам III прошлого года находилось на уровне 39%, что на 2 п.п. выше значения за III 2010 года.



Долговые обязательства компании

В настоящее время на рынке рублевого корпоративного долга облигаций Металлоинвеста в обращении нет. На рынке еврооблигаций в обращении находится выпуск с погашением в 2016 году на \$750 млн.

Металлоинвест планирует разместить сразу два классических выпуска облигаций 1-й и 5-й серий на 5 и 10 млрд рублей соответственно. Оба займа имеют 10-летний срок обращения, оферта по выпускам состоится через 3 года. Индикативная ставка 1-го купона находится в диапазоне 9,5-10% годовых, доходность к оферте 9,73-10,25% годовых. Первоначально Металлоинвест планировал размещать только бумаги 5-й серии на 10 млрд рублей.

Книга заявок на покупку облигаций будет открыта с 13 по 15 марта. Размещение долговых обязательств состоится 19 марта. Бумаги выпуска удовлетворяют требованиям для включения их в Ломбардный список.

Поскольку рублевых займов у Металлоинвеста нет, то мы сравниваем новый выпуск Металлоинвеста с обращающимися на рынке еврооблигаций выпусками Евраз (-/В+/-). Выпуск Металлоинвеста-16 к кривой евробондов Евраз торгуется на кривой последней.

Обозначенные эмитентом ориентиры по доходности дебютных рублевых облигаций Металлоинвеста предлагают премию к рублевой кривой Евраз на уровне 10-50 б.п. и дисконт к рублевой кривой Мечел. Премия новых займов к бумагам Евраз, на наш взгляд, должна составлять не более 20 б.п. за дебют на рублевом долговом рынке. Дисконт к бумагам Мечел выглядит оправданно, учитывая высокую долговую нагрузку последней.

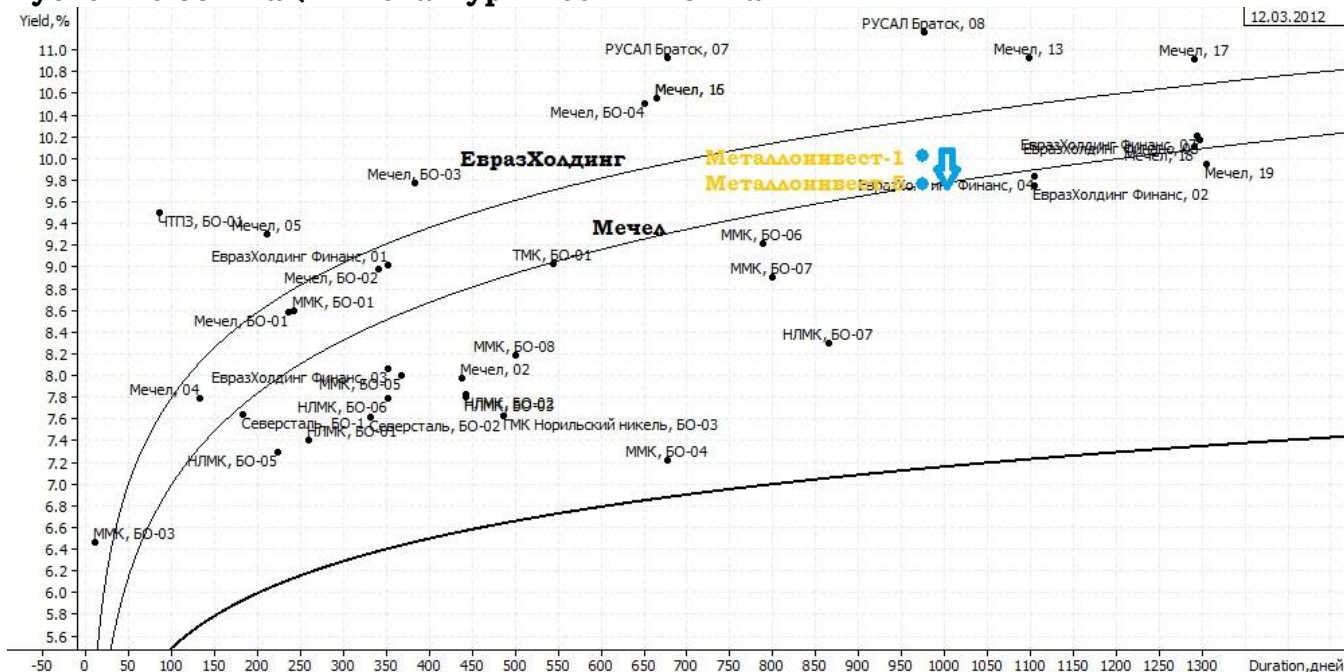
Таким образом, справедливый уровень новых бумаг Металлоинвеста находится ближе к середине маркетируемого диапазона по доходности.

Показатели, \$млн	Металлоинвест	Северсталь	Евраз	Мечел
Выручка	5 232	7 990	8 380	6 407
Операционная прибыль	1 517	1 627	859	925
Амортизация	184	406	501	187
ЕБИТДА	1 982	2 034	1 360	1 111
Чистая прибыль	1 004	1 202	263	548
Процентные расходы	185	246	387	291
Активы	11 374	18 161	19 202	18 467
Финансовый долг	6 165	5 550	7 198	8 559
Краткосрочный долг	1 678	1 169	604	2 062
Долгосрочный долг	4 487	4 381	6 594	6 497
Денежные средства	406	1 714	1 155	356
Чистый долг	5 759	3 836	6 043	8 202
ЧДП от операционной деятельности	1 789	715	1 594	-34
Капитальные затраты	310	807	462	758
Свободный денежный поток	1 479	-92	1 132	-792
Коэффициенты				
Долг/активы	0,54	0,31	0,37	0,46
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,27	0,21	0,08	0,24
Финансовый долг/ЕБИТДА	1,80	1,45	2,78	3,81
Чистый долг/ЕБИТДА	1,68	1,00	2,34	3,66
ЕБИТДА/проценты	10,69	8,26	3,51	3,82
Рентабельность по ЕБИТДА	0,39	0,25	0,16	0,17

Источник: данные компаний за III 2011, расчеты UFS



Рублевые облигации металлургических компаний



Приложение

Показатели, млн руб.	2 008	2 009	1П 2010	2 010	1П 2011
Выручка	229 947	150 372	99 944	219 668	146 896
Операционная прибыль	43 397	15 829	28 612	62 666	42 577
ЕБИТДА	88 586	26 612	36 527	78 595	56 727
Процентные расходы	11 004	14 632	7 502	14 767	5 205
ЧДП от операционной деятельности	58 980	19 389	19 917	47 631	35 428
Капитальные затраты	24 945	9 748	5 136	12 405	8 717
Свободный денежный поток	34 035	9 641	14 781	35 226	26 711
Активы	271 097	257 561	244 216	249 883	319 323
Финансовый долг	177 926	164 491	138 071	126 377	173 093
Краткосрочный долг	147 051	63 248	42 936	40 651	47 109
Долгосрочный долг	30 875	101 243	95 135	85 726	125 984
Денежные средства	4 901	12 327	3 016	4 633	11 409
Чистый долг	173 025	152 164	135 055	121 744	161 684

Показатели	2 008	2 009	1П 2010	2 010	1П 2011
Коэффициенты					
Финансовый долг/активы	0,66	0,64	0,57	0,51	0,54
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,83	0,38	0,31	0,32	0,27
Финансовый долг/ЕБИТДА	2,01	6,18	1,89	1,61	1,75
Чистый долг/ЕБИТДА	1,95	5,72	1,85	1,55	1,64
ЕБИТДА/проценты	8,05	1,82	4,87	5,32	10,90
Рентабельность по ЕБИТДА	38,5%	17,7%	36,5%	35,8%	38,6%

Источник: данные компании, расчеты UFS

Примечание:

- Отчетность компаний Северсталь, Мечел и Евраз рассматривается по МСФО, если не указано иное;
- Итоги торгов корпоративными облигациями на 11.03.12

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

Куц 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.

