

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО «Металлоинвест»

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Ключевые моменты:

✓ ОАО «Металлоинвест» - крупнейший металлургический холдинг, пятый по величине производитель железной руды в мире и пятый по величине производитель стали в России;

✓ эмитент занимает второе место в мире по вероятным и доказанным запасам железной руды, которые оцениваются в 14,9 млрд. тонн. При уровне добычи в 2010 году, этих запасов могло бы хватить на 160 лет непрерывной деятельности Группы;

✓ холдинг объединяет 2 основных операционных сегмента: горнорудный дивизион и металлургический дивизион;

✓ горнорудный сегмент составляют Михайловский ГОК и Лебединский ГОК; металлургический сегмент объединяет предприятия ОЭМК, Уральская сталь и УралМетКом;

✓ 45% акций холдинга принадлежит А. Усманову, еще 30% находится в руках В. Скоча и В. Анисимова, 5% акций владеет председатель совета директоров - А. Ф. Мошири;

✓ в 2010 году выручка увеличилась на 55,0% по сравнению с 2009 годом и составила \$7 727 млн.; EBITDA выросла более чем в 3 раза и достигла \$2 620 млн. \$;

✓ в 2010 году рентабельность по EBITDA выросла до 33,9%, в 1 кв. 2011 г. – до 37,5%;

✓ умеренная долговая нагрузка: в 1 кв. 2011 года чистый долг/EBITDA составил 1,02, доля долга в пассивах – 0,45.

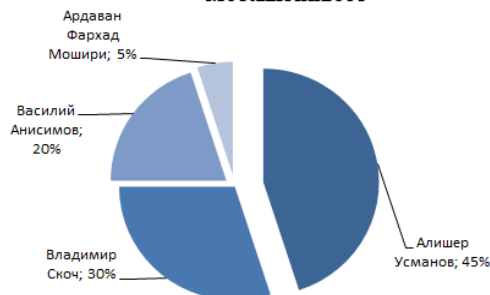
Финансовые результаты

Финансовые результаты Группы в 2008-2010 год в наибольшей степени определялись конъюнктурой рынка железной руды и стальной продукции в мире. В 2009 году по причине финансового кризиса, наблюдалось существенное снижение мировых цен на железную руду и сталь. Например, цена за тонну железорудных окатышей снизилась на 63,3%, как и цена на железорудный концентрат. На 48% снизились цены на стальной билет. Подобная рыночная конъюнктура привела к существенному падению доходов от операционной деятельности. Так, выручка в 2009 году относительно 2008 года снизилась на 36,5% до \$4 972 млн., а показатель EBITDA упал при этом почти на 71% и составил \$879 млн.

Параметр выпуска:

Серия	TBD
Объем размещения	до \$2 млрд.
Срок обращения	5-7 лет
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Доходность к погашению через 5 лет (оценка UFS),%	6,0-6,1
Доходность к погашению через 7 лет (оценка UFS),%	6,6-6,7
Кредитный рейтинг (Standard & Poor's/Moody's/Fitch)	-/Ba3/BB-

Структура собственности ОАО «Металлоинвест»



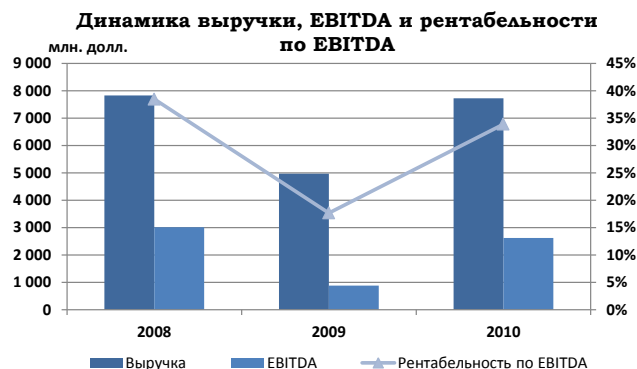
Источник: данные компании



В 2010 году восстановление мирового спроса на сталь, прежде всего со стороны Китая и других развивающихся стран, способствовало резкому восстановлению цен на продукцию, производимую эмитентом. Это позволило вплотную приблизиться к финансовым результатам 2008 года. Группа завершила 2010 год с выручкой в \$7 727 млн., что на 55,0% превышает полученную выручку в 2009 году. Показатель EBITDA вырос почти в 3 раза и составил \$2 620 млн. Улучшилась и операционная рентабельность эмитента. Так, если в 2009 году рентабельность по EBITDA снизилась до 17,7%, то в 2010 году она выросла до 35,8%, а по итогам 1 кв. 2011 года достигла 37,5%.

За первые 3 месяца 2011 года цены на продукцию черной металлургии продолжили рост, что вместе с ростом объемов продаж позволило ОАО «Металлоинвест» продолжать улучшать свои финансовые результаты деятельности.

Выручка за 1 кв. 2011 года увеличилась относительно 1 кв. 2010 г. на 64,5% и составила \$2 488 млн., в то время как показатель EBITDA вырос за аналогичный период более чем в 2,5 раза относительно 1 кв. 2011 года и составил \$933 млн., что больше чем EBITDA, которую получила компания за весь 2009 год.



Источник: данные компании, расчеты UFS

Финансовые показатели ОАО «Металлоинвест», млн. долл. (по МСФО)

Показатели	2008	2009	2010	Изм. 2010/2009	1 кв. 2010	1 кв. 2011	Изм., 1 кв. 2011/1 кв. 2010
Выручка	7 826,7	4 972,6	7 727,0	55,4%	1 512,5	2 488,2	64,5%
Операционная прибыль	1 477,1	523,4	2 204,0	321,1%	259,4	890,5	243,2%
EBITDA	3 010,9	878,8	2 620,0	198,1%	368,1	933,0	153,5%
Процентные расходы	374,5	483,9	519,0	7,3%	121,2	87,5	-27,8%
Активы	9 227,3	8 517,2	8 198,3	-3,7%	н/д	9 202,4	-
Финансовый долг	6 056,0	5 439,5	4 146,2	-23,8%	н/д	4 180,3	-
Краткосрочный долг	5 005,1	2 091,5	1 333,7	-36,2%	н/д	1 575,3	-
Долгосрочный долг	1 050,9	3 348,0	2 812,5	-16,0%	н/д	2 605,1	-
Денежные средства	166,8	407,6	152,0	-62,7%	н/д	374,9	-
Чистый долг	5 889,2	5 031,9	3 994,2	-20,6%	н/д	3 805,4	-
Коэффициенты							
Долг/активы	0,66	0,64	0,51	5 б.п.	н/д	0,45	-
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,83	0,38	0,32	-24 б.п.	н/д	0,38	-
Финансовый долг/EBITDA	2,01	6,19	1,58	-243 б.п.	н/д	1,12	-
Чистый долг/EBITDA	1,96	5,73	1,52	-259 б.п.	н/д	1,02	-
EBITDA/проценты	8,04	1,82	5,05	226 б.п.	3,04	10,66	135 б.п.
Рентабельность по EBITDA	38,5%	17,7%	33,9%	5,3 п.п.	24,3%	37,5%	-1,2 п.п.

Источник: данные компании, расчеты UFS

Как было отмечено выше, операционная деятельность Группы разделена на 2 основных сегмента: горнодобывающий и стальной. В последний год наблюдается тенденция роста доли выручки получаемого от горнодобывающего сегмента и снижения от стального сегмента соответственно. Так, в 2009 году соответствующая доля в выручке стального сегмента и горнорудного сегмента составляла - 54,8% и 37,1% соответственно, тогда как в 2010 году уже 44,8% и 46,2%. Это связано как с ростом объемов добычи железной руды, так и с более быстрым увеличением цен на нее, по сравнению со стальной продукцией. Мы положительно оцениваем рост производства железной руды, так как горнодобывающий сегмент традиционно более рентабельный, чем стальной. В частности, в



2010 году рентабельность по EBITDA горнодобывающего сегмента составляла 57,2%, тогда как стального сегмента – всего 12,7%.

Мы ожидаем, что во втором и третьем квартале цены на металлопродукцию не покажут значительного роста. В тоже время, предпосылок для снижения мы пока также не видим. В этой связи мы ожидаем сохранения стабильных финансовых результатов компании до конца года.

Активы и обязательства

Общая сумма активов выросла за 1 кв. 2011 года почти на \$1 млрд. до \$9 202 млн., что в основном связано с увеличением остатков денежных средств и ростом дебиторской задолженности. Увеличение денежных средств связано с ростом денежного потока от операционной деятельности (более чем в 3 раза по сравнению с 1 кв. 2010 года), а также умеренным оттоком средств по финансовой и инвестиционной деятельности.

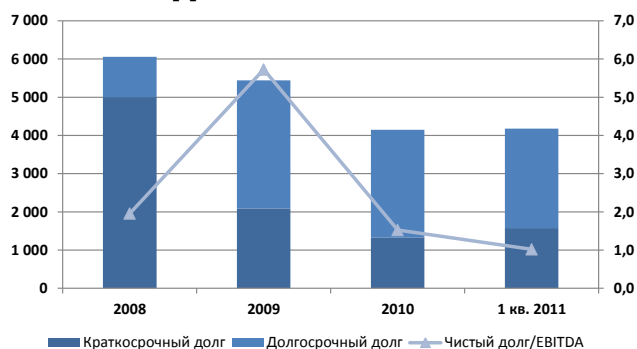
С 2008 года эмитент демонстрирует сокращение размера финансового долга в абсолютном выражении. Так, в 2010 году финансовый долг сократился почти на 24% до \$4 146 млн. За 1 кв. 2011 года он практически не изменился и составил \$4 180 млн. Отметим и тенденцию постепенного сокращения доли долга в пассивах, что связано с ростом собственного капитала Группы.

В 2010 году эмитент демонстрировал значительное улучшение кредитных метрик.

Благодаря росту денежного потока от операционной деятельности, Группа смогла существенно снизить показатель Чистый долг/EBITDA до 1,52, тогда как по итогам 2009 года это значение составляло 5,73. В 1 кв. 2011 года значение коэффициента продолжило снижаться и составило уже 1,02. Все это, на фоне повышающейся операционной рентабельности, делает кредитное качество эмитента относительно стабильным и устойчивым.

В тоже время, отчетность за 1 кв. 2011 года не включает кредит на \$3,1 млрд., полученный компанией 4 апреля 2011 года уже после отчетной даты. Средства были предоставлены на приобретение около 4% акций ГМК «Норильский Никель». По данным компании, на это ушло порядка \$2,2 млрд. Оставшиеся средства были потрачены на возврат синдицированного кредита от 2008 года. По нашим оценкам, учет этого кредита увеличит коэффициент долг/EBITDA до 1,95. С учетом размещения евробондов еще на \$1 млрд., долг/EBITDA вырастет до 2,2, что является повышенным значением, однако не будет угрожать кредитному качеству и возможному понижению кредитных рейтингов эмитента. Заметим, что по предоставленному кредиту на приобретение акций установлены ковенанты, одна из которых ограничивает значение коэффициента долг/EBITDA уровнем в 3,5.

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



Источник: данные компании, расчеты UFS



Инвестиционная программа

В 2010 году капитальные затраты компании составили около \$410 млн. (12,4 млрд. рублей), увеличившись по сравнению с 2009 годом на 27,2%. Коэффициент EBITDA/капитальные затраты находится на уровне 6,4, что указывает на высокую финансовую устойчивость и способность компании профинансировать кап. затраты за счет денежного потока от операционной деятельности.

На 2011 год объем капитальных расходов запланирован на уровне \$500 млн. (14,3 млрд. рублей), из которых уже в первом квартале было потрачено порядка \$180 млн. (5,1 млрд. рублей) в основном на приобретение оборудования. При сохранении показателя EBITDA на уровне 1 кв. 2011 года, коэффициент EBITDA/капитальные расходы составит по итогам года 7,45, что также говорит о возможности легко профинансировать кап. затраты за счет собственных средств в случае необходимости. Из запланированных \$500 млн. капитальных расходов, около \$280 млн. (7,9 млрд. рублей) планируется потратить на развитие горнорудного сегмента. В частности компания продолжит строительство оборудования для производства железорудных окатышей на Михайловском ГОК, на которое планируется потратить до 2013 около \$465 млн. (13,23 млрд. рублей).

На металлургический сегмент эмитент планирует потратить еще около \$150 млн. (4,28 млрд. рублей).

Кроме этого, компания находится в стадии переговоров по приобретению компаний Лебединский ГОК-ДСФ и «Дорстройматериалы», стоимость которых оценивается в \$200 млн. Также эмитент рассматривает возможность покупки неконтрольного пакета акций Молдавского сталепрокатного завода.

Мы полагаем, что компания имеет сбалансированную инвестиционную программу, а предполагаемая покупка компаний не приведет к ухудшению кредитного качества эмитента.

Оценка выпуска

При оценке нового выпуска мы исходим из котировок ближайших российских аналогов ОАО «Металлоинвест» по масштабам бизнеса и кредитным метрикам. Так, Металлоинвест в 1 кв. 2011 года получил меньший объем выручки по сравнению с Северсталью и Евразом, однако за счет более высокой рентабельности деятельности (37,5%) имеет наибольший из всех показатель EBITDA. Кроме этого, размер долга Металлоинвеста, а также показатель Чистый долг/EBITDA является наименьшим из сопоставимых компаний.

Сравнительные результаты Металлоинвеста, Северстали и Евраза по итогам 1 кв. 2011 года			
	Металлоинвест	Северсталь	Евраз
Кредитный рейтинг	-/Ba3/BB-	BB/Ba2/BB-	B+/B2/BB-
Выручка	2 488	3 727	3 894
EBITDA	933	930	740
Финансовый долг	4 180	6 090	7 809
Чистый долг	3 805	4 299	7 180
Чистый долг/EBITDA	1,02	1,2	2,7
Рентабельность по EBITDA	37,5%	25,1%	19,0%

Источник: данные компаний, расчеты UFS

Эмитент имеет рейтинг от Fitch на уровне “BB-” со стабильным прогнозом, что соответствует аналогичному рейтингу для Северстали и Евраза. Однако, рейтинг от Moody’s – “Ba3” с позитивным прогнозом превышает на одну ступень аналогичный рейтинг Евраза и ниже на одну ступень, чем рейтинг Северстали.

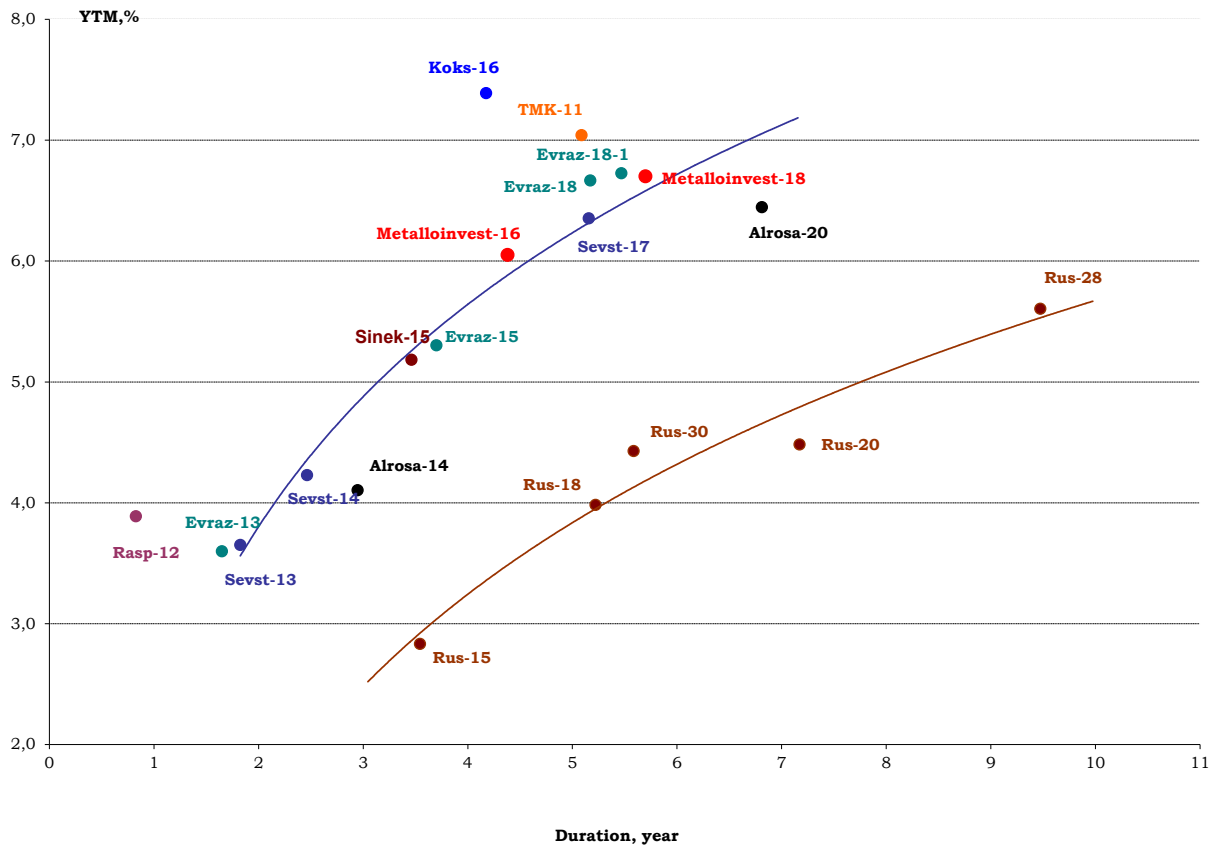
Мы полагаем, что по своим кредитным метрикам Металлоинвест и Северсталь должны иметь одинаковые рейтинги, и, соответственно, торговаться на одной кривой доходности.

При размещении евробондов сроком на 5 лет, что соответствует дюрации в 4,38 лет, справедливая доходность займа должна находиться на уровне кривой доходности



Северстали. Добавляя премию в районе 15-20 б.п. за дебютный выход на публичный рынок, справедливый диапазон доходности должен составлять 6,0-6,1% годовых. В случае размещения займа на 7 лет, справедливая доходность будет составлять 6,6-6,7%

Оценка справедливой доходности выпуска Метинвест-16/18 на 13 июля 2011 года.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
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

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

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 «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация» 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 «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

