

## УВЕЛИЧЕНИЕ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ; СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ПЛАНЫ, ВЕРОЯТНО, БУДУТ РЕАЛИЗОВАНЫ ДО КОНЦА ГОДА

### Финансовые результаты за 1 п/г 2012 г. по МСФО

**Умеренно негативные финансовые результаты.** В минувшую пятницу Metalloinvest опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 п/г 2012 г. Неблагоприятная конъюнктура мирового рынка стали привела к некоторому ухудшению финансовых показателей и, как следствие, к увеличению долговой нагрузки (до 1,7 Чистый Долг/ЕБИТДА). Так, снижение выручки на 12% год к году до 4,5 млрд долл. во многом обусловлено негативной динамикой мировых цен на железную руду и сталь (средняя цена реализации железной руды снизилась на 20%). Показатель ЕБИТДА за тот же период сократился на 17% до 1,6 млрд долл., что обеспечило операционную рентабельность на уровне 36,8% против 38,9% в соответствующем периоде прошлого года. Между тем чистую прибыль (1,3 млрд долл. против 987 млн долл. годом ранее) поддержал разовый доход от продажи активов (Металлоинвест-ранса) в объеме 424 млн долл.

**Ликвидная позиция продолжает расти в преддверии реализации стратегических планов.** В течение прошлого года компания продолжала накапливать ликвидность, аккумулировав внушительную сумму (на конец 2011 г. накопленные денежные средства составляли 1,1 млрд руб., или 11% совокупных активов). В марте Metalloinvest инвестировал порядка 2,5 млрд долл. в векселя ВТБ с погашением в декабре (сохранив на балансе на конец июня лишь 270 млн долл.), которые, на наш взгляд, с высокой вероятностью будут использованы в ходе сделки по выкупу у банка 20% собственных акций. О вероятности такого сценария может свидетельствовать и заявление президента ВТБ Андрея Костина, сделанное на прошлой неделе, в котором глава банка выразил желание реализовать пакет Metalloinvestа до конца ноября. Уже после отчетной даты (в августе) компания сообщила об открытии Сбербанком двух кредитных линий Михайловскому ГОКу сроком на три года и общим объемом 50 млрд руб. Таким образом, эмитент получил доступ к еще одному источнику ликвидности. В этой связи мы не исключаем дальнейшего наращивания позиции в Норильском никеле. В 1 п/г 2012 г. Metalloinvest восстановил (после выкупа по оферте осенью прошлого года) свою долю в Норильске до 4%, потратив на приобретение 0,4% акций 126 млн долл. В соответствии с ранее обозначенными планами компания намерена увеличить свой пакет до 5%. Мы рассчитываем, что назначенная на сегодня телефонная конференция внесет ясность в стратегические планы компании.

### Обращающиеся выпуски

METINR (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
MetalloInv '16	750 \$	6,50	21 июл 16	5,89
Металлоинв-01	5 000 R	9,00	19 мар 15	9,30
Металлоинв-05	10 000 R	9,00	19 мар 15	9,38
Металлоинв-06	10 000 R	9,00	24 мар 15	9,30

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

### Ключевые финансовые показатели

#### Металлоинвеста

МСФО, млн долл.	1 п/г 11			2 п/г 11			1 п/г 12		
Выручка		5 094		4 825		4 458			
ЕБИТДА		1 983		1 890		1 642			
Рентабельность по ЕБИТДА, %		38,9		39,2		36,8			
Долг / ЕБИТДА		1,9		1,4		1,8			
Капзатраты		(289)		(223)		(210)			
Свободный денежный поток		1 006		1 357		890			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

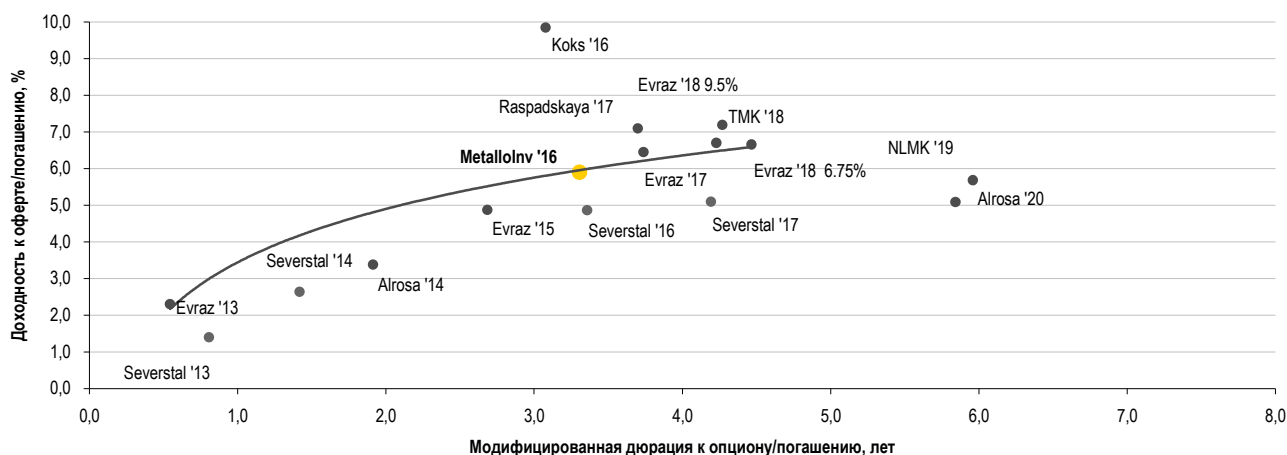
**До конца года долговая нагрузка продолжит расти, график погашений остается комфортным.** Общий долг Металлоинвеста с начала года увеличился на 14% и достиг 6,4 млрд долл., что стало результатом привлечения кредитной линии на 1 млрд долл., выпуска рублевых облигаций на 850 млн долл. (25 млрд руб.) и досрочного погашения части предэкспортного кредита в объеме 700 млн долл. Коэффициенты Долг/ЕБИТДА и Чистый Долг/ЕБИТДА возросли до 1,8 и 1,7 соответственно против 1,4 и 1,1 на начало года, а доля краткосрочного долга практически не изменилась и составляет 22% (1,4 млрд долл.). Согласно данным презентации график погашений остается весьма комфортным – до конца года компании предстоит погасить/рефинансировать лишь около 600 млн долл., тогда как в 2013–2014 гг. среднегодовые погашения не превысят 1,3 млрд долл. Исходя из инвестиционных планов компании на текущий год (выкуп собственных акций у ВТБ на сумму, по нашей оценке, не превышающую 3 млрд долл., и увеличение доли в Норникеле) и нашего прогноза финансовых показателей на 2012 г. долговая нагрузка эмитента по Чистый Долг/ЕБИТДА может вырасти до 2, что в целом выглядит допустимым и соответствует ожиданиям менеджмента.

**Инвестпрограмма остается незначительной на фоне высоких денежных потоков.** Чистый операционный денежный поток компании по итогам 1 п/г 2012 г. составил 1,1 млрд долл, что на 15% (1,3 млрд долл.) ниже показателя соответствующего периода 2011 г. При этом Металлоинвест по-прежнему проводит весьма осторожную инвестиционную политику – за отчетный период на финансирование капиталовложений было направлено 210 млн долл. (-6% ко 2 п/г 2011 г., -27% к 1 п/г 2011 г.), что позволило сохранить свободный денежный поток в положительной зоне (890 млн долл.). Помимо прочего компания выплатила 290 млн долл. в виде дивидендов. Напомним, совокупный объем инвестиционной программы в период 2012–2015 гг. оценивается на уровне 2,3–2,4 млрд долл., которые предполагается расходовать равными долями ежегодно. Таким образом, капитальные затраты по итогам года могут составить 600 млн долл. и с учетом текущих финансовых показателей будут профинансированы из собственных средств. Ключевыми инвестиционными проектами остается ввод в строй на МГОК обжиговой машины №3 мощностью 5 млн т в год и строительство цеха №3 по производству ГБЖ на ЛГОК мощностью 1,8 млн т в год.

**Евробонды обладают некоторым спекулятивным потенциалом.** Мы положительно оцениваем кредитное качество эмитента. Несмотря на ряд негативных моментов в отчетности, финансовое положение Металлоинвеста выглядит устойчивым прежде всего благодаря высокорентабельному производству, позволяющему генерировать солидные денежные потоки, а также умеренной инвестиционной программе и комфортному графику погашения. Даже в случае реализации всех инвестиционных планов компании (выкупа 20% собственных акций у ВТБ и увеличения доли в Норникеле) ее кредитные метрики останутся сильными и по-прежнему в целом будут превосходить соответствующие показатели Евраза. На рынке евробондов единственный выпуск эмитента, METINR'16, лежит практически на одной кривой с Евразом (В+/ВАЗ/ВВ-), предлагая незначительный дисконт, который, по нашему мнению, должен расширяться ввиду разницы в кредитных показателях и объемах бумаг в обращении. Таким образом, евробонды Металлоинвеста обладают ограниченным спекулятивным потенциалом. На внутреннем рынке дисконт рублевых бумаг эмитента к кривой Евраза расширился в среднем до 60 б.п., что мы считаем справедливым.

### Облигации Металлоинвеста должны торговаться ниже кривой Евраза

Карта доходности еврооблигаций эмитентов горно-металлургического сектора, 28.09.2012



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

См. таблицу на следующей странице.

**Снижение рентабельности и рост долговой нагрузки**

МСФО, млн долл.	2010	1 п/г 11	2011	1 п/г 12
Выручка	7 153	5 094	9 919	4 458
Валовая прибыль	3 563	2 778	5 433	2 355
ЕБИТДА	2 345	1 983	3 873	1 642
Чистая прибыль	1 199	987	1 432	1 312
Долг	4 147	5 274	5 598	6 378
Чистый долг	3 995	4 925	4 432	6 108
Капитал	2 533	3 050	3 337	4 282
Активы	8 199	9 730	10 465	12 126
Операционная рентабельность, %	49,8	54,5	54,8	52,8
Рентабельность по ЕБИТДА, %	32,8	38,9	39,0	36,8
Долг / ЕБИТДА	1,8	1,9	1,4	1,8
Чистый долг / ЕБИТДА	1,7	1,8	1,1	1,7
Акционерный капитал / Активы	0,3	0,3	0,3	0,4
Акционерный капитал / Долг	0,6	0,6	0,6	0,7
Козф. текущей ликвидности	1,0	0,7	1,7	2,7
Доля краткосрочного долга, %	32,2	27,2	20,0	22,0
Операционный денежный поток	1 563	1 295	2 876	1 100
Ден. поток от инв. деятельности	(325)	(2 612)	(3 033)	(2 622)
Ден. поток от фин. деятельности	(1 571)	1 566	1 306	617
Капзатраты	(392)	(289)	(512)	(210)
Свободный денежный поток	1 171	1 006	2 363	890
Операц. ден. поток / Капзатраты	4,0	4,5	5,6	5,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

## 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

## 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 Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### 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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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 2012