Вслед за квазисуверенным выпуском Банка развития Монголии компания Mongolian Mining Corporation разместила в конце марта свои пятилетние еврооблигации на сумму $600 млн с доходностью к погашению 8.875%. Переподписка по выпуску MANMIN'2017 составила 9.1х.

Угольный разрез

Идеи в евробондах угольных компаний emerging markets

Никита ГОЛОЩЕКОВ,
аналитик, Schildershoven Finance B.V.

Компания Mongolian Mining Corporation является крупнейшим производителем коксующего угля в Монголии. Общий объем доказанных и вероятных запасов угля на месторождениях UHG и BN составляет 460 млн тонн. Объем добычи в течение последних трех лет вырос с 1.8 млн тонн рядового угля в 2009 году до 7.1 млн тонн в 2011 году. По прогнозу компании, объем производства рядового угля к 2013 году может достигнуть 15 млн тонн. Функции управляющего процессом добычи возложены на компанию Leighton — одного из ведущих в мире подрядчиков в сфере горнодобывающей промышленности.

Объем реализованной продукции в 2011 году составил 3.3 млн тонн рядового угля и 1.5 млн тонн обогащенного. Благодаря вводу в эксплуатацию углеобогатительных фабрик, производственная мощность которых должна составить 15 млн тонн к 2013 году, компания планирует полностью перейти на продажу высокорентабельного очищенного угля. При этом 88% выручки приходится на пять крупнейших потребителей, в числе которых Baotou Steel, Qinqhua, Shangang, с которыми заключены долгосрочные контракты на десять лет.

Дальнейшее развитие инфраструктуры, в частности строительство железной дороги от месторождения UHG до монголо-китайской границы, на которую Mongolian Mining Corporation планирует потратить $700 млн (завершение строительства намечено на 2013–2014 годы), позволит компании осуществлять продажи непосредственно конечным потребителям и существенно снизить транспортные издержки, составляющие 40% от общих затрат.

Стоит отметить, что, по данным Wood Mackenzie, затраты на добычу продукции на месторождениях UHG и BN попадают в первый квартиль распределения себестоимости производства коксующегося угля в мире. Ожидается, что средний коэффициент вскрыши (количество пустых пород на тонну полезного ископаемого) в течение промышленной эксплуатации месторождения UHG составит 5 куб. м на тонну.

В целом еврооблигации Mongolian Mining Corporation (MANMIN'17) торгуются на справедливом для себя уровне 9% к погашению, несмотря на существенное ухудшение кредитных метрик в результате размещения еврооблигаций на $600 млн в марте 2012 года. Общий долг/EBITDA (pro-forma), по нашим расчетам, находится на уровне 5.75х.

По результатам 2011 года соотношение общего долга к EBITDA составило 3.3х или 2.8х с учетом потенциальной конвертации СВ на сумму $84 млн в акции компании, а EBITDA/расходы на выплату процентов по долгу — 12.3х. Учитывая потенциальный рост рентабельности бизнеса (переориентация компании на продажу обогащенного угля), а также открывающиеся перспективы существенного роста объе-

мов добычи, долговая нагрузка будет снижаться. Кроме того, согласно ковенантам по MANMIN'17, соотношение общий долг/EBITDA ограничено 3.5x до конца 2014 года и 3x в дальнейшем.

ЕВРООБЛИГАЦИИ УГОЛЬНЫХ КОМПАНИЙ EMERGING MARKETS

Среди угольных компаний из развивающихся стран помимо монгольской Mongolian Mining Corporation торгуемые еврооблигации имеют индонезийские Adaro, Berau, Indika и Bumi, китайские Hidili и Winsway, российская «Распадская».

Все представленные выше индонезийские компании занимаются добычей энергетического угля. Бумаги Adaro и Indika, часто используемые в качестве HY-бенчмарков в Индонезии, по нашему мнению, не представляют на текущих уровнях особого интереса для инвесторов (см. Рисунок 4), как и еврооблигации Berau и Bumi, которые традиционно дают премию в размере 50–150 б.п. к выпускам Adaro и Indika.

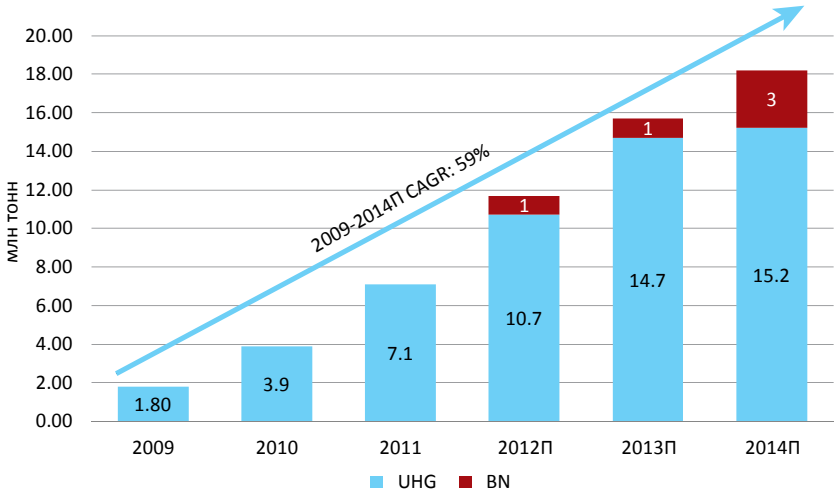
Winsway WINSWY'16 (YTM 13.7%; B1/B+/BB)

Компания Winsway, работающая в сфере транспортировки и переработки коксующегося угля, только в начале этого года стала обладателем своих первых upstream активов, купив 60% (остальные 40% приобрела японская компания Marubeni) в небольшой канадской компании Grande Cache Coal (GCC), занимающейся добычей коксующегося угля.

Несмотря на относительно слабые операционные результаты во втором полугодии 2011 года, Winsway по-прежнему сохраняет стабильную рентабельность по EBITDA — 16.9% (против 17,1% в первом полугодии 2011 года), а кредитные метрики все еще соответствуют уровням компаний с рейтингом B, даже с учетом привлечения $350 млн для приобретения GCC в феврале 2012 года. Тем не менее, по результатам текущего года мы ожидаем значительного роста консолидированного соотношение показателя общий долг/EBITDA до 4.75–5.25x против 3x в 2011 году.

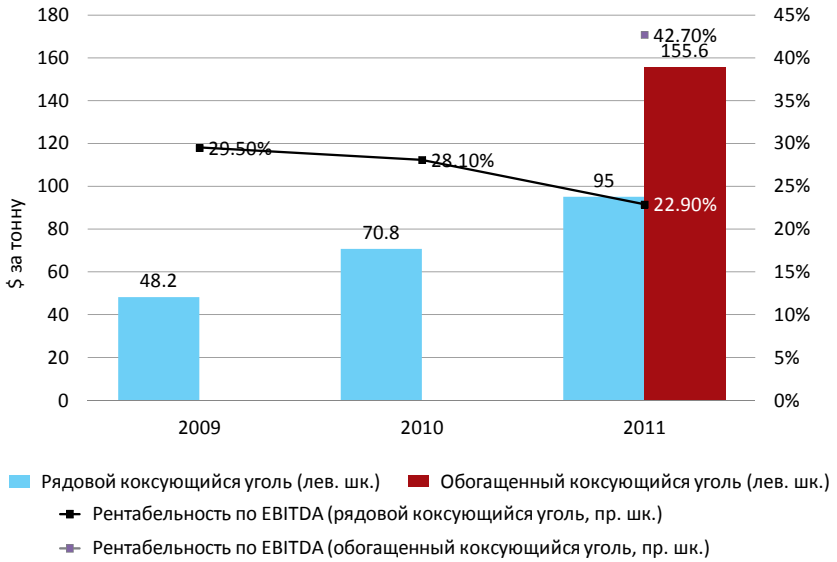
Развитие собственной логистики монгольскими угольными компаниями может негативно сказаться на долгосрочных перспективах Winsway, бизнес модель которой заточена на предоставление посреднических услуг для производителей и потребителей угля. Уже сейчас всего 9% продаж

Рисунок 1. **Динамика роста объемов добычи угля на месторождениях UHG и BN**



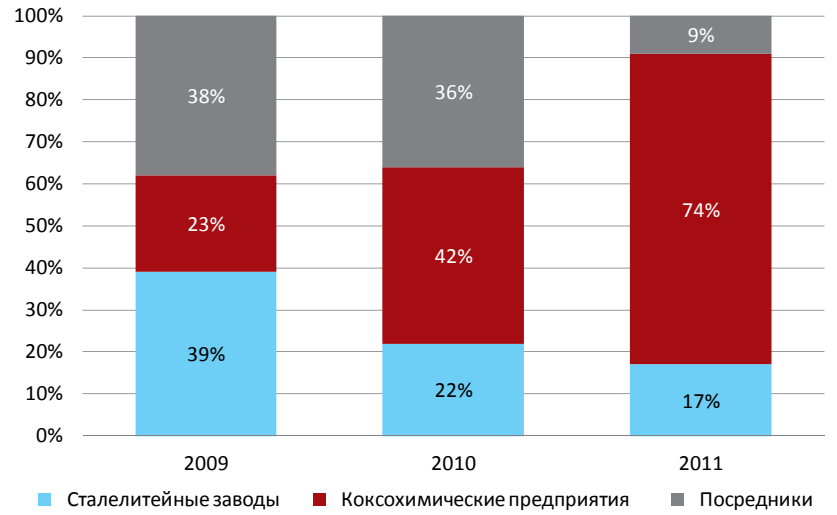
Источники: Mongolian Mining Corporation, оценки Schildershoven

Рисунок 2. **Средние отпускные цены угля и рентабельность продаж**



Источники: Mongolian Mining Corporation, оценки Schildershoven

Рисунок 3. **Структура продаж по конечным потребителям**



Источник: Mongolian Mining Corporation

	Mongolian Mining Corp (B1/B+)	Hidili (B1/B+)	Winsway (B1/B+/BB)	Adaro (Ba1/BB+)**	Berau Coal (B1/BB-)**	Indika (B1/B+)**	Bumi Resources (Ba3/BB)**
2P резервы (млрд тонн)	0.460	0.814	0.098*	0.938	0.467	0.621	2.8
Объемы добычи (млн тонн)	7.1	4.2	1.67*	35.3	16.1	23.6	47.2
Тип угля	Коксующийся	Коксующийся	Коксующийся	Энергетический	Энергетический	Энергетический	Энергетический
Ср. коэффициент вскрыши	5	н/д	н/д	5.9	9.1	7.1	12
Общий долг/EBITDA	3.3x	4.8x	2.4x	1.4x	1.4x	13.8x	3.3x
EBITDA/ расходы на выплату процентов по долгу	12.5x	4.1x	6.2x	11.5x	5.5x	3.2x	5
Рентабельность по EBITDA	30.64%	49.20%	16.90%	36%	35%	12%	33%

* Данные Grande Cache Coal на конец августа 2011 года.

** Данные за 9 месяцев 2011 года, приведенные к годовому выражению.

Источник: Schildershoven по данным компаний

Таблица 1

Сравнительные финансовые показатели угольных компаний – эмитентов еврооблигаций

Mongolian Mining Corporation реализуется с помощью посредников, хотя еще в 2010 году этот объем достигал 36%. В связи с этим мы отдаем предпочтение компаниям, имеющим собственные добывающие активы. В данном контексте привлекательнее смотрятся бумаги компании Hidili (HIDILI'15; YTM 12.3%).

Hidili HIDILI'15 (YTM 12.75%; B1/B+)

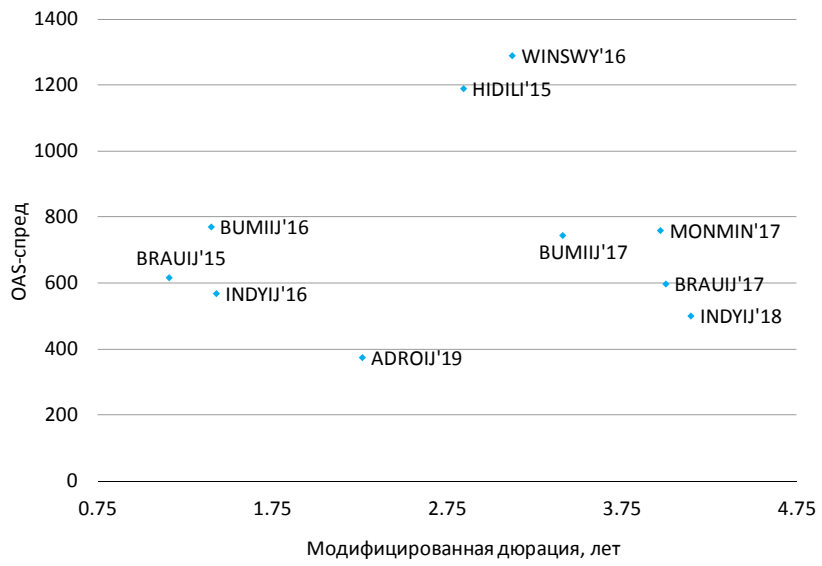
Компания Hidili занимается добычей, обогащением, коксованием и транспортировкой угля на юго-западе Китая. Низкий уровень концентрации угольных компаний в труднодоступных для внешних конкурентов горных провинциях Сычуань, Гуйчжоу и Юннань, а также вертикально интегрированная бизнес-модель позволяет Hidili демонстрировать высокий уровень рентабельности по EBITDA — 49.2% в 2011 году по сравнению с 47.8% в 2010 году. Более половины общего объема продаж приходится на государственные металлургические компании, с которыми заключены долгосрочные договоры по поставке.

В период агрессивной экспансии в 2007–2008 годах компания привлекла значительный объем заемных средств. В результате срыва целевых уровней по добыче в 2011 году (4.1 млн тонн вместо запланированных в начале года 4.9 млн тонн)[1] компания столкнулась с ростом долговой нагрузки (чистый долг/EBITDA 4.25x) и риском рефинансирования. На конец 2011 года денежные средства составили 597 млн юаней, в то время как краткосрочные финансовые обязательства превысили 1.6 млрд юаней. Капитальные затраты в 2012 году запланированы на уровне 500–600 млн юаней. Уже в январе 2013 года держатели конвертируемых облигаций на сумму 1.7 млрд юаней могут воспользоваться пут-опционом и досрочно предъявить бумаги к погашению. Несмотря на наличие открытой кредитной линии со стороны China Construction Bank для досрочного погашения данных облигаций, компания по-прежнему рассматривает более дешевые способы финансирования.

В случае постепенного роста объемов добычи (к концу 2014 года проектная мощность составит 7 млн тонн в год) и успешного рефинансирования краткосрочных обязательств бумаги HIDILI'15 (YTM 12.5%) имеют существенный потенциал для роста. С нашей точки зрения, компания обладает достаточным количеством активов для обеспечения дополнительных кредитов от банков по приемлемым процентным ставкам: на конец года основные средства составили 12 млрд юаней, лишь 12.1% которых были заложены по обязательствам компании.

Рисунок 4

Еврооблигации угольных компаний



Источник: Schildershoven по данным Bloomberg

[1] По причине проверок безопасности органами власти на всех угольных шахтах провинций Гуйчжоу и Юннань компания была вынуждена приостановить добычу угля с марта по май 2011 года.