

Инвестиционная идея по еврооблигациям MEDCIJ 8.96'29

16 октября 2024 г.

Кыстаубаев Куаныш
k.kystaubaev@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Medco Energi
Тикер еврооблигаций	MEDCIJ
Страна риска	Индонезия
Сектор	Нефть и газ
Кредитные рейтинги (M/S/F)	B1 Pos / BB- St / BB- St
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	7.80%
Выпуск	MEDCIJ 8.96'29
ISIN	USY5951MAA00
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	8.96%
Доходность к погашению	7.54%
Доходность к худшему	7.13%
Текущая цена	105.34%
Дата погашения	27.04.2029
Объем в обращении	\$500 млн
Минимальный лот	\$200 тыс.

Инвестиционный тезис.

Представляем вашему вниманию еврооблигации Medco Energi 2029 года погашения. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 7.5%–7.6% годовых (YTW 7.1%–7.2%). Выпуск не предлагает премий к еврооблигациям компаний из сектора Oil & Gas с аналогичными кредитными рейтингами (HY bonds), но имеет относительно высокое кредитное качество. Medco имеет хороший трек-рекорд по управлению и снижению долговой нагрузки (делевериджингу), и нам нравится менеджмент компании, который зарекомендовал себя как довольно «credit friendly». По сравнению с другими компаниями в нефтегазовом секторе с кредитными рейтингами (BB Oil & Gas), Medco имеет меньшие масштабы по добыче, однако высокая доля долгосрочных контрактов в разрезе общей добычи обеспечивает ей стабильные денежные потоки. В пользу покупки также выступает сильный ликвидный профиль, отсутствие крупных погашений в ближайшие годы и высокая текущая доходность по выпуску. **Мы иницируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску MEDCIJ 8.96'29 с ожидаемой доходностью за период держания 7.8% годовых.**

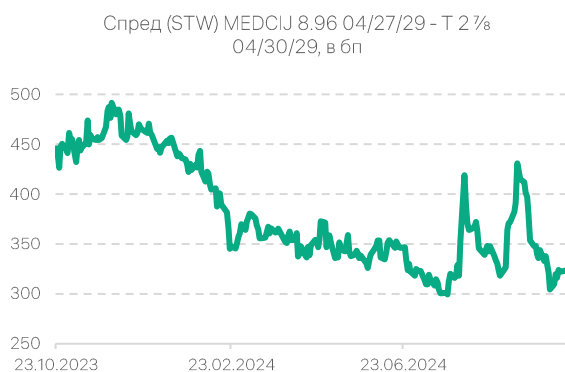
О компании

Medco Energi – это индонезийская энергетическая компания, которая имеет активы как в Индонезии, так и за ее пределами. Medco является одним из ведущих игроков в сфере энергетики в Юго-Восточной Азии. Штаб-квартира Medco Energi находится в Джакарте. Компания активно работает в различных сегментах энергетического рынка, включая разведку и добычу нефти и газа, переработку и сбыт нефтепродуктов, а также она имеет активы в горнодобывающей отрасли. Компания существует с 1980 года, имеет листинг на Индонезийской фондовой бирже (ISX). Рыночная капитализация на октябрь 24-го года составляет \$2 млрд. Крупнейшими акционерами компании являются – «PT Medco Daya Abadi Lestari» (конечные бенефициары – семья миллиардеров Panigoro) с контролирующей долей 51.5% и «Diamond Bridge Pte Ltd.» с долей 21.46%. 20.46% всех акций находится в свободном обращении.

Сегменты

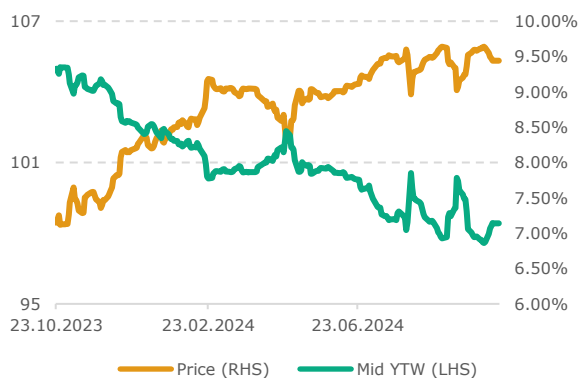
Medco разделяет свой бизнес на 3 операционных сегмента: (1) нефть и газ, (2) энергетика, (3) добыча меди и золота. Добыча и продажа углеводородов является основным

Рисунок 1. Динамика кредитного спреда по выпуску



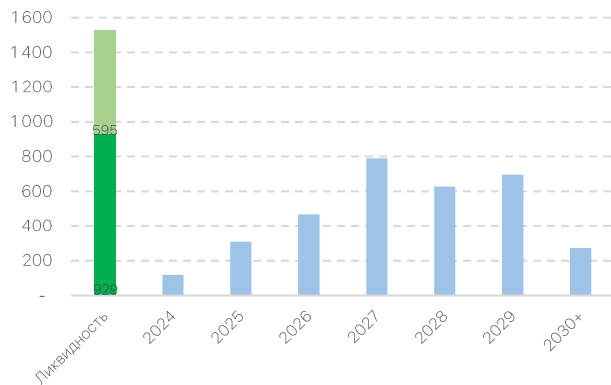
Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Динамика цены и доходности по выпуску MEDCIJ 8.96'29



Источник: Bloomberg, данные компании

Рисунок 3. Ликвидность и график погашения долга, \$ млн



Источник: Bloomberg, данные компании

бизнесом компании. Medco добывает в среднем 145-150 тыс. бнэ/д. Основные месторождения компании находятся на территории Индонезии – около 82% всей добычи. Почти во всех месторождениях Medco является ведущим оператором. Компания осуществляет международные операции по добыче углеводородов в таких странах, как Оман, Таиланд, Вьетнам и Йемен, а также активно занимается разведкой и разработкой месторождений в Ливии, Омане, Мексике. На конец 1П2024 г. 2Р резервы компании насчитывали 441 млн баррелей нефтяного эквивалента (бнэ), а индекс жизни резервов был на уровне 9.3 лет. Коэффициент восполнения резервов за последние 5 лет составил 150% – компания имеет успешный трек восстановления запасов как органическим путем, так и через сделки M&A. Данный фактор является одним из залогов высокого кредитного качества. Доля газа в общей добыче преобладает и по итогам 1П2024 г. составила 73.2%. Аналогичная ситуация с резервами – доля нефти составляет всего лишь 16.5%, а все остальное, то есть 83.5% это запасы природного газа. Около 60% всей добычи компания продает по долгосрочным контрактам (типа «take or pay»), что обеспечивает ей стабильный и прогнозируемый денежный поток. Доля данного сегмента от общей выручки составила 91.3% по итогам 1П2024 г.

Компания Medco Power Indonesia (Medco Power) владеет и управляет 14 газовыми, геотермальными и другими типами возобновляемых электростанций по всей Индонезии, а также предоставляет услуги по эксплуатации и техническому обслуживанию (O&M) как собственных, так и сторонних электростанций. Количество проданной электроэнергии за 1П2024 г. составило 2003 ГВт/ч – столько же, сколько было в 1П2023 г. Стоит отметить, что доля выручки данного сегмента составляет 3% (по результатам 1П2024 г.) и не является материальной.

PT Amman Mineral Nusa Tenggara (AMNT), дочерняя компания PT Amman Mineral Internasional Tbk (AMMN), является производителем меди и золота. Владеет рудниками Batu Hijau и Elang. Amman производит высококачественный и чистый медный концентрат. Согласно отчету Wood Mackenzie Batu Hijau является вторым по величине медно-золотым рудником в Индонезии, а объединенные минеральные запасы Batu Hijau и месторождения Elang вместе составляют пятый по величине медно-золотой комплекс в мире. За 1П2024 г. добыча меди составила 236 млн фунтов (107 тыс. тонн), а добыча золота составила 495 тыс. унций. Объемы медных запасов компании на конец 2023 составляли 16.5 млн фунтов (7.53 млн тонн), запасы золота были на уровне 22.5 млн унций. Medco не консолидирует финансовые результаты и долю в данной компании учитывает по методу долевого участия (equity method of accounting).

О выпуске

Выпуск MEDCIJ 8.96'29 является старшим необеспеченным долговым обязательством Medco Maple Tree Pte. Ltd., которая

в свою очередь является дочерней компанией PT Medco Energi Internasional Tbk., и все её обязательства полностью гарантированы материнской компанией и ее дочерними организациями. Облигационный выпуск имеет встроенный колл-опцион (embedded call option) со следующим графиком:

Дата колл-опциона	Цена выкупа от номинала
27.10.2025	104.48%
27.10.2026	102.24%
27.10.2027	101.12%
27.10.2028	100.00%

Кроме того, проспект выпуска содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: с момента выпуска до 27 октября 2025 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) 101% от номинала или (2) суммы приведённой стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 бп). Помимо вышеописанного, у компании есть опция по выкупу (по 108.96% от номинала) 35% от объема обращения облигаций посредством привлечения денежных средств через вторичное размещение своих акций. По нашему мнению, риск досрочного выкупа до данным облигациям является не существенным, по крайней мере в течение срока нашей рекомендации.

Финансовые результаты улучшаются на фоне высоких цен на углеводороды

Выручка Medco Energi за 2кв2024 г. составила \$609 млн, что выше на 9.1% г/г и 9.4% кв/кв. Показатель EBITDAX (прибыль до уплаты процентов, налогов, амортизации и расходов на разведку) продемонстрировал положительную динамику по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (+4.7% г/г), но снизился по сравнению с прошлым кварталом (-2% кв/кв) и составил \$324 млн, обеспечив маржу EBITDAX на уровне 53%. Операционный денежный поток за последний квартал составил \$380 млн (против \$214 млн в 1кв2024 г. и 32 млн в 1кв2023 г.), а свободный денежный поток составил \$313 млн (против отрицательных \$16 млн в 2кв2023 г. и \$135 млн в 1кв2024 г.). Более высокие цены на углеводороды стали основной причиной улучшения финансовых результатов – за последний отчетный период нефть марки Brent торговалась выше в среднем на 4% кв/кв и 9% г/г, а средние цены на природный газ были выше почти на 11% кв/кв. Помимо благоприятных цен на углеводороды, росту FCF поспособствовали и другие причины, в том числе (1) покупка доли в месторождении в Омане и их консолидация с 4кв2023 г, (2) более низкий уровень капитальных вложений по сравнению с прошлым кварталом (\$67 млн, против \$79 млн), (3) более низкие расходы на увеличение чистого рабочего

капитала, (4) более высокая доля нефти в добыче (40.2 тыс. б/д во 2кв2024 г. против 31.7 тыс. б/д во 2кв2023 г.).

Низкая долговая нагрузка и сильный профиль ликвидности

На конец 2кв2024 г. валовый долг Medco составлял \$3.45 млрд (с учетом лизинговых обязательств), а чистый долг находился на уровне \$2.86 млрд. Ликвидность компании насчитывала внушительные \$1.5 млрд, которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$595 млн и открытых кредитных линий в объеме \$929 млн. Лeverидж, выраженный как соотношение чистого долга к EBITDAX, составлял 2.23x (против 2.46x на конец 1кв2024 г.), а коэффициент покрытия процентных расходов EBITDAX – 4.6x (против 4.55x в 1кв2024 г.). Ликвидности на балансе хватит на погашения долгов в ближайшие несколько лет. Отсутствие крупных погашений в ближайшее время и высокий уровень ликвидности делают компанию устойчивой к рыночным шокам.

Без учета долговых обязательств дочерних компаний (Medco Power), к которым Medco Energi не имеет кросс-дефолт провизий, валовый долг был на уровне \$2.7 млрд, а чистый долг составлял \$2.2 млрд. Валовый и чистый лeverидж составляли 2.1x и 1.7x, соответственно. Хотя Medco Energi не имеет твердых юридических обязательств перед кредиторами своей дочерней организации, между компаниями существует высокая операционная синергия, и поэтому мы думаем, что у Medco Energi будет мотивация помочь Medco Power, если на это будет необходимость.

Доля Medco в Amman создает мощный запас прочности

Amman является жемчужиной среди активов Medco Energi и залогом высокого кредитного качества. Medco приобрела 50%-долю в компании еще в 2016 году. С тех пор, в результате сделок по продаже и первичного публичного размещения второго, эффективная доля Medco размылась и на конец 2кв2024 г. составляет 20.92%. Amman провела IPO в июле 2023 года и привлекла около \$770 млн, а оценка в размещении составила \$8 млрд. На сегодняшний день рыночная капитализация производителя меди и золота составляет \$45.5 млрд и доля Medco оценивается в \$9.5 млрд. Безусловно, с учетом низкой ликвидности локальной биржи и низкого уровня фри флота (всего 10%), реализовать существенную долю в кратчайшие сроки по рыночной цене вряд ли удастся. Однако, данный актив на балансе Medco создает мощный запас прочности. В случае необходимости Medco может получить доступ к ликвидности, заложив эти акции.

Medco имеет хороший трек-рекорд по снижению долговой нагрузки

Менеджмент компании является довольно «credit friendly». Подтверждает это то, сколько компания аллоцировала свободных денежных средств на выкуп своих долгов. С 2020

года Medco потратила \$1.5 млрд на выкуп своих облигаций, периодически объявляя тендеры. Примечательно то, что за этот же период компания потратила на вознаграждение акционеров (дивиденды + байбеки) всего \$210 млн. Как показывает практика, для делевереджинга менеджмент может использовать все доступные инструменты – вторичное размещение своих акций, продажа активов и т.д.

Рейтинговые агентства о Medco Energi

Fitch

Рейтинг BB- (прогноз: «стабильный»). Fitch повысил рейтинг в своем последнем отчете (апр'24) и в пользу такого решения отмечает увеличение индекса жизни резервов после приобретения доли в месторождении (Оман, Блок-60). Агентство также указывает на увеличивающиеся масштабы компании, высокую долю фиксированных контрактов и низкую себестоимость добычи.

S&P Global

Рейтинг BB- (прогноз: «стабильный»). S&P повысил рейтинг (июнь'24). Данное решение подкрепляется долей Medco в Amman, рыночная стоимость которой оценивается почти в \$10 млрд (на момент выхода отчета). Также в своем последнем отчете, агентство пишет, что приобретение доли в месторождении в Омане стало позитивным событием для кредитного качества, поскольку повысило соотношение нефти в общей добыче и увеличило резервы компании.

Moody's

Рейтинг B1 (прогноз: «позитивный»). Moody's подтвердил рейтинг на уровне B1 (сен'24), но пересмотрел прогноз со «стабильного» на «позитивный». В пользу пересмотра агентство приводит такие факторы, как наличие долгосрочных контрактов по продаже газа (которые составляют около 60% всей добычи), умеренный уровень производства и высокую ликвидность компании.

Риски:

- неблагоприятная ценовая конъюнктура на товарных рынках может снизить свободный денежный поток и привести к ослаблению кредитного качества;
- агрессивные сделки M&A и/или байбеки могут привести к ослаблению кредитного качества.

Основные финансовые и операционные показатели

\$млн	2019	2020	2021	2022	2023	1Q2024	2Q2024
Выручка	1 438	1 100	1 323	2 312	2 249	556	609
EBITDA	620	495	667	1 593	1 255	328	322
EBITDA маржа%	43.1%	45.0%	50.4%	68.9%	55.8%	59.0%	52.9%
EBITDAX	644	518	684	1 606	1 263	330	324
EBITDAX маржа%	44.8%	47.1%	51.7%	69.5%	56.1%	59.2%	53.1%
Процентные расходы (нэтом)	238	264	216	220	227	58	50
Опер. денежный поток	412	459	463	1 116	723	214	380
Капитальные расходы	(197)	(191)	(111)	(269)	(300)	(79)	(67)
Своб. денежный поток	216	268	352	848	423	135	313
Дивиденды и обратный выкуп акций	(9)	(2)	(9)	(72)	(76)	(5)	(46)
Чистая прибыль	(14)	(181)	63	551	346	79	134
Валовый долг - всего холдинга	3 128	3 005	3 212	3 337	3 534	3 521	3 451
Денежные ср-ва и эквиваленты	482	331	512	611	365	413	595
Чистый долг - всего холдинга	2 646	2 674	2 700	2 726	3 169	3 108	2 856
Собственный капитал	1 356	1 195	1 229	1 748	2 028	2 111	2 183
Валовый долг - без Medco Power	2 500	2 300	2 600	2 700	2 800	2 800	2 700
Чистый долг - без Medco Power	2 000	2 000	1 800	2 100	2 500	2 400	2 200
Показатели долговой нагрузки							
OCF / Процентные расходы, ТТМ (х)	3.48	3.14	3.95	7.28	5.41	4.94	7.95
EBITDAX / Процентные расходы, ТТМ (х)	2.56	1.84	3.04	6.19	4.58	4.55	4.60
Валовый долг / EBITDAX, ТТМ (х) - всего холдинга	4.86	5.80	4.69	2.08	2.80	2.79	2.70
Чистый долг / EBITDAX, ТТМ (х) - всего холдинга	4.11	5.16	3.95	1.70	2.51	2.46	2.23
Валовый долг / EBITDAX, ТТМ (х) - без Medco Power	3.88	4.44	3.80	1.68	2.22	2.22	2.11
Чистый долг / EBITDAX, ТТМ (х) - без Medco Power	3.11	3.86	2.63	1.31	1.98	1.90	1.72
Темпы роста в %							
Рост выручки (г/г)	18.1%	-23.5%	20.3%	74.7%	-2.7%	-0.3%	9.1%
Рост EBITDA (г/г)	18.5%	-20.2%	34.7%	138.8%	-21.2%	0.3%	4.9%
Рост чистого долга (г/г)	15.2%	1.0%	1.0%	1.0%	16.2%	16.1%	3.9%
Операционные показатели							
Объем добычи нефти, тыс б/д	32.0	40.0	34.0	34.0	32.0	44.0	40.0
Объем добычи газа, тыс бнэ/д	83.0	60.0	60.0	129.0	128.0	113.0	109.0
2Р резервы углеводородов, млн бнэ	301.0	310.0	389.0	481.0	539.0	527.0	441.0
Индекс жизни резервов 2Р, лет	7.2	8.5	11.3	8.1	9.2	9.2	8.1
Продажа электричества, ГВт/ч	2600.0	2639.0	2718.0	3993.0	4155.0	1062.0	941.0
График погашения долга и запас ликвидности							
Погашение долга, \$млн	118	311	467	789	627	695	274
Запас ликвидности на конец 2024 г., \$млн	1 524						
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	595						
Кредитные линии, \$млн	929						

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2024 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance