



Утренний Express-О

30 марта 2015 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**НЛМК (Ba1/BB+/BBB-): финансовые результаты 2014 г.**

## НЛМК (Ba1/BB+/BBB-): финансовые результаты 2014 г.

НЛМК отчитался за 2014 г. по US GAAP, результаты оказались в рамках консенсус-прогноза. Выручка группы сократилась на 5% (г/г) до 10,4 млрд долл., показатель EBITDA напротив вырос на 58% (г/г) до 2,38 млрд долл., при этом EBITDA margin достигла 23% («+9,1 п.п.» г/г). Рост показателей был за счет высокой загрузки сталеплавильных мощностей, резкого обесценения рубля и роста доли экспортных продаж, а также расширения спреда между ценами на металлопродукцию и сырье, что обеспечило высокие уровни EBITDA margin Стального дивизиона. В 1 кв. 2015 г. НЛМК рассчитывает нарастить долю экспорта до 65%, продолжая использовать эффект слабого рубля, также сэкономит в 2015 г. свыше 100 млн долл. на операционной эффективности. Долг группы заметно снизился – метрика Чистый долг/EBITDA на уровне 0,7х против 1,9х в 2013 г., скорее всего, продолжит оставаться в пределах целевого уровня 1,0х. Хорошая отчетность окажет поддержку евробондам NLMK, хотя рост в текущей конъюнктуре маловероятен. Рублевые бонды низколиквидные.

**НЛМК представил хорошие финансовые результаты за 2014 г., в рамках консенсус-прогноза...**

**EBITDA margin достигла 23%, прибавив за год на 9 п.п. ...**

**Этому способствовали - высокая загрузка сталелитейных мощностей, низкие цены на сырье, резкое ослабление рубля и увеличение доли экспорта в продажах...**

**Уровень долга НЛМК в 2014 г. заметно снизился – долг сократился на 34% до 2,76 млрд долл., метрика Чистый долг/EBITDA составила 0,7х...**

**Комментарий.** В конце прошлой недели НЛМК отчитался за 2014 г по US GAAP. Результаты компании оказались довольно сильными, в то же время в рамках консенсус-прогноза.

Так, выручка немного сократилась – на 5% (г/г) до 10,4 млрд долл., показатель EBITDA напротив заметно вырос – на 58% (г/г) до 2,38 млрд долл., при этом EBITDA margin достигла 23% («+9,1 п.п.» г/г).

Рост показателей был за счет высокой загрузки сталеплавильных мощностей (по группе до 98% против 96% в 2013 г.), резкого обесценения рубля (доля экспортных продаж в 4 кв. достигла практически 60%), а также расширения спреда между ценами на металлопродукцию и сырье, что обеспечило высокие уровни EBITDA margin Стального дивизиона – в 4 кв. показатель достиг 30%, а в целом за весь 2014 г. – 21%. На общем фоне улучшения прибыльности у НЛМК вырос операционный денежный поток – на 46% (г/г) до 1,7 млрд долл.

В целом, динамика показателей НЛМК в 2014 г. в рамках отраслевых тенденций, впрочем, по чистой прибыли компания превзошла других игроков, показав значительный рост в 4,5 раза до 845 млн долл. на фоне существенного улучшения операционной прибыли компании.

В 1 кв. 2015 г. НЛМК планирует нарастить долю экспортных продаж на фоне ослабления спроса на внутреннем рынке, в том числе в силу сезонности, рассчитывая довести их долю до 65% против 60% в 4 кв., тем самым компания продолжит использовать фактор слабого рубля, что должно способствовать поддержанию высоких финансовых показателей. Также НЛМК рассчитывает получить экономию более 100 млн долл. от повышения операционной эффективности.

Долг НЛМК продолжил снижаться и на конец 2014 г. его размер составил 2,76 млрд долл. («-34%» г/г), при этом метрика Долг/EBITDA опустилось до 1,2х против 2,8х в 2013

**На снижение долга влияние оказал эффект пересчета валют и погашение части кредитов и займов, в том числе евробондов и рублевых выпусков...**

г. Соотношение Чистый долг/ЕБИТДА снизилось до 0,7х против 1,9х в 2013 г., что ниже целевых уровней компании в 1,0х. Причиной улучшения метрик стало переоценка рублевого долга на фоне резкой девальвации рубля, а также погашение рублевых облигаций, досрочный выкуп части евробондов на сумму 122 млн долл., погашение кредитов. Отметим, что НЛМК стал более консервативным в части инвестиций, которые в 2014 г. сократились на 26% (г/г) до 560 млн долл., сосредоточившись на снижении долга. Также компания снизила среднегодовую цель по Capex на 2015-2017 гг. с 900 до 550 млн долл., что будет способствовать поддержанию комфортного уровня долговой нагрузки.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	НЛМК (US GAAP)			ММК (МСФО)			Металлоинвест (МСФО)			Северсталь (МСФО)		
	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %
Выручка	10 909	10 396	-4,7	8 190	7 952	-2,9	7 324	6 367	-13,1	9 434	8 296	-12,1
Операционный денежный поток	1 177	1 716	45,8	932	1 253	34,4	1 312	1 348	2,8	1 578	2 038	29,2
ЕБИТДА	1 505	2 383	58,3	1 223	1 607	31,4	2 291	1 961	-14,4	1 818	2 203	21,2
ЕБИТДА margin	13,8%	22,9%	9,1 п.п.	14,9%	20,2%	5,3 п.п.	31,3%	30,8%	-0,5 п.п.	19,3%	26,6%	7,3 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	189	845	347,1	-2 429	-44	-98,2	1 080	66	-93,9	83	-1 602	-
margin	1,7%	8,1%	6,4 п.п.	отриц	отриц	-	14,7%	1,04%	-13,7 п.п.	0,9%	отриц	-
Активы	16 284	10 406	-36,1	12 148	7 857	-35,3	7 847	4 602	-41,4	14 534	7 561	-48,0
Денежные средства и эквиваленты	1 351	1 102	-18,4	154	549	256,5	523	550	5,2	1 035	1 897	83,3
Долг	4 157	2 760	-33,6	3 173	2 585	-18,5	5 965	4 734	-20,6	4 754	3 429	-27,9
краткосрочный	1 119	799	-28,7	1 010	863	-14,6	190	644	238,6	628	774	23,4
долгосрочный	3 038	1 962	-35,4	2 163	1 722	-20,4	5 775	4 091	-29,2	4 127	2 654	-35,7
Чистый долг	2 806	1 658	-40,9	3 019	2 036	-32,6	5 443	4 185	-23,1	3 719	1 532	-58,8
Долг/ЕБИТДА	2,8	1,2		2,6	1,6		2,6	2,4		2,6	1,6	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,9	0,7		2,5	1,3		2,4	2,1		2,0	0,7	

Источники: данные компаний, PSB Research

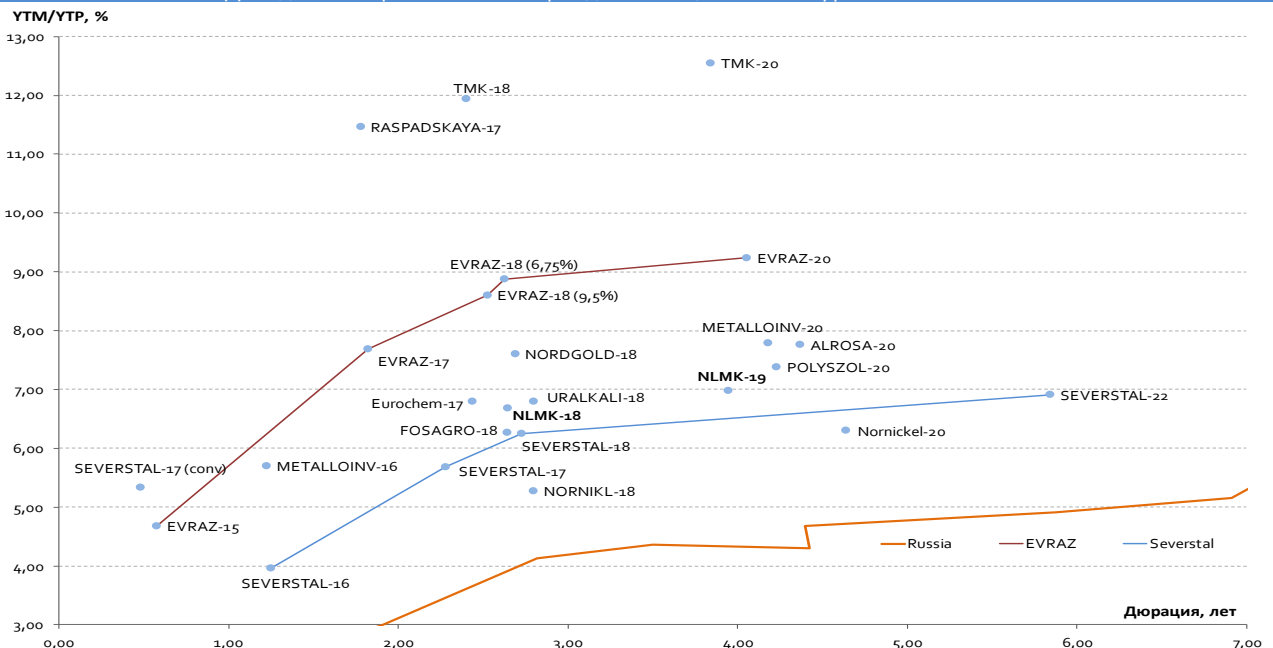
В то же время НЛМК изменил дивидендную политику, сделав выплаты поквартальными и подняв размер дивидендов между 50% чистой прибыли и 50% free cash flow, но в случае, если метрика Чистый долг/ЕБИТДА будет ниже 1,0х. В ином случае выплаты акционерам будут в диапазоне 30% чистой прибыли и 30% free cash flow. В целом, обозначенная политика может оказать влияние на кредит НЛМК, но учитывая заметный запас денежных средств на счетах и депозитах в 1,1 млрд долл., а также солидный размер денежного потока (1,7 млрд долл. в 2014 г.), данный эффект будет сдержанным и не приведет к заметному ухудшению метрик, скорее всего, Чистый долг/ЕБИТДА продолжит оставаться в пределах целевого уровня 1,0х.

Публикация хорошей отчетности окажет поддержку евробондам НЛМК, но вряд ли стоит ждать заметного роста котировок, учитывая нарастающие риски коррекции в российских евробондах после активного ралли во второй половине марта. В рублевых бондах НЛМК ликвидности весьма низкая, по цене 90-95% в рамках стратегии buy&hold неплохо смотрятся выпуски БО-11 (УТР 16,55%/1,27 г.) и БО-12 (УТР 16,26%/1,28 г.)

**Отчетность окажет поддержку евробондам NLMK, но рост котировок маловероятен в условиях текущей конъюнктуры...**

**Рублевые бонды низколиквидные...**

Доходности еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний



30 марта 2015

## Контакты:

### ПАО «Промсвязьбанк» PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

#### PSB RESEARCH

Николай Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39  
Директор по исследованиям и аналитике

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61  
Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06  
Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31  
Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10  
Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14  
Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48  
Александр Полютков PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

#### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

##### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86  
Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12  
Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35  
Константин Квашнин Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69  
Сibaев Руслан sibaevrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18  
Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96  
Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34  
Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

##### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34  
Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24  
Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

##### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33  
Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

#### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17  
Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17  
Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19  
Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69  
Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

30 марта 2015

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.