



КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ: МЕТАЛЛОИНВЕСТ (BB/Ba2/BB)

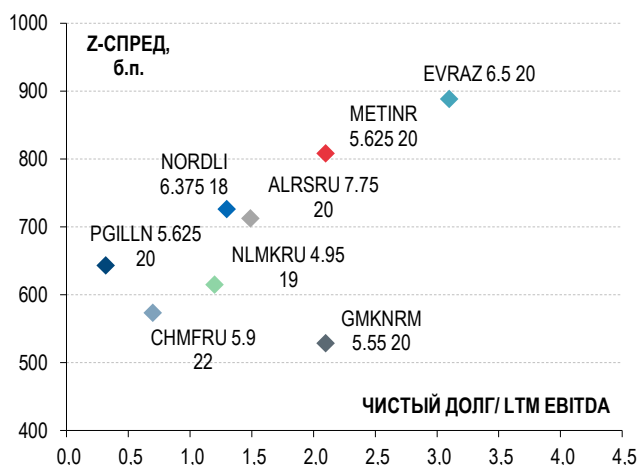
Наталья Шевелева
Natalia.Sheveleva@gazprombank.ru

Константин Асатуров
Konstantin.Asaturov@gazprombank.ru

Екатерина Зиновьева
Ekaterina.Zinovyeva@gazprombank.ru

ВЫПУСК	РЕЙТИНГ ВЫПУСКА	ОБЪЕМ, МЛН ДОЛЛ.	СТАВКА КУПОНА, %	ПОГАШЕНИЕ	ЦЕНА, %	УТМ, %	Z-СПРЕД, Б.П.
METINR 16	-/Ba2/BB	750	6,500	21.07.2016	99,75	6,69	595
METINR 20	BB/Ba2/BB	1 000	5,625	17.04.2020	84,34	9,60	809

Сравнительная оценка российских металлургических компаний



Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Спред METINR 20 – NLMK 19



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Металлоинвест вчера отчитался по МСФО за 2014 г., продемонстрировав сокращение EBITDA на фоне снижения цен, но сохранив сильную рентабельность благодаря стальному сегменту.

Компании удалось также снизить долговую нагрузку в терминах "чистый долг/EBITDA" с 2,4х в 2013 г. до 2,1х уже в 3К14, чему способствовало ослабление курса рубля. При этом на конец 2014 г. денежные средства на балансе (550 млн долл.) полностью покрывали объем запланированных на 2015 г. погашений.

Новость. Вчера Металлоинвест выпустил отчетность по МСФО за 2014 г. Компании удалось сохранить рентабельность по EBITDA в 2П14 на уровне 31%, несмотря на непростую ценовую конъюнктуру. Кредитный профиль – в силу комфортного графика погашения и достаточного объема ликвидности для покрытия краткосрочной задолженности – сохраняется устойчивым.

Реакции в выпуске METINR 20 (УТМ 9,60%, Z-спред – 809 б.п.) на опубликованные результаты не наблюдалось. Бумага вела себя достаточно волатильно в 2П14, однако уровень премий к аналогам в настоящее время стабилизировался близко к средним значениям: так, например, премия к выпуску NLMKRU 19 (УТМ 7,58%, Z-спред – 615 б.п.) составляет 200 б.п. при средней премии за последние 12 месяцев в 190 б.п.

Краткосрочный METINR 16 (УТМ 6,69%, Z-спред – 595 б.п.) торгуется вблизи номинала и представляет собой неплохую инвестиционную возможность для краткосрочных вложений в валюту.

**Комментарий**

► **Снижение цен привело к сокращению годовой выручки и EBITDA.** Выручка в 2014 г. упала на 13,1% г/г до 6 367 млн долл. на фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры. При этом из-за девальвации рубля и эффективного контроля над издержками денежные операционные расходы снижались аналогичными выручке темпами. В результате EBITDA в 2014 г. сократилась на 14,4% г/г до 1 961 млн долл., а рентабельность EBITDA осталась практически неизменной в годовом сопоставлении – около 31%, что при текущих ценах представляется нам весьма неплохим уровнем. Основную поддержку финансовым показателям оказали хорошие результаты стального сегмента.

► **Рентабельность по EBITDA в 4К14 заметно улучшилась.** В 4К14 выручка на фоне слабой ценовой конъюнктуры сократилась на 19,6% кв/кв до 263 млн долл. При этом благодаря слабому рублю и улучшению сортамента продукции квартальная EBITDA потеряла всего 2,7% кв/кв, до 428 млн долл., в то время как рентабельность показала внушительный рост – с 28% в 3К14 до 34% в 4К14.

► **Свободный денежный поток под давлением, но по-прежнему положительный.** Невзирая на резкое обесценение национальной валюты, капвложения в 2П14 увеличились на 6,6% п/п, до 309 млн долл. Основной вклад внес тот факт, что большая часть капвложений (57%) была осуществлена в 3К14, т.е. до того, как рубль достиг своих минимумов. По оценкам менеджмента, капвложения в 2015 г. могут составить 400 млн долл.

На фоне 25%-ного падения операционного потока свободный денежный поток в 2П14 снизился на 44% п/п до 271 млн долл., а за весь год составил 754 млн долл.

► **Кредитные метрики продолжают улучшаться.** Ослабление рубля оказало позитивное влияние и на показатели кредитоспособности Металлоинвеста: общий долг сократился в 2П14 на 1,1 млрд долл., до 4,7 млрд долл., – практически полностью за счет валютной переоценки. Во второй половине года компания направила часть собственных денежных средств на выплату дивидендов (ок. 500 млн долл.), поэтому сокращение чистого долга Металлоинвеста оказалось не таким внушительным – всего 670 млн долл., до 4,2 млрд долл. В итоге соотношение «чистый долг/EBITDA» в 2П14 снизилось с 2,3х до 2,1х п/п, причем этот уровень был достигнут уже в 3К14. Принимая во внимание непростую обстановку, руководство компании намерено сохранить коэффициент «чистый долг/EBITDA» в диапазоне 2,0–2,5х.

► **Устойчивый профиль ликвидности.** В 2015 г. Металлоинвесту предстоит погасить 644 млн долл. краткосрочной задолженности, большая часть которой представлена локальными облигациями серий 01, 05 и 06 общим объемом 25 млрд руб. (444 млн долл.) с пут-опционом в марте. Компания намерена полностью выкупить эти бумаги с рынка, воспользовавшись накопленными денежными средствами (550 млн долл. по состоянию на конец 2014 г.).

В 2016 г. объем погашений долга оценивается в 1,3 млрд долл., при этом пик выплат (в 0,8 млрд долл.) приходится на 3К16, когда истекает срок обращения выпуска METINR 16 на 750 млн долл. В качестве источников погашений компания намерена использовать как собственный СДП, так и неиспользованные кредитные линии общим объемом 0,7 млрд долл. Кроме того, Металлоинвест имеет дополнительные ликвидные активы в виде 3,2% пакета акций Норильского никеля, стоимостью около 0,7 млрд долл. на конец 2014 г., которые в случае необходимости могут быть использованы.


Результаты Металлоинвеста по МСФО за 2014 г., млн долл.

	2013	2014	Г/Г	2П13	1П14	2П14	П/П
Выручка	7 324	6 367	-13%	3 517	3 533	2 834	-20%
ЕВITDA	2 286	1 961	-14%	1 057	1 093	868	-21%
Рентабельность по ЕВITDA	31,2%	30,8%	-0,4 п.п.	30,1%	30,9%	30,6%	-0,3 п.п.
Операционный денежный поток	1 312	1 348	3%	606	770	578	-25%
Капзатраты	478	595	24%	243	286	309	7%
Свободный денежный поток	781	754	-3%	335	483	271	-44%
Активы	10 451	7 266	-30%	10 451	11 088	7 266	-34%
Капитал	2 959	1 645	-44%	2 959	3 156	1 645	-48%
Итого задолженность	5 965	4 734	-21%	5 965	5 848	4 734	-19%
вкл. долю краткосрочной задолженности	3%	14%	11 п.п.	3%	16%	14%	-2 п.п.
Денежные средства	523	550	5%	523	993	550	-45%
Чистый долг	5 442	4 185	-23%	5 442	4 855	4 185	-14%
КОЭФФИЦИЕНТЫ							
Долг/капитал	2,0	2,9	-	2,0	1,9	2,9	-
Чистый долг/ЕВITDA	2,4	2,1	-	2,4	2,3	2,1	-
Долг/Свободный денежный поток	7,6	6,3	-	7,6	7,2	6,3	-
ЕВITDA/чистые процентные расходы	5,4	6,7	-	5,5	6,6	6,9	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



ГАЗПРОМБАНК

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. **Офис:** ул. Коровий вал, 7

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — «Банк ГПБ (АО)») на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако «Банк ГПБ (АО)» не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение «Банка ГПБ (АО)» может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. «Банк ГПБ (АО)» не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни «Банк ГПБ (АО)» не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. «Банк ГПБ (АО)» и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете. Действия «Банка ГПБ (АО)» в дальнейшем не должны рассматриваться как стимулирующие или побуждающие инвестировать средства или иным образом участвовать в каких-либо сделках, участие в которых запрещено законодательством или прочими нормативно-правовыми актами, а равно как посреднические действия или действия, способствующие участию в таких сделках. Инвесторы должны самостоятельно оценивать законность сделок, совершаемых после ознакомления с материалами «Банка ГПБ (АО)», в соответствии с законодательством об экономических санкциях или прочими нормативно-правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность.