



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**НЛМК (Ba1/BBB-/BBB-): итоги 2016 г. по МСФО.****Ростелеком (-/BB+/BBB-): результаты 2016 г. по МСФО.**

НЛМК (Ba1/BBB-/BBB-): итоги 2016 г. по МСФО.

НЛМК отчитался за 2016 г. по МСФО – результаты на уровне ММК и лучше Северстали. При этом в 4 кв. 2016 г. выручка НЛМК оказалась хуже консенсус-прогноза, а показатель EBITDA на уровне ожиданий. Выручка НЛМК в 2016 г. снизилась на 4,6% г/г до 7,64 млрд долл., показатель EBITDA – на 0,4% г/г до 1,94 млрд долл., EBITDA margin составила 25% против 24% годом ранее. Годовые результаты НЛМК довольно сильные, хотя в последнем квартале года компания заметно сократила продажи металлопродукции (14%) относительно 3 кв. 2016 г., что в большей степени связано с высокой базой. На этом фоне показатели НЛМК к/к продемонстрировали заметное снижение. Негативным фактором выступило увеличение издержек, что снизило маржу (в 4 кв. cash cost слябы выросло на 12% до 259 долл./т). По нашим оценкам, в 2017 г. НЛМК сможет нарастить выручку на 10-15% г/г за счет роста ср. цены реализации, но прибыльность бизнеса будет под давлением растущих издержек. Долговая нагрузка НЛМК в 2016 г. продолжила снижаться – Чистый долг/EBITDA достигло 0,4х против 0,6х в 2015 г. Короткий долг 468 млн долл., включая оферты по руб. облигациям НЛМК БО-08 и БО-13, полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах. Собственных финансовых возможностей также будет достаточно для выплаты дивидендов за 4 кв. (около 347 млн долл.) и реализации CAPEX в 2017 г. (700 млн долл.). Евробонды NLMK, включая длинный выпуск NLMK-23, справедливо оценены рынком. Короткие рублевые облигации НЛМК БО-08 и БО-13 не интересны. Альтернативу могут составить длинные бонды качественных эмитентов, в частности выпуск Транснефти БО1Р5 (УТР 9,3%/4,96 г.) в расчете на возобновление цикла снижения ставки ЦБ.

НЛМК отчитался за 2016 г. по МСФО – результаты на уровне ММК и лучше Северстали...

При этом в 4 кв. 2016 г. выручка НЛМК оказалась хуже консенсус-прогноза, EBITDA на уровне ожиданий...

По нашим оценкам, в 2017 г. НЛМК сможет нарастить выручку на 10-15% г/г за счет роста ср. цены реализации, но прибыльность бизнеса будет под давлением растущих издержек...

Комментарий.

Вчера НЛМК отчитался за 2016 г. по МСФО. В целом, итоги деятельности НЛМК были на уровне ММК и лучше Северстали. При этом в 4 кв. 2016 г. выручка оказалась хуже консенсус-прогноза, а показатель EBITDA на уровне ожиданий.

Выручка НЛМК в 2016 г. снизилась на 4,6% г/г до 7,64 млрд долл., показатель EBITDA – на 0,4% г/г до 1,94 млрд долл., EBITDA margin составила 25% против 24% годом ранее, что говорит о сильных годовых результатах благодаря росту объемов продаж на 0,6% г/г до 15,9 млн тонн, хотя ср. цены реализации снизились на 8,6% г/г.

Хотя в последнем квартале года НЛМК существенно сократил продажи металлопродукции (14%) относительно 3 кв. 2016 г., что в большей степени связано с высокой базой. На этом фоне показатели компании продемонстрировали заметное снижение. Негативным фактором выступило и увеличение издержек, что снизило маржу (в 4 кв. cash cost слябы выросло на 12% до 259 долл./т).

По нашим оценкам, в 2017 г. НЛМК сможет нарастить выручку на 10-15% г/г главным образом за счет роста ср. цены реализации продукции и объемов продаж. В то же время прибыльность бизнеса будет под давлением растущих издержек (укрепление рубля, рост цен на сырье). EBITDA margin по году может составить 23%-25%.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	НЛМК (Ba1/BBB-/BBB-)			ММК (Ba1/-/BB+)			Северсталь (Ba1/BBB-/BBB-)			Evraz (Ba3/BB-/BB-)		
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Выручка	8 008	7 636	-4,6	5 839	5 630	-3,6	6 396	5 916	-7,5	8 767	7 713	-12,0
Операционный денежный поток	1 651	1 695	2,6	1 356	1 191	-12,2	1 853	1 477	-20,3	1 622	1 503	-7,3
EBITDA скорр.	1 948	1 941	-0,4	1 668	1 641	-1,6	2 096	1 911	-8,8	1 438	1 542	7,2
EBITDA margin	24,3%	25,4%	1,1 п.п.	28,6%	29,1%	0,5 п.п.	32,8%	32,3%	-0,5 п.п.	16,4%	20,0%	3,6 п.п.
Чистая прибыль	968	939	-3,0	421	1 111	163,9	562	1 620	188,3	-719	-188	-73,9
margin	12,1%	12,3%	0,2 п.п.	7,2%	19,7%	12,5 п.п.	8,8%	27,4%	18,6 п.п.	отриц	отриц	-
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Активы	8 919	10 239	14,8	6 157	6 501	5,6	5 867	6 483	10,5	9 119	9 204	0,9
Денежные средства и эквиваленты	1 515	1 508	-0,4	723	308	-57,4	1 647	1 154	-29,9	1 375	1 157	-15,9
Долг	2 676	2 269	-15,2	1 847	498	-73,0	2 452	2 013	-17,9	6 347	5 894	-7,1
краткосрочный	560	468	-16,5	893	320	-64,2	507	673	32,7	497	392	-21,1
долгосрочный	2 116	1 801	-14,9	954	178	-81,3	1 945	1 340	-31,1	5 850	5 502	-5,9
Чистый долг	1 161	761	-34,5	1 124	190	-83,1	805	859	6,7	4 972	4 737	-4,7
Долг/EBITDA	1,4	1,2		1,1	0,3		1,2	1,1		4,4	3,8	
Чистый долг/EBITDA	0,6	0,4		0,7	0,1		0,4	0,4		3,5	3,1	

Источники: данные компаний, PSB Research

Долговая нагрузка НЛМК продолжила снижаться – Чистый долг/EBITDA достигло 0,4х против 0,6х в 2015 г., что является более чем комфортным значением. ...

Короткий долг 468 млн долл., включая оферты по руб. облигациям НЛМК БО-08 и БО-13, полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах...

График погашения долга у НЛМК остается сбалансированным...

Собственных финансовых возможностей НЛМК также будет достаточно для выплаты дивидендов за 4 кв. порядка 347 млн долл. и реализации CAPEX в 2017 г. на 700 млн долл...

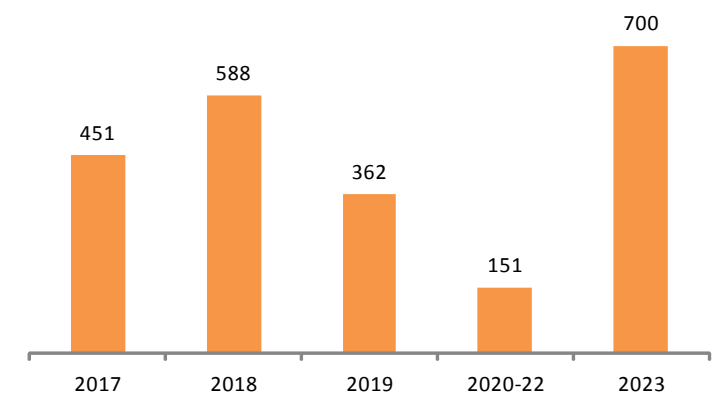
Евробонды НЛМК, включая длинный выпуск НЛМК-23, справедливо оценены рынком...

Короткие рублевые облигации НЛМК БО-08 и БО-13 не интересны... Альтернативу могут составить длинные бонды качественных эмитентов в расчете на снижение ставки ЦБ...

Долговая нагрузка НЛМК продолжила снижаться: общий долг – на 15% г/г до 2,27 млрд долл., чистый долг – на 35% г/г до 761 млн долл. Соотношение Чистый долг/EBITDA достигло 0,4х против 0,6х в 2015 г., что является более чем комфортным значением.

При этом короткий долг в 468 млн долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах в размере 610 млн долл. и депозитами на сумму 898 млн долл. К тому же у компании имелись свободные кредитные линии общим объемом 1,22 млрд долл. При этом график погашения долга у НЛМК остается сбалансированным. Напомним, что НЛМК в октябре 2017 г. предстоит пройти оферты по двум выпускам облигаций серий БО-08 и БО-13 общим объемом 10 млрд руб. (более 170 млн долл.).

График погашения долга НЛМК (на 31.12.2016 г.)



Источники: данные компании, PSB Research

НЛМК по итогам 4 кв. может выплатить дивиденды в размере 3,38 руб./акцию. Всего на выплату дивидендов может быть направлено 20,2 млрд руб. (около 347 млн долл.), что компания, очевидно, реализует за счет собственных финансовых возможностей.

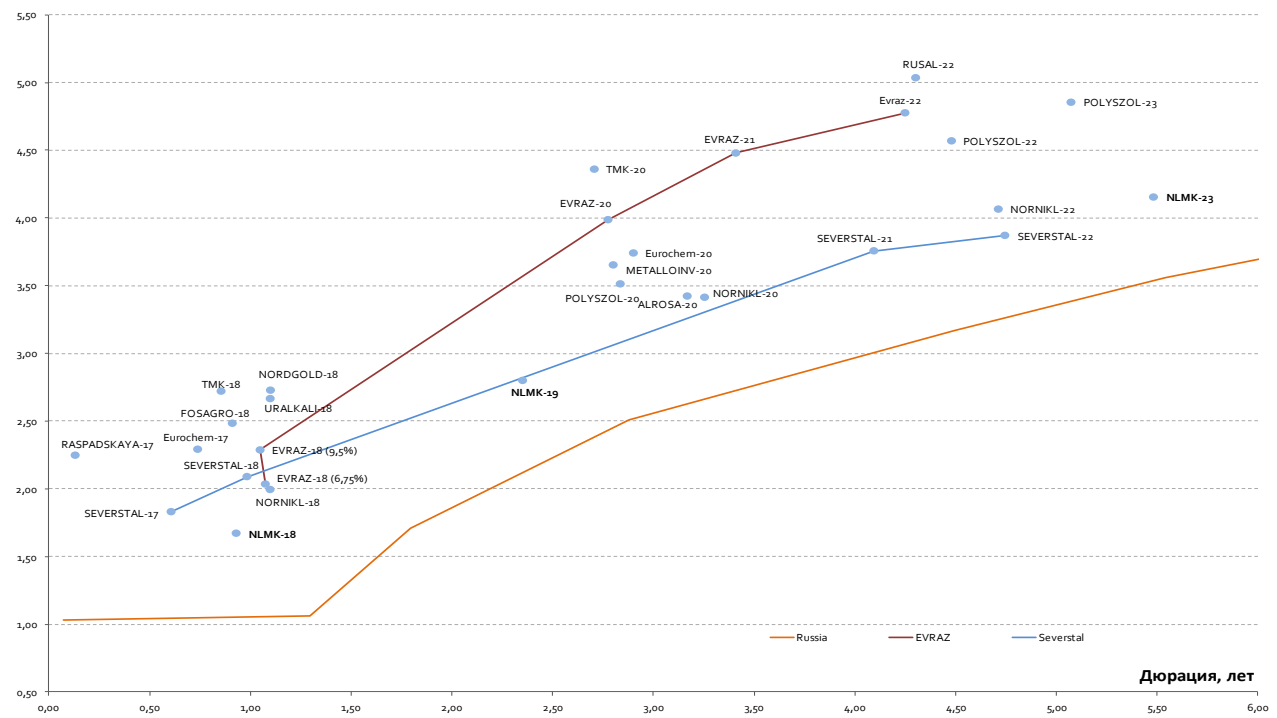
Также НЛМК вполне сможет без влияния на долг обеспечить инвестиции в размере 700 млн долл., которые заложены на 2017 г. с ростом на 25% в абсолютном значении относительно 2016 г. Напомним, компания в 2016 г. продолжила генерировать значительный операционный денежный поток в размере 1,7 млрд долл.

Уровни доходности евробондов НЛМК, в том числе и длинного выпуска НЛМК-23 (YTM 4,15%/5,48 г.), свидетельствуют, что бумаги справедливо оценены рынком (на уровне бондов металлургических эмитентов с рейтингом «BB+/BBB-»).

Короткие рублевые выпуски НЛМК БО-08 и БО-13 с доходностью 9,5%-9,7% и офертой в октябре 2017 г. не выглядят столь привлекательно. С сопоставимыми рейтингами длинных и ликвидных выпусков металлургов в обращении нет. В то же время, на наш взгляд, альтернативу могут составить бумаги эмитентов с рейтингом «BB+/BBB-» из других секторов. В частности из нефтегазовой отрасли – выпуск Транснефти БО1Р5 (YTP 9,3%/4,96 г.), который может показать рост котировок по мере возобновления цикла снижения ставки ЦБ. По нашим оценкам, регулятор первый раз может понизить ставку (на 50 б.п.) в этом году, скорее, в июне, учитывая его жесткую риторику на февральском заседании.

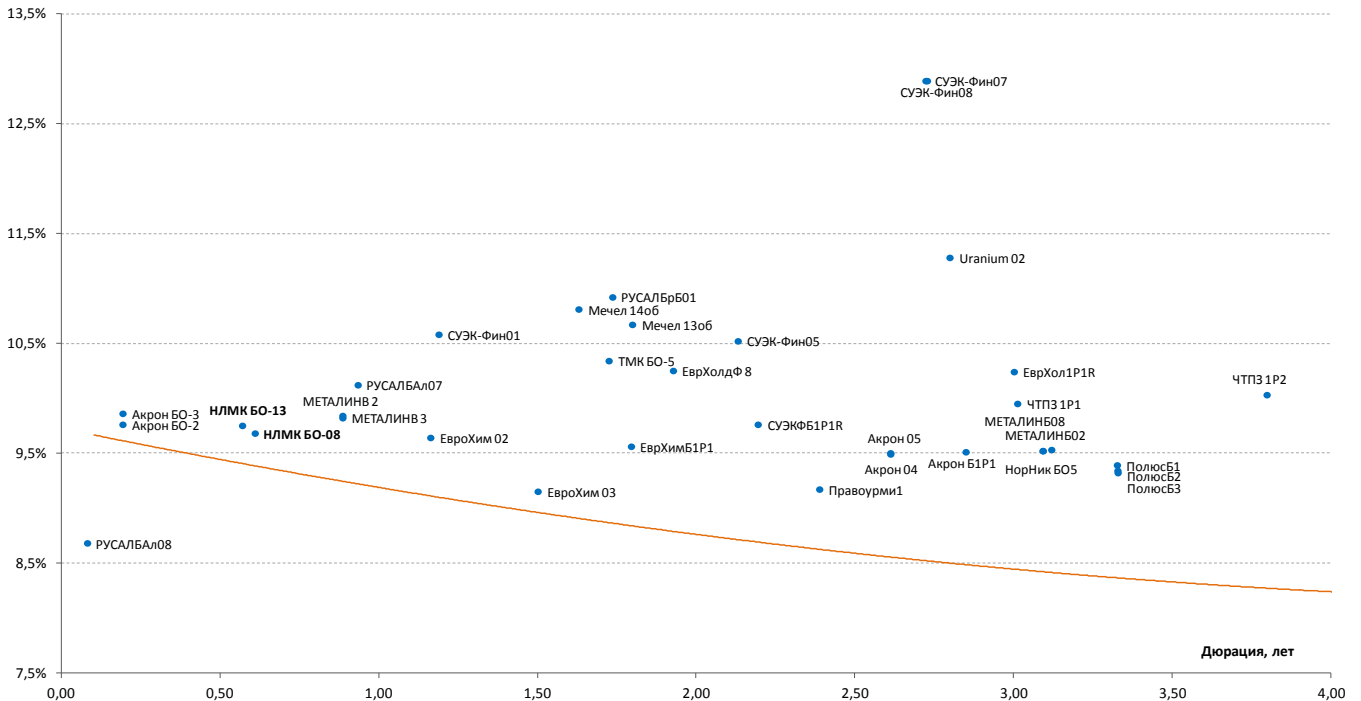
Доходности еврооблигаций металлургического и горнодобывающего сектора

УТМ/УТР, %



Доходности облигаций металлургического и горнодобывающего сектора

УТМ/УТР, %



Александр Полютов

Ростелеком (–/BB+/BBB–) отчитался за 2016 г. по МСФО.

Ростелеком отчитался по МСФО за 2016 г. без сюрпризов. Выручка осталась на уровне 2015 г. – 297,4 млрд руб. Показатель OIBDA упал на 4% до 96,8 млрд руб. из-за сокращения амортизационных отчислений. Операционная прибыль оператора, напротив, подросла на 3% г/г. до 39,8 млрд руб. благодаря снижению расходов на з/п и материалы. Менеджмент компании ожидает роста выручки и OIBDA в 2017 г. в пределах 1% и не планирует наращивать капитальные расходы.

Чистый долг оператора по итогам 2016 г. увеличился менее чем на 2% и составил 182,8 млрд руб. Соотношение Чистый долг/OIBDA выросло с 1,8х до 1,9х, но, на наш взгляд, не превысит отметку 2х в следующем году в рамках текущей структуры компании. Риски ухода кредитной метрики выше этого уровня могут реализоваться в случае потенциальной консолидации Теле 2, доля Ростелеком в которой составляет 45%. Генерируемый Ростелеком годовой денежный поток превышает величину его краткосрочных долговых обязательств, поэтому возникновения проблем с рефинансированием долга мы не ожидаем.

Ликвидные облигации компании серии 001P-01R с офертой в сентябре 2019 г. (YTP 9,3%) торгуются с премией в доходности к кривой ОФЗ на уровне 90 б.п., что сопоставимо с рыночной оценкой выпусков другого госэмитента той же рейтинговой категории – Почты России (–/–/BBB–). Считаем, что несмотря на стагнацию/ухудшение финансовых показателей, значительный масштаб бизнеса и присутствие государства в капитале Ростелекома продолжат оказывать поддержку котировкам его облигаций, доходности которых сохраняют текущий уровень премии к кривой госбумаг в ближайшем будущем.

Ростелеком отчитался по МСФО за 2016 г. в рамках ожиданий...

Комментарий. Ростелеком вчера отчитался по МСФО за 2016 г., представив близкие к прогнозным финансовые результаты. Несмотря на сокращение выручки второго по величине сегмента компании – телефонии – на 11,9% г/г. до 87,3 млрд руб., общие доходы оператора остались на прошлогоднем уровне 297,4 млрд руб. Этого удалось добиться за счет роста доходов от цифровых и контентных услуг на 10,5% до 129,4 млрд руб., наилучшую динамику из которых продемонстрировали VAS и облачные услуги (+28,3% г/г. до 18,2 млрд руб.) и услуги платного телевидения на 4,2 млрд руб. (+21,8% г/г. до 23,6 млрд руб.). Таким образом, доля цифровых и контентных услуг в структуре выручки за 2016 г. увеличилась с 41 до 44%.

Выручка осталась на уровне 2015 г., OIBDA упала на 4% до 96,8 млрд руб. из-за сокращения амортизационных отчислений...

Показатель OIBDA по итогам 2016 г. упал на 4% до 96,8 млрд руб. из-за сокращения амортизационных отчислений на 8% до 55,6 млрд руб. Операционная прибыль оператора, напротив, подросла на 3% г/г. до 39,8 млрд руб. в условиях небольшого снижения расходов на заработную плату и материалы. Отрицательная динамика чистой прибыли (-14,9% г/г. до 12,2 млрд руб.) обусловлена убытками от инвестиций в совместные предприятия величиной 7,3 млрд руб., из которых 7,1 млрд руб. приходится на долю в убытке оператора Теле 2. Увеличение дебиторской задолженности и запасов после их уменьшения в 2015 г. привело к сокращению чистого операционного денежного потока Ростелеком на 16,9% г/г. до 67,2 млрд руб. При этом капитальные расходы компании по сравнению с 2015 г. существенно не изменились и составили 61,9 млрд руб. (20,8% от выручки).

Прогнозы менеджмента не предполагают существенных изменений...

3 марта в должность президента Ростелеком вступил М. Осеевский, который ранее обозначал в качестве приоритетов развития компании движение в сторону предоставления цифровых сервисов и повышение внутренней эффективности, сокращение издержек. Менеджмент компании ожидает роста выручки и OIBDA в 2017 г. в пределах 1% и планирует сократить капитальные затраты без учета реализации проекта устранения цифрового неравенства с текущих 19% от выручки до 18,5%, т.е. порядка 56 млрд руб. Еще 2,3 млрд руб. предполагается потратить на консолидацию Центра хранения данных (торговая марка SafeData). Планов по увеличению доли в бизнесе оператора Теле 2 с текущих 45% пока озвучено не было, однако исключать сценарий консолидации, на наш взгляд, все же нельзя.

Ключевые финансовые показатели, млрд руб.	Ростелеком (МСФО)		
	2015	2016	Изм. %
Выручка	297,4	297,4	0,0
OIBDA	100,8	96,8	-4,0
OIBDA margin	33,9%	32,5%	-1,4 п.п.
Чистая прибыль	14,4	12,2	-14,9
margin	4,8%	4,1%	-0,7 п.п.
Операционный денежный поток	80,9	67,2	-16,9
Capex	62,7	61,9	-1,3
	2015	2016	Изм. %
Активы	551,3	555,7	0,8
Денежные средства и эквиваленты	7,2	4,3	-40,6
Долг	186,6	187,1	0,3
краткосрочный	59,9	62,6	4,4
долгосрочный	126,6	124,5	-1,7
Чистый долг	179,4	182,8	1,9
Долг/OIBDA	1,9	1,9	
Чистый долг/OIBDA	1,8	1,9	

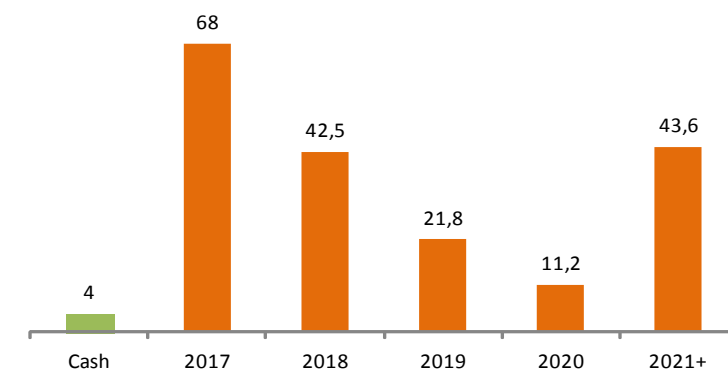
Источники: данные компании, PSB Research

Метрика Чистый долг/OIBDA остается ниже 2х, риски рефинансирования краткосрочного долга низки...

Чистый долг Ростелеком по итогам 2016 г. увеличился менее чем на 2% и составил 182,8 млрд руб., а рост метрики Чистый долг/OIBDA с 1,8х до 1,9х был больше связан с сокращением амортизационных отчислений компании. Полагаем, что это соотношение не превысит отметку 2х и в следующем году, если Ростелеком продолжит учитывать свои активы в компании Теле 2 по методу долевого участия. Если же риски увеличения доли в Теле 2 и консолидации активов мобильного оператора реализуются, соотношение Чистый долг/OIBDA превысит 2х под давлением долга на балансе дочерней компании (около 127,5 млрд руб., согласно отчетности ВТБ за 2016 г.).

Согласно графику погашения долга Ростелеком, пик выплат по нему в размере 68 млрд руб. приходится на 2017 г. Компания имеет небольшой запас наличности (4,3 млрд руб.), но генерируемый за год денежный поток превышает величину ее краткосрочных долговых обязательств, поэтому возникновения проблем с погашением или рефинансированием долга мы не ожидаем. Валютные риски также отсутствуют, поскольку 99,7% задолженности выражено в рублях.

График погашения долга Ростелекома (на 31.12.2016 г.), млрд руб.



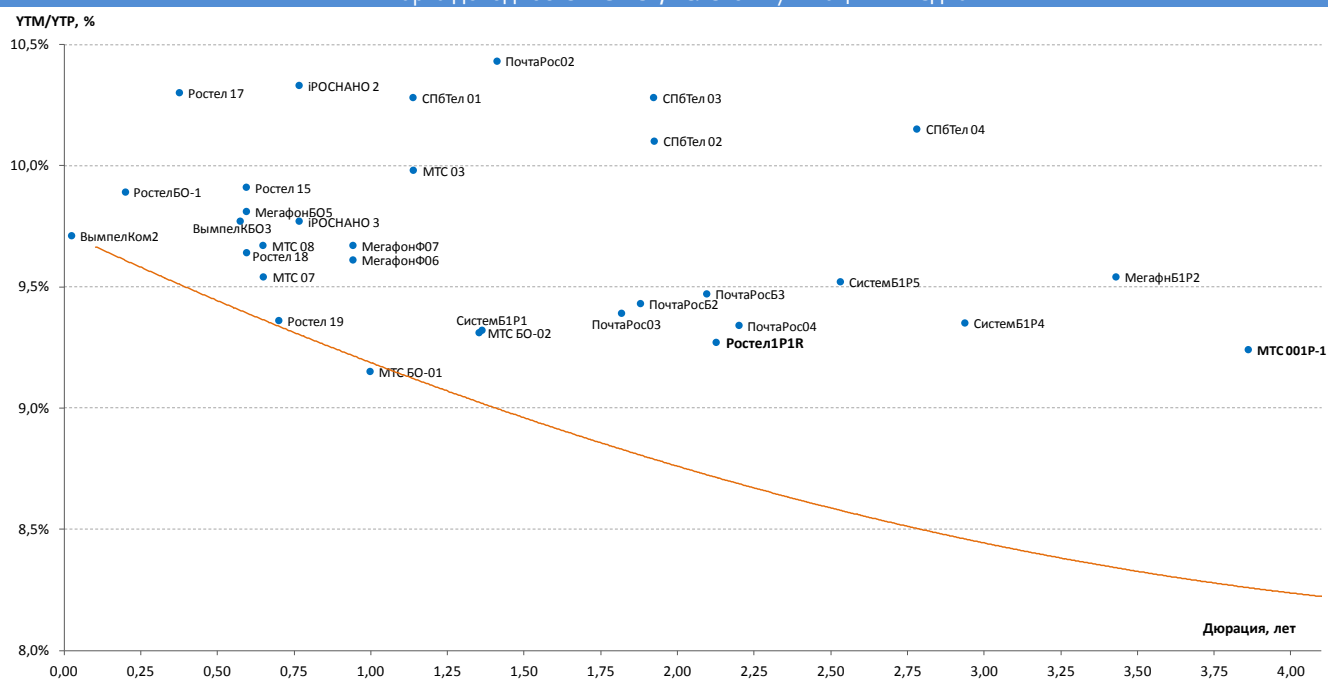
Источники: данные компании, PSB Research

Ликвидные облигации Ростелекома серии 001P-01R с доходностью 9,3% годовых к оферте в сентябре 2019 г. оценены справедливо...

У компании в обращении находится 8 выпусков рублевых облигаций, однако хорошей ликвидностью обладают лишь бумаги серии 001P-01R с офертой в сентябре 2019 г. (УТР 9,3%). Текущая премия доходности бумаг к кривой ОФЗ находится на уровне 90 б.п., что сопоставимо с рыночной оценкой выпусков другого госэмитента той же рейтинговой категории – Почты России (–/–/BBB–).

Несмотря на небольшое снижение финансовых показателей, значительный масштаб бизнеса и присутствие государства в капитале Ростелеком продолжают оказывать поддержку котировкам облигаций, доходности которых сохраняют текущий уровень премии к кривой госбумаг в ближайшем будущем. Среди бумаг сектора мы отдаем предпочтение 5-летнему выпуску МТС (Ba1/BB+/BB+) с доходностью 9,2%, имеющего большой потенциал ценового роста в условиях цикла снижения процентных ставок, возобновления которого мы ожидаем в июне 2017 г.

Карта доходностей: Связь, Телекоммуникации и Медиа



Роман Насонов

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>
PSB RESEARCH
Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ
Александр Полютов
Дмитрий Монастыршин
Роман Насонов
Михаил Поддубский

PolyutovAV@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

NasonovRS@psbank.ru

PoddubskiyMM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА
Евгений Локтюхов
Илья Фролов
Екатерина Крылова
Игорь Нуждин

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ
Дмитрий Иванов
Руслан Сибяев
Пётр Федосенко
Константин Квашнин
Евгений Жариков
Михаил Маркин
Алексей Кулаков
Павел Демещик
Евгений Ворошнин
Сергей Устиков
Александр Орехов
Операции на финансовых рынках
FICC
Еврооблигации
Рублевые облигации
ОФЗ, длинные ставки
Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities
FX, короткие ставки
Денежный рынок
РЕПО
Акции

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 411-5133

+7 (495) 705-9758

+7 (495) 411-5132

+7 (495) 411-5135

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ
Ольга Целинина
Александр Аверочкин
Филипп Аграчев
Александр Сурпин
Виктория Давитиашвили
Татьяна Муллина
Владислав Риман
Максим Сушко
Давид Меликян
Александр Борисов
Олег Рабец
Александр Ленточников
Глеб Попов
Игорь Федосенко
Виталий Туруло
Операции с институциональными клиентами Fixed Income
Центр экспертизы для корпоративных клиентов
Конверсии, Хеджирование, РЕПО,
Структурные продукты, DCM
Конверсионные и валютные форвардные операции
Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 228-39-22

+7 (495) 733-96-28

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2017 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.