



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



НЛМК (Ba1/BB+/BBB-) и Evraz (Ba3/BB-/BB-): новые евробонды на покрытие старых долгов.

НЛМК (Ba1/BB+/BBB-) и Evraz (Ba3/BB-/BB-): новые евробонды на покрытие старых долгов.

НЛМК и Evraz планируют на этой неделе по итогам road show в США и Европе разместить новые евробонды, а полученные средства направить на выкуп обращающихся евробондов с погашением в 2017-19 гг. Параметры сделок не раскрываются. Момент для размещения евробондов НЛМК и Evraz в целом выбран удачный, поскольку бонды компании по доходности находятся на исторических минимумах. При этом эмитенты, вероятно, поспешили воспользоваться «окном возможностей» до заседания ФРС 14-15 июня и референдума Brexit 23 июня. Обращающиеся выпуски NLMK-18 и NLMK-19 по доходности до объявления выкупа были 3%-4% годовых. При этом более длинные выпуски эмитентов металлургического сектора с погашением в 2022 г. с рейтингом «BB+/BBB-» (Северсталь, Норникель) торгуются с доходностью 4,7%-4,9%. Исходя из этого, НЛМК может предложить 5-7-летние бумаги с доходностью 4,2%-5,2% в зависимости от срочности. В свою очередь, длинные выпуски Evraz с погашением в 2020-21 гг. торгуются в районе 6,3%-6,8% годовых, предлагая значительную премию 260-280 б.п. к бондам других металлургов с рейтингом «BB+/BBB-», компенсируя более низкое кредитное качество. Исходя из графика выплат по долгу, Evraz логично было бы размещать выпуски срочностью 6-7 лет, что в терминах доходности для эмитента может составить 7,15%-7,8% годовых.

НЛМК и Evraz планируют на этой неделе разместить новые евробонды, а полученные средства направить на выкуп евробондов с погашением в 2017-19 гг...

Момент для размещения евробондов выбран удачный, обращающиеся бонды компании по доходности находятся на исторических минимумах за последние 2 года...

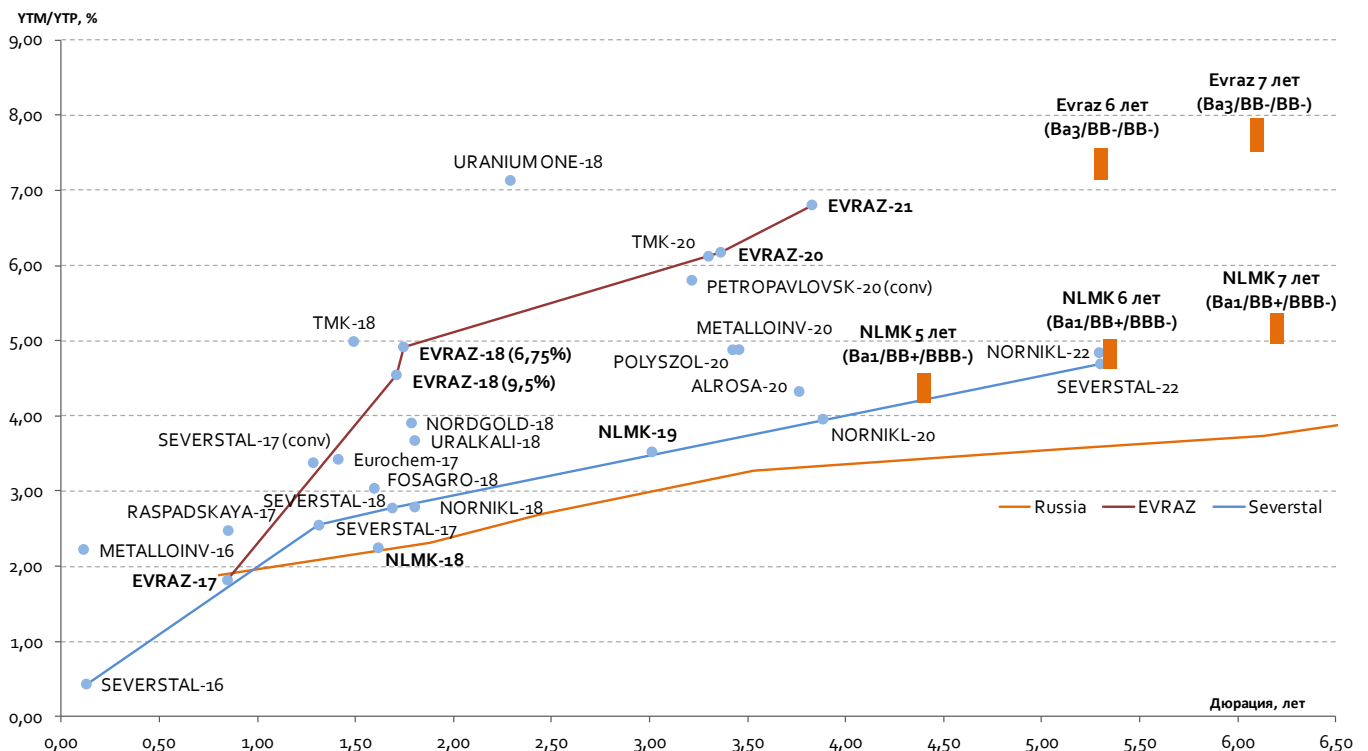
Первичное предложение.

На этой неделе НЛМК и Evraz планируют по итогам road show в США и Европе разместить новые евробонды, а полученные средства направить на выкуп уже обращающихся евробондов компаний с погашением в 2017-19 гг. Параметры сделок (объем, срочность, доходность) не раскрываются.

Агентство Moody's присвоило предполагаемым евробондам НЛМК рейтинг «Ba1» (соответствует рейтингу компании – «Ba1/Негативный»), а S&P – рейтинг «BB+» (на уровне рейтинга НЛМК). Агентство Fitch присвоило планируемым облигациям Evraz Group SA ожидаемый приоритетный необеспеченный рейтинг «BB-(EXP)» и поместило рейтинг на пересмотр с возможностью снижения, т.к. рейтинг Evraz Group «BB-» также находится в rating watch negative после выхода слабых годовых результатов за 2015 г., которые оказались ниже ожиданий Fitch. S&P, в свою очередь, присвоило предстоящему выпуску Evraz рейтинг на уровне «B+».

В целом, момент для размещения евробондов НЛМК и Evraz выбран удачный, поскольку обращающиеся бонды компаний по доходности находятся на исторических минимумах (за последние 2 года). При этом эмитенты, скорее всего, поспешили воспользоваться «окном возможностей» до заседания ФРС 14-15 июня и референдума Brexit 23 июня. В свою очередь, рынки, возможно, недооценивают последствия данных событий, что может привести к коррекции, в том числе и в российских евробондах.

Карта доходностей: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



НЛМК может предложить 5-7-летние бумаги, с ориентиром доходности на уровне – 4,2%-5,2% в зависимости от срочности...

Evraz логично было размещать выпуски срочностью 6-7 лет, что в терминах доходности для эмитента может составить 7,15%-7,8% годовых....

Результаты НЛМК в 1 кв. 2016 г. на фоне сильного падения цен на сталь выглядят неплохо ...

Во 2 кв. 2016 г. мы ждем улучшения показателей НЛМК благодаря хорошему отскоку цен на сталь в конце 1 кв...

Метрика Долг/ЕБИТДА – 1,7х, что является комфортным значением...

Вместе с тем, обращающиеся выпуски НЛМК-18 и НЛМК-19 по доходности до объявления выкупа находились на уровне 3,0%-4,0% годовых. В то же время более длинные выпуски эмитентов металлургического сектора с погашением в 2022 г. с рейтингом «BB+/BBB-» (Северсталь, Норникель) торгуются с доходностью в районе 4,7%-4,9%.

По нашим оценкам, НЛМК, исходя из графика погашения долга, может предложить 5-7-летние бумаги, причем, их доходность, учитывая текущие уровни собственных выпусков и бондов сопоставимых эмитентов, по нашим оценкам, может составить 4,2%-4,5% годовых для 5-летних бумаг, 4,7%-5% годовых – 6-летних бондов и 5,0%-5,3% годовых соответственно для 7-летних.

В свою очередь, длинные выпуски Evraz с погашением в 2020-21 гг. торгуются в районе 6,3%-6,8% годовых. Исходя из выплат по долгу, Evraz логично было бы размещать выпуски срочностью 6-7 лет, что в терминах доходности для эмитента, по нашим оценкам, может составить 7,15%-7,8% годовых в зависимости от срочности. Отметим, что выпуски Evraz предлагают солидную премию (260-280 б.п.) к бумагам других металлургов с рейтингом «BB+/BBB-» из-за более низкого кредитного качества.

Кредитное качество.

По кредитному качеству, безусловно, лучше смотрится НЛМК, который к тому же отчитался по МСФО уже и по итогам 1 кв. 2016 г., в то время как Evraz дает свои финансовые результаты раз в полгода.

НЛМК в 1 кв. 2016 г. сократил выручку на 29% г/г до 1,58 млрд долл., ЕБИТДА – на 55% до 290 млн долл., ЕБИТДА margin составила 18,4% и снизилась на 10,5 п.п. г/г. Результаты НЛМК во многом совпали с ожиданиями рынка и на фоне сильного падения цен на сталь выглядят неплохо.

Отчасти компенсировать снижение показателей помог рост продаж на 5% г/г до 4,1 млн т. В то же время ЕБИТДА НЛМК падала опережающими темпами по сравнению с выручкой, причем это происходило при достаточно значимом снижении уровня cash cost (на 19% г/г до 159 долл./т). Во 2 кв. 2016 г. мы ждем существенного улучшения показателей НЛМК благодаря хорошему отскоку цен на сталь.

Долговая нагрузка компании на фоне падения ЕБИТДА в 1 кв. немного подросла, но оставалась на комфортном уровне – Долг/ЕБИТДА составила 1,7х против 1,4х в 2015 г. Короткий долг полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах, график погашений не содержит пиковых выплат до 2018 г.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	НЛМК (Ba1/BB+/BBB-)			Северсталь (Ba1/BB+/BB+)			ММК (Ba1/-/BB+)		
	1 кв. 2015	1 кв. 2016	Изм. %	1 кв. 2015	1 кв. 2016	Изм. %	1 кв. 2015	1 кв. 2016	Изм. %
Выручка	2 216	1 577	-28,8	1 531	1 097	-28,3	1 511	1 050	-30,5
Операционный денежный поток	489	421	-13,9	263	66	-74,9	254	174	-31,5
EBITDA	641	290	-54,7	583	273	-53,2	470	287	-38,9
EBITDA margin	28,9%	18,4%	-10,5 п.п.	38,1%	24,9%	-13,2 п.п.	31,1%	27,3%	-3,8 п.п.
Чистая прибыль	321	56	-82,4	336	270	-19,6	196	157	-19,9
margin	14,5%	3,6%	2,7 п.п.	21,9%	24,6%	2,7 п.п.	13,0%	15,0%	-2,0 п.п.
	2015	1 кв. 2016	Изм. %	2015	1 кв. 2016	Изм. %	2015	1 кв. 2016	Изм. %
Активы	8 919	9 363	5,0	5 867	6 165	5,1	6 157	6 443	4,6
Денежные средства и эквиваленты	1 515	1 618	6,8	1 647	1 547	-6,1	723	677	-6,4
Долг	2 676	2 666	-0,4	2 452	2 434	-0,7	1 847	1 606	-13,0
краткосрочный	560	597	6,6	507	582	14,8	893	822	-8,0
долгосрочный	2 116	2 069	-2,2	1 945	1 852	-4,8	954	784	-17,8
Чистый долг	1 161	1 048	-9,7	805	887	10,2	1 124	929	-17,3
Долг/EBITDA	1,4	1,7		1,2	1,4		1,1	1,1	
Чистый долг/EBITDA	0,6	0,7		0,4	0,5		0,7	0,6	

Источники: данные компаний, PSB Research

Результаты Evraz за 2015 г. оказались слабыми из-за падения производства на фоне сокращения спроса на внутреннем рынке и снижением цен на основную продукцию...

Долговая нагрузка Evraz в 2015 г. заметно выросла – Чистый долг/EBITDA составила 3,5х против 2,2х в 2014 г...

Риски краткосрочного рефинансирования у Evraz невысокие за счет подушки ликвидности в 1,4 млрд долл...

Evraz довольно слабо отчитался за 2015 г. по МСФО. Результаты оказались хуже консенсус-прогноза по EBITDA, хотя выручка была чуть выше ожиданий. Так, выручка упала на 33% (г/г) до 8,8 млрд долл., EBITDA – на 39% (г/г) до 1,4 млрд долл., при этом EBITDA margin составила 16,4% («-1,6 п.п.» г/г).

Основная причина снижения показателей Evraz связана с падением производства из-за сокращения спроса на внутреннем рынке, а также снижением цен на основную продукцию. Фактор сокращения физических объемов реализации почти нивелировал положительное влияние слабого курса рубля. На этом фоне EBITDA Evraz падала более существенно, чем выручка.

В 2016 г. за счет более низких цен на стальную продукцию и слабого спроса давление на финансы Evraz, вероятно, сохранится, что может сказаться на кредитных метриках.

Долговая нагрузка Evraz по итогам 2015 г. заметно выросла – Чистый долг/EBITDA составила 3,5х против 2,2х в 2014 г. При этом риски краткосрочного рефинансирования были невысокие – компания нарастила «подушку» ликвидности до 1,4 млрд долл., которая полностью покрывала краткий долг в 500 млн долл. Тем не менее, Evraz в 2016-17 гг. необходимо решать вопрос пика погашений в 2018-19 г. в 1,6 млрд долл. в год, что компания, очевидно, реализовывает за счет размещения новых евробондов.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	НЛМК (Ba1/BB+/BBB-)			Металлоинвест (Ba2/BB/BB)			Evraz (Ba3/BB-/BB-)			Северсталь (Ba1/BB+/BB+)			ММК (Ba2/-/BB+)		
	2014	2015	Изм. %	2014	2015	Изм. %	2014	2015	Изм. %	2014	2015	Изм. %	2014	2015	Изм. %
Выручка	10 396	8 008	-23,0	6 367	4 393	-31,0	13 061	8 767	-32,9	8 296	6 396	-22,9	7 952	5 839	-26,6
Операционный денежный поток	1 806	1 651	-8,6	1 348	952	-29,4	1 957	1 622	-17,1	2 038	1 853	-9,1	1 250	1 356	8,5
EBITDA	2 381	1 948	-18,2	1 961	1 432	-27,0	2 355	1 438	-38,9	2 211	2 096	-5,2	1 607	1 668	3,8
EBITDA margin	22,9%	24,3%	1,4 п.п.	30,8%	32,6%	1,8 п.п.	18,0%	16,4%	-1,6 п.п.	26,7%	32,8%	6,1 п.п.	20,2%	28,6%	8,4 п.п.
Чистая прибыль	773	967	25,1	66	218	228,6	-1 278	-719	-	-795	562	-	-44	421	-
margin	7,4%	12,1%	4,7 п.п.	1,0%	5,0%	4,0 п.п.	отриц	отриц	-	отриц	8,8%	-	отриц	7,2%	-
	2014	2015	Изм. %	2014	2015	Изм. %	2014	2015	Изм. %	2014	2015	Изм. %	2014	2015	Изм. %
Активы	10 349	8 919	-13,8	7 266	6 619	-8,9	11 630	9 119	-21,6	7 553	5 867	-22,3	7 857	6 157	-21,6
Денежные средства и эквиваленты	1 099	1 515	37,9	550	824	49,8	1 086	1 375	26,6	1 897	1 647	-13,2	549	723	31,7
Долг	2 769	2 676	-3,3	4 734	4 387	-7,3	6 231	6 347	1,9	3 429	2 452	-28,5	2 585	1 847	-28,5
краткосрочный	804	560	-30,4	644	706	9,7	761	497	-34,7	774	507	-34,5	863	893	3,5
долгосрочный	1 964	2 116	7,7	4 091	3 681	-10,0	5 470	5 850	6,9	2 654	1 945	-26,7	1 722	954	-44,6
Чистый долг	1 670	1 161	-30,5	4 185	3 564	-14,8	5 145	4 972	-3,4	1 532	805	-47,5	2 036	1 124	-44,8
Долг/EBITDA	1,2	1,4		2,4	3,1		2,6	4,4		1,6	1,2		1,6	1,1	
Чистый долг/EBITDA	0,7	0,6		2,1	2,5		2,2	3,5		0,7	0,4		1,3	0,7	

Источники: данные компаний, PSB Research

НЛМК, вероятно, пытается сгладить пик выплат в графике погашений долга в 2018 г. и 2019 г., удлив срокность портфеля заимствований...

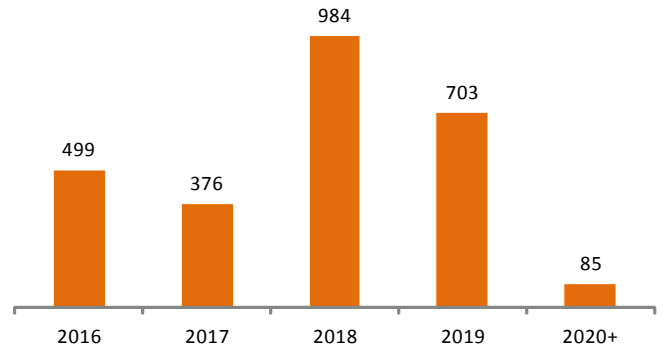
Обратный выкуп евробондов.

НЛМК за счет средств нового евробонда планировал выкупить евробонды с погашением в 2018 г. и в 2019 г. Причем, NLMK-18 будет выкупаться по цене 1036,25 долл. за бумагу, NLMK-19 – по цене 1045 долл. за бумагу.

Отметим, что предложение эмитента интересное – с премией 1,2-1,3 фигуры к рыночной цене, впрочем, после объявления выпуски уже подтянулись к предложенным уровням. Вместе с тем, НЛМК, вероятно, пытается сгладить пик выплат в графике погашений

долга в 2018 г. (984 млн долл.) и 2019 г. (703 млн долл.), удлинив срочность портфеля заимствований. Предложение выкупа действует до 8 июня, результаты будут объявлены 9 июня, лимит выкупа пока не определен.

График погашения долга НЛМК (на 31.03.2016 г.)



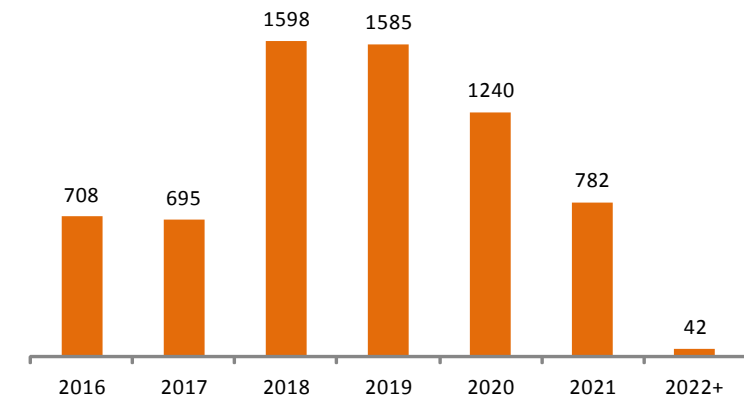
Источники: данные компании, PSB Research

Evraz в 2016-17 гг. предстоит решить вопрос пика погашений в 2018-19 г. объемом 1,6 млрд долл. в год...

Evraz по аналогии с НЛМК решил за счет новых бумаг провести выкуп евробондов с погашением в 2017-18 гг., а также выпуска Распадской с погашением в 2017 г. Таким образом, компания также пытается сгладить пиковые выплаты, в первую очередь 2018 г. (1,6 млрд долл. на 31.12.2015 г.). Цена выкупа для Evraz-17 – 1050 долл./бумага, Evraz-18 (9,5%) – 1088 долл./бумага, Evraz-18 (6,75%) – 1032 долл./бумага, Raspadskaya-17 – 1050 долл./бумага.

По более длинным бумагам Evraz-18 и Raspadskaya-17 эмитент также предлагал интересную премию 100-130 б.п. к рынку, по выпуску Evraz-17 – около 60 б.п., которая после объявления выкупа была устранена за счет роста котировок к обозначенным уровням соответственно. Предложение о выкупе бумаг действует до 9 июня.

График погашения долга Evraz (на 31.12.2015 г.), млн долл.



Источники: данные компании, PSB Research

Александр Полютов

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

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

ОТДЕЛ АНАЛИЗА 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

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин

Алексей Егоров

Александр Полютов

Monastyrshin@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко

Ольга Целинина

Дмитрий Иванов

Константин Квашнин

Сibaев Руслан

Евгений Жариков

Устинов Максим

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

Михаил Маркин

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

Сергей Устиков

Александр Орехов

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2016 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.