



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**ММК (Ва3/-/BB+): итоги 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.****VimpelCom Ltd. (Ва3/BB/-): результаты 3 кв. и 9 мес. по МСФО.**

ММК (Ва3/-/BB+): итоги 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.

ММК отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО, результаты компании, хоть и незначительно, но оказались ниже ожиданий рынка по выручке и EBITDA. Впрочем, кредитное качество ММК продолжило укрепляться. Так, выручка компании за 9 мес. сократилась на 25% (г/г) до 4,66 млрд долл., показатель EBITDA напротив вырос на 14,7% (г/г) до 1,39 млрд долл., EBITDA margin составила 29,9% («+10,4 п.п.» г/г). При этом в 3 кв. EBITDA группы сократилась EBITDA на 12,8% (к/к) до 430 млн долл., а маржа по EBITDA составила 28,6% против 30% кварталом ранее, что могло быть связано с опережающим падением цен на сталь по сравнению с сырьем, даже несмотря на девальвацию национальной валюты. Основной причиной падения выручки стало ослабление рубля и снижение цен на сталь, которое в доходах компании было частично компенсировано ростом объемов реализации. ММК продолжил снижать уровень долга, улучшив кредитные метрики – Чистый долг/EBITDA достигла 0,6х против 1,3х в 2014 г. Компания формирует «подушку» ликвидности (достигла 933 млн долл.), которая полностью покрывала короткий долг, в том числе оферты по рублевым выпускам ММК серий 18 и 19 общим объемом 10 млрд руб. Мы не ждем особой реакции в выпусках ММК в силу короткой дюрации, к тому же котировки наиболее длинного выпуска 19-й серии не предполагают серьезного апсайда.

ММК представил итоги за 3 кв. и 9 мес. 2015 г по МСФО...

Результаты за 3 кв. оказались немного ниже консенсус-прогноза по выручке и EBITDA...

Тем не менее, кредитное качество ММК продолжило укрепляться...

Комментарий. В конце прошлой недели ММК отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО, результаты компании, хоть и незначительно, но оказались ниже ожиданий рынка по выручке и EBITDA. Впрочем, кредитное качество ММК продолжило укрепляться, что позитивно оцениваем.

Так, выручка компании за 9 мес. сократилась на 25% (г/г) до 4,66 млрд долл., показатель EBITDA напротив вырос на 14,7% (г/г) до 1,39 млрд долл., EBITDA margin составила 29,9% («+10,4 п.п.» г/г). При этом в 3 кв. EBITDA группы сократилась EBITDA на 12,8% (к/к) до 430 млн долл., а маржа по EBITDA составила 28,6% против 30% кварталом ранее, что могло быть связано с опережающим падением цен на сталь по сравнению с сырьем, даже несмотря на девальвацию национальной валюты. Основной причиной падения выручки стало ослабление рубля и снижение цен на сталь, которое в доходах компании было частично компенсировано ростом объемов реализации. В 3 кв. в силу сезонного фактора доля экспорта (не включая СНГ) в продажах ММК снизилась до 20% с 27% во 2 кв., при этом была больше, чем в 3 кв. 2014 г. (16%).

В 4 кв. давление на финансы ММК может оказать продолжающееся снижение мировых цен на сталь, к тому же будет иметь место сезонное снижение спроса на продукцию на внутреннем рынке.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ММК (Ва3/-/BB+)			Северсталь (Ва1/BB+/BB+)		
	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %
Выручка	6 225	4 658	-25,2	6 418	5 000	-22,1
Операционный денежный поток	858	1 180	37,5	1 507	1 446	-4,1
ЕБИТДА	1 215	1 393	14,7	1 610	1 695	5,3
ЕБИТДА margin	19,5%	29,9%	10,4 п.п.	25,1%	33,9%	8,8 п.п.
Чистая прибыль	106	546	415,1	16	676	4125,0
margin	8,7%	11,7%	3,0 п.п.	1,0%	13,5%	12,5 п.п.
	2014	9 мес. 2015	Изм. %	2014	9 мес. 2015	Изм. %
Активы	7 857	7 010	-10,8	7 553	6 433	-14,8
Денежные средства и эквиваленты	549	933	69,9	1 897	1 675	-11,7
Долг	2 585	2 058	-20,4	3 429	2 504	-27,0
краткосрочный	863	908	5,2	774	531	-31,4
долгосрочный	1 722	1 150	-33,2	2 654	1 973	-25,7
Чистый долг	2 036	1 125	-44,7	1 532	830	-45,9
Долг/ЕБИТДА	1,6	1,2		1,6	1,1	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,3	0,6		0,7	0,4	

Источники: данные компаний, PSB Research

ММК продолжил снижать уровень долга – метрика Чистый долг/ЕБИТДА составила 0,6х против 1,3х в 2014 г...

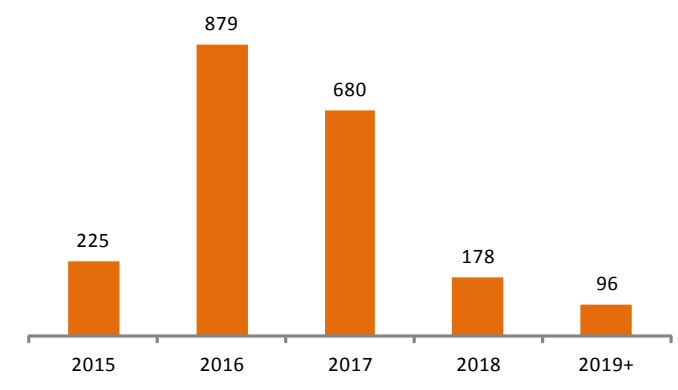
Риски рефинансирования короткого долга остаются низкими, ММК наращивает «подушку» ликвидности...

В январе-сентябре 2015 г. ММК продолжил снижать уровень долга, улучшив кредитные метрики – Долг/ЕБИТДА составила 1,2х против 1,6х в 2014 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 0,6х против 1,3х соответственно, что является комфортным значением.

Компания формирует «подушку» ликвидности (достигла 933 млн долл.), которая полностью покрывала короткий долг (908 млн долл.), в том числе оферты по рублевым выпускам ММК серий 18 (в декабре 2015 г.) и 19 (с июля 2016 г.) общим объемом 10 млрд руб. (около 155-156 млн долл.). Кроме того, у ММК имелись невыбранные кредитные линии на 1,07 млрд долл.

При этом операционного денежного потока (за 9 мес. 2015 г. достиг 1,18 млрд долл.) вполне достаточно для реализации намеченных инвестиций на 2015 г. в небольшом объеме 400 млн долл. (по итогам 9 мес. вложено 240 млн долл. или 60% плана), что не приведет к наращиванию долга.

График погашения долга ММК (на 30.09.2015 г.)



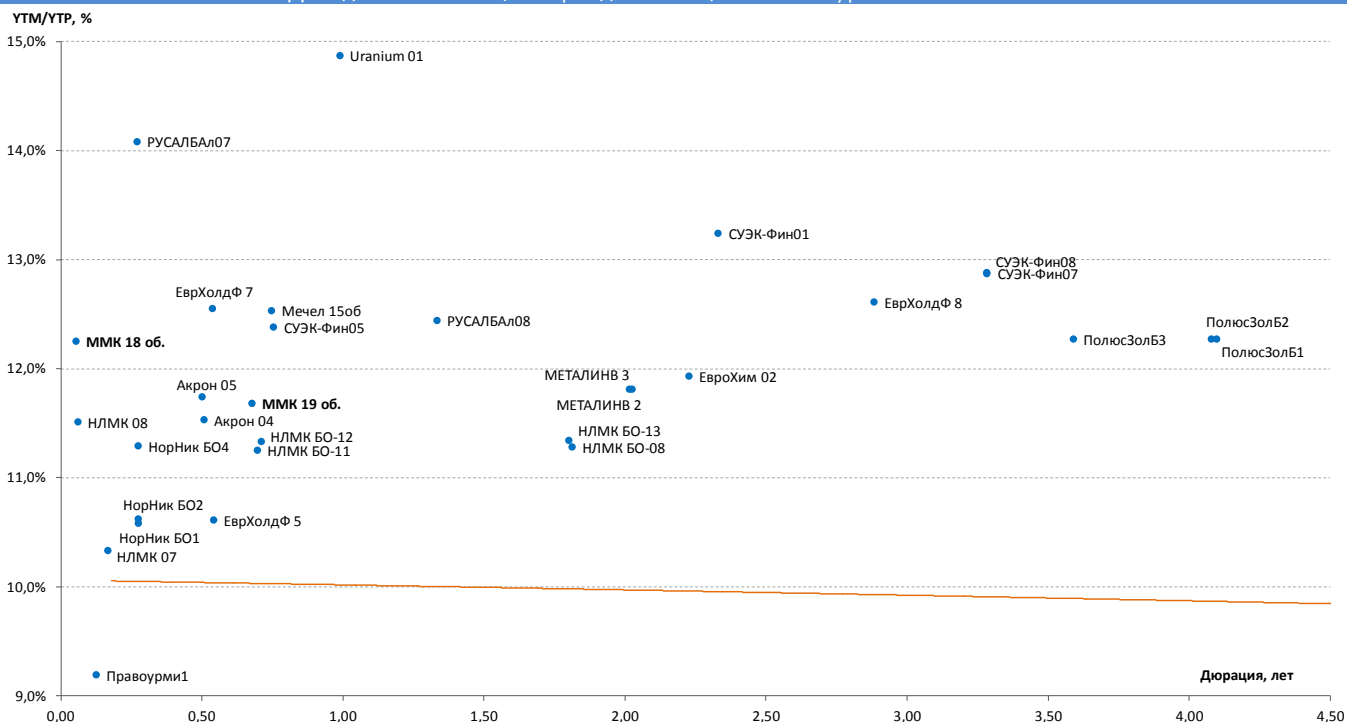
Источники: данные компании, PSB Research

Мы не ждем особой реакции в рублевых бондах ММК на отчетность, учитывая короткую дюрацию и текущий уровень котировок...

Мы не ждем особой реакции в выпусках ММК в силу короткой дюрации, к тому же котировки наиболее длинного выпуска 19-й серии (УТР 11,6%/0,68 г.) на уровне 98% предполагает умеренную возможность для серьезного апсайда, учитывая оферту уже в июле 2016 г.

Вместе с тем, компания ранее заявляла, что не планирует в 2015 г. размещать новые облигации после того, как перенесла сбор заявок по 20-му выпуску на 10 млрд руб. на неопределенный срок, хотя предварительно книга должна была быть открыта 21 октября. Компания сослалась на высокую ставку, при этом была готова вернуться к вопросу размещения в случае снижения ключевой ставки ЦБ, которое, на наш взгляд, может иметь место уже на декабрьском заседании, если внешние факторы позволят смягчение ДКП.

Доходности облигаций горнодобывающих и металлургических компаний



Александр Полюттов

VimpelCom Ltd. (Ваз/ВВ/-): результаты 3 кв. и 9 мес. по МСФО.

VimpelCom Ltd. отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО без учета бизнеса итальянской «дочки» Wind после сделки с Hutchison. По итогам 9 мес. 2015 г. выручка VimpelCom сократилась на 30% (г/г) до 7,3 млрд долл., показатель EBITDA – на 32,6% (г/г) до 3,02 млрд долл., EBITDA margin уменьшилась на 1,3 п.п. до 41,3%. Органический рост выручки за 9 мес. 2015 г. составил 1% (г/г). В целом, результаты компании вполне были ожидаемые. Единственный сегмент, который показал какой-либо значимый рост – это по-прежнему доходы от передачи данных. При этом в разрезе бизнес-единиц лучший результат был у «Евразии» за счет высоких данных по Украине благодаря запуску сети 3G и роста мобильной передачи данных. В то время как цифры по ключевой российской бизнес-единице были слабыми. На наш взгляд, это могло быть связано как высокой конкуренцией на рынке, так и частично девальвацией национальной валюты. К тому же непростая операционная среда в России пока не способствует улучшению финансов. Сделка с Hutchison и деконсолидация долга Wind благоприятно сказались на кредитных метриках VimpelCom – Чистый долг/EBITDA достигла 1,3х против 2,5х соответственно. Короткий долг оператора в 1,9 млрд долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах. Также оператор рассчитывает продать башни в России, которые оцениваются в 5 млрд долл. Негативной новостью в отчетности VimpelCom за 3 кв. стало создание резерва на 900 млн долл. под возможные штрафы, связанные расследованием деятельности оператора в Узбекистане. На этом фоне евробонды VimpelCom в последние дни оказались под серьезным давлением, что похоже будет определять и дальнейший ход торгов.

VimpelCom Ltd.
представил результаты за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО...

Комментарий. В пятницу VimpelCom Ltd. отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. Причем, с 3 кв. холдинг перестал консолидировать в отчетности показатели итальянской «дочки» Wind после достигнутой в августе договоренности о слиянии Wind с оператором 3 Italia группы Hutchison (стороны получают по 50% в СП). Предполагается, что сделка будет закрыта в течение 12 мес. (до августа 2016 г.),

Причем, в 3 кв. холдинг перестал консолидировать показатели итальянской «дочки» Wind...

В целом, результаты VimpelCom оказались чуть лучше консенсус-прогноза...

По итогам 9 мес. 2015 г. выручка VimpelCom сократилась на 30% (2/2), показатель EBITDA – на 32,6%, EBITDA margin уменьшилась на 1,3 п.п. до 41,3%...

Давление на прибыльность могла оказать высокая конкуренция, спад в России, а также частичная девальвация национальной валюты...

Без итальянской «дочки» метрика Чистый долг/EBITDA составила по итогам 9 мес. 2015 г. 1,3х против 2,5х в 2014 г. ...

Риски рефинансирования короткого долга были низкие...

документы поданы на одобрение в европейские регулирующие органы. Вместе с тем, после деконсолидации Wind VimpelCom изменил региональную структуру бизнес-единиц, сократив их число с 7 до 4: Россия, Emerging markets (Алжир, Бангладеш, Пакистан, Лаос), Евразия (Украина, Казахстан, Узбекистан, Киргизия, Таджикистан, Армения, Грузия) и Италия. Причем, российский бизнес стал ключевым для холдинга – приходится 46-48% выручки и EBITDA.

По итогам 9 мес. 2015 г. выручка VimpelCom (без Wind) сократилась на 30% (г/г) до 7,3 млрд долл., показатель EBITDA – на 32,6% до 3,02 млрд долл., EBITDA margin уменьшилась на 1,3 п.п. до 41,3%. Органический рост выручки оператора за 9 мес. 2015 г. составил 1% (г/г). При этом результаты VimpelCom оказались чуть лучше консенсус-прогноза.

В целом, результаты компании вполне ожидаемые. Единственный сегмент, который показал какой-либо значимый рост – это по-прежнему доходы от передачи данных. При этом в разрезе бизнес-единиц лучший результат был у «Евразии» за счет высоких данных по Украине благодаря запуску сети 3G и роста мобильной передачи данных. В то время как цифры по ключевой российской бизнес-единице были слабыми. На наш взгляд, это могло быть связано как высокой конкуренцией на рынке, так и частично девальвацией национальной валюты. К тому же непростая операционная среда в России пока не способствует улучшению финансов.

В то же время VimpelCom Ltd. подтвердил прогноз на 2015 г.: выручка – flat или снижение на 5%; EBITDA margin (flat или снижение на 1 п.п.); уровень капзатрат (без учета лицензий) до 18-20%.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	VimpelCom (Ваз/BB/-)		
	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %
Выручка	10 516	7 324	-30,4
Операционный денежный поток	3 880	1 126	-71,0
EBITDA	4 485	3 024	-32,6
EBITDA margin	42,6%	41,3%	-1,3 п.п.
Чистая прибыль	244	-713	-
margin	2,3%	отриц.	-
	2014	1 пол. 15	Изм. %
Активы	41 042	34 928	-14,9
Денежные средства и их эквиваленты	6 451	4 305	-33,3
Долг	26 443	9 742	-63,2
краткосрочный	2 789	1 942	-30,4
долгосрочный	23 654	7 800	-67,0
Чистый долг	19 992	5 437	-72,8
Долг/EBITDA	3,3	2,3	
Чистый долг/EBITDA	2,5	1,3	

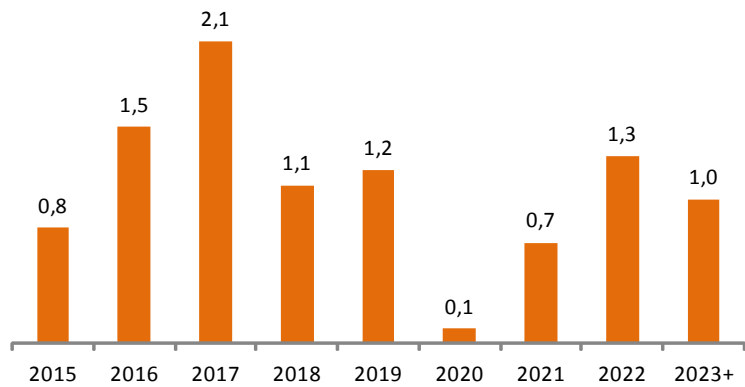
Источники: данные компании, PSB Research

Вместе с тем, сделка с Hutchison и деконсолидация долга Wind благоприятно сказались на кредитных метриках VimpelCom – Долг/EBITDA достигла 2,3х против 3,3х в 2014 г., Чистый долг/EBITDA – 1,3х против 2,5х соответственно (целевой уровень компании 1,6х). Размер долга в абсолютных цифрах сократился до 9,7 млрд долл. против 26,4 млрд долл. в 2014 г. Данное событие стало ключевым моментом для кредитного профиля VimpelCom, что впрочем, уже было отыграно рынком.

Короткий долг оператора в 1,94 млрд долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах в объеме 4,3 млрд долл. При этом в графике выплат по долгу пиковое значение приходится на 2017 г. в размере 2,1 млрд долл., что, впрочем, вряд ли вызовет трудности у холдинга.

Стоит также отметить, что российский ВымпелКом выставил на продажу свой башенный бизнес (10-11 тыс. вышек), который, как ранее сообщал Bloomberg, оценивается в 5 млрд долл., что также, в случае реализации намеченного, может поддержать кредитный профиль оператора. Отметим, что у VimpelCom имеется опыт реализации башен в Италии, где весной этого года было продано 7,4 тыс. вышек, сумма сделки составила 693 млн евро.

График погашения долга VimpelCom (на 30.09.2015 г.)



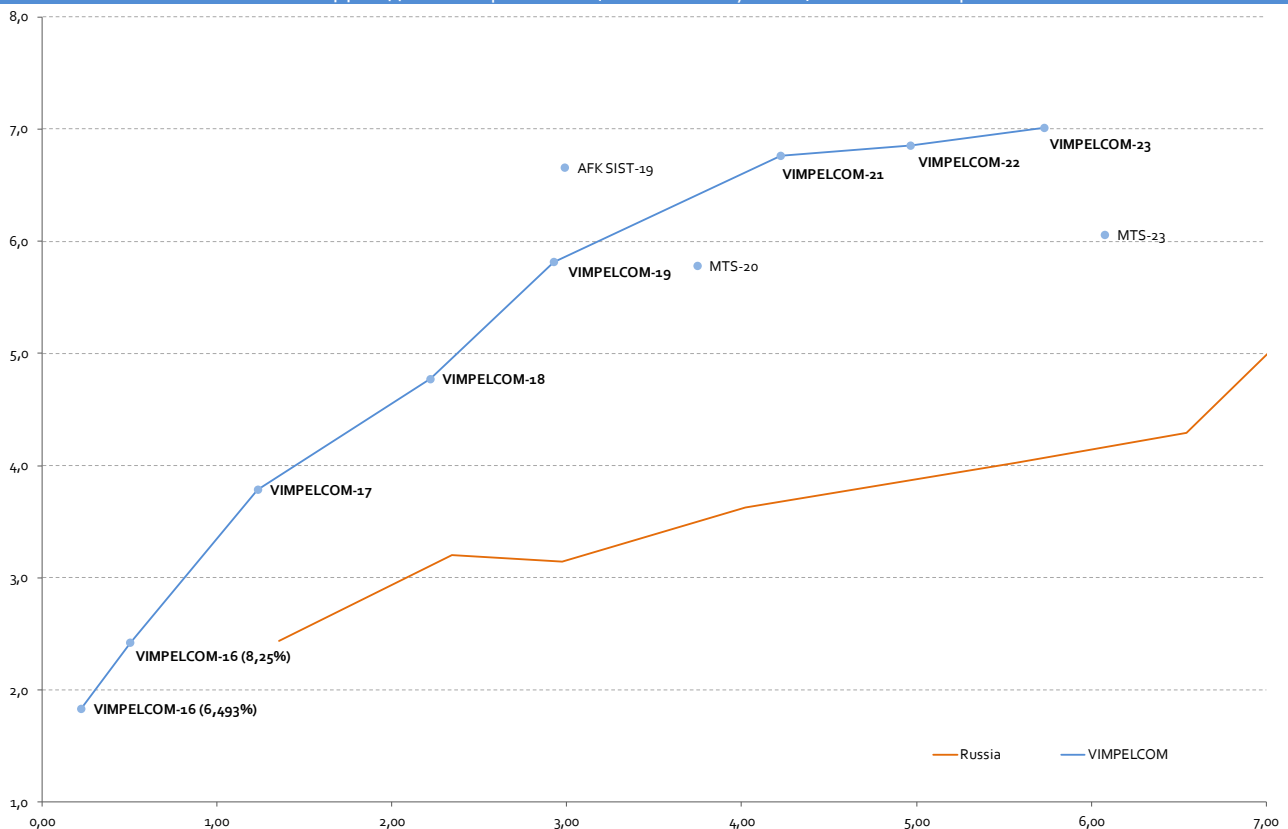
Источники: данные компании, PSB Research

Негативной новостью в отчетности VimpelCom за 3 кв. стало создание резерва на 900 млн долл. под возможные штрафы по «Узбекскому делу»...

На этом фоне евробонды VimpelCom в последние дни оказались под серьезным давлением, которое может еще продолжиться...

В свою очередь, негативной новостью в отчетности VimpelCom за 3 кв. стало создание резерва в объеме 900 млн долл. под возможные штрафы, связанные расследованием деятельности оператора в Узбекистане, в рамках которого ранее в Норвегии в подозрении в коррупции был арестован бывший глава Vimpelcom Джо Лундер. На этом фоне евробонды в последние дни оказались под серьезным давлением, которое вполне может сохраниться, в том числе на фоне выпусков MTS (премия расширилась до 100 б.п.). Скорее всего, по мере поступления подробностей хода расследования, а также анонсирования возможных штрафов и размера исков последует соответствующая реакция в выпусках.

Доходности еврооблигаций телекоммуникационного сектора



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 Полютов 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 Kvasninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69

Собаев 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

© 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.