



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**ТМК (B1/B+/-): итоги 2016 г. по МСФО.****Уралкалий (Ba2/BB-/BB-): итоги 2016 г. по МСФО.**

ТМК (B1/B+/-): итоги 2016 г. по МСФО.

ТМК отчиталась за 2016 г. по МСФО – результаты по выручке и EBITDA оказались чуть хуже ожиданий рынка, по прибыли их превзошли. Так, выручка ТМК в 2016 г. сократилась на 19,1% г/г до 3,34 млрд долл., показатель EBITDA – на 18,6% г/г до 530 млн долл., EBITDA margin составила 15,9% (как и в 2015 г.). Результаты ТМК вполне ожидаемы на фоне снижения продаж труб (на 10,7% г/г) и средней цены реализации. Положительный момент – удержание маржи на уровне 2015 г. В 2017 г. мы ждем улучшения показателей ТМК на фоне восстановления инвестиционной активности нефтяных компаний. Это может обеспечить рост выручки в пределах 15-20% от уровней 2016 г. В то же время в 1 пол. 2017 г. на маржу ТМК будет оказывать давление увеличение цен на сырье, которое во 2 полугодии нивелируется повышением цен на продукцию. В результате, ТМК сможет сохранить EBITDA margin в пределах 15-16%. Долговая нагрузка ТМК в 2016 г. возросла: размер чистого долга увеличился на 5,3% г/г до 2,58 млрд долл., метрика Чистый долг/EBITDA достигла 4,9х против 3,8х в 2015 г. ТМК в феврале провела SPO на 10,4 млрд руб., что должно поспособствовать некоторому улучшению кредитных метрик. Риски рефинансирования долга у ТМК были низкие, график выплат до 2018 г. сбалансированный. Мы не ждем особой реакции на отчетность в евробондах ТМК-20 (YTM 4,43%/2,69 г.) – выпуск дает небольшую премию к бондам Evraz (Ba3/BB-/BB-), что оправданно за разницу в рейтингах и улучшение кредитного качества последнего. Рублевые облигации ТМК БО-05 (YTP 10,25%/1,71 г.) напротив торгуется с дисконтом к ЕвразХолдингФинанс 08 (YTP 10,35%/1,91), что говорит скорее в пользу покупки бондов Evraz.

ТМК отчиталась за 2016 г. по МСФО – по выручке и EBITDA результат оказался чуть хуже ожиданий рынка, по прибыли – превзошел...

Выручка в 2016 г. сократилась на 19,1% г/г, EBITDA – на 18,6% г/г, EBITDA margin составила 15,9% (как и в 2015 г.)...

Результаты ТМК вполне ожидаемы на фоне снижения продаж труб и средней цены реализации...

Комментарий. ТМК отчиталась за 2016 г. по МСФО. Результаты ТМК по выручке и EBITDA оказались чуть хуже ожиданий рынка, а по прибыли их превзошли. Так, выручка компании в 2016 г. сократилась на 19,1% г/г до 3,34 млрд долл., показатель EBITDA – на 18,6% г/г до 530 млн долл., EBITDA margin составила 15,9% (как и в 2015 г.). ТМК получила чистую прибыль 166 млн долл. против убытка 368 млн долл. в 2015 г.

В целом, результаты компании вполне ожидаемы на фоне снижения продаж труб (на 10,7% г/г до 3,46 млн т) из-за сокращения объемов реализации ТБД в России и трубной продукции в США на фоне снижения буровой активности, а также сокращения средней цены реализации. С положительной стороны можно отметить удержание маржи компании на уровне 2015 г., за счет контроля над издержками.

В 2017 г. мы ждем улучшения показателей ТМК на фоне восстановления инвестиционной активности нефтяных компаний. Это может обеспечить рост выручки в пределах 15-20% от уровней 2016 г. В то же время в 1 пол. 2017 г. на маржу ТМК будет оказывать давление увеличение цен на сырье, которое во втором полугодии нивелируется повышением цен на свою продукцию. В результате, компания сможет сохранить EBITDA margin в пределах 15-16%.

**Положительный момент
– удержание маржи на
уровне 2015 г....**

**В 2017 г. ждем улучшения
показателей ТМК
на фоне восстановления
инвестиционной
активности
нефтяных компаний...**

**Долговая нагрузка ТМК
в 2016 г. возросла – размер
чистого долга вырос
на 5,3% г/г
до 2,58 млрд долл...**

**Чистый долг/EBITDA
достигла 4,9х против 3,8х
в 2015 г., что является
высоким уровнем...**

**Короткий долг ТМК
в 262 млн долл.
полностью покрывался
денежными средствами
на счетах
на 277 млн долл...**

**Риски краткосрочного
рефинансирования долга
в 2017 г. были низкие...**

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ТМК (МСФО)		
	2015	2016	Изм. %
Объем реализации, тыс. тонн	3 871	3 458	-10,7
Выручка	4 127	3 338	-19,1
Операционный денежный поток	684	476	-30,4
EBITDA	651	530	-18,6
EBITDA margin	15,8%	15,9%	0,1 п.п.
Чистая прибыль	-368	166	-
margin	отриц	5,0%	-
	2015	2016	Изм. %
Активы	4 412	4 736	7,4
Денежные средства и эквиваленты	305	277	-9,4
Долг	2 755	2 857	3,7
краткосрочный	591	262	-55,8
долгосрочный	2 163	2 596	20,0
Чистый долг	2 450	2 580	5,3
Долг/EBITDA	4,2	5,4	
Чистый долг/EBITDA	3,8	4,9	

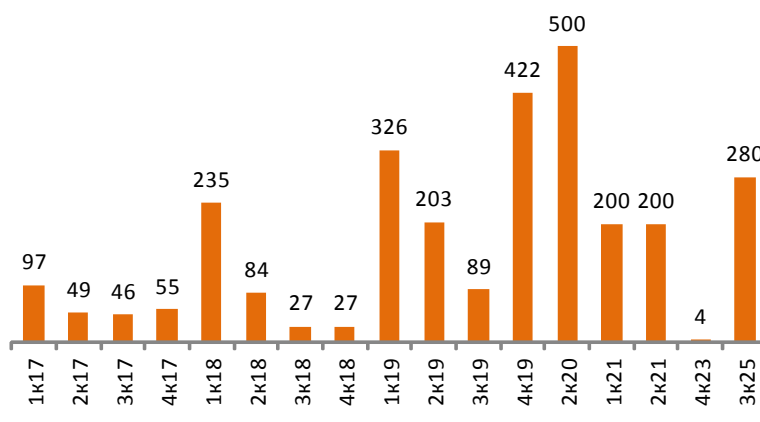
Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка ТМК в 2016 г. возросла – размер общего долга увеличился на 3,7% г/г до 2,86 млрд долл., Чистый долг – на 5,3% г/г до 2,58 млрд долл. Метрика Чистый долг/EBITDA достигла 4,9х против 3,8х в 2015 г., что является высоким уровнем.

Напомним, ТМК в рамках SPO в феврале 2017 г. разместила 13,44% уставного капитала по цене 75 руб. за бумагу. «Дочка» ТМК Rockarrow Investments Limited, выступающая продающим акционером, привлекает 10,4 млрд руб. Средства от SPO, ТМК планировала использовать для выкупа аналогичного по размеру пакета у ВТБ в рамках исполнения колл-опциона, что и состоялось 1 марта, согласно данным компании. Ранее «Коммерсантъ» сообщал, что выкупленные бумаги не останутся на балансе ТМК: Rockarrow вернет ими долг ТМК Steel Holding Limited (основному акционеру ТМК), которая кредитовала продавца теми же 13,44% акций.

Таким образом, ТМК сможет закрыть вопрос погашения долга в объеме привлеченных средств от SPO, что должно поспособствовать некоторому улучшению кредитных метрик компании. Вместе с тем, ТМК может выплатить дивиденды за 2016 г., что не исключил менеджмент компании, хотя основной целью ТМК в ближайшее время остается снижение долга.

График погашения долга ТМК (31.12.2016 г.), млн долл.



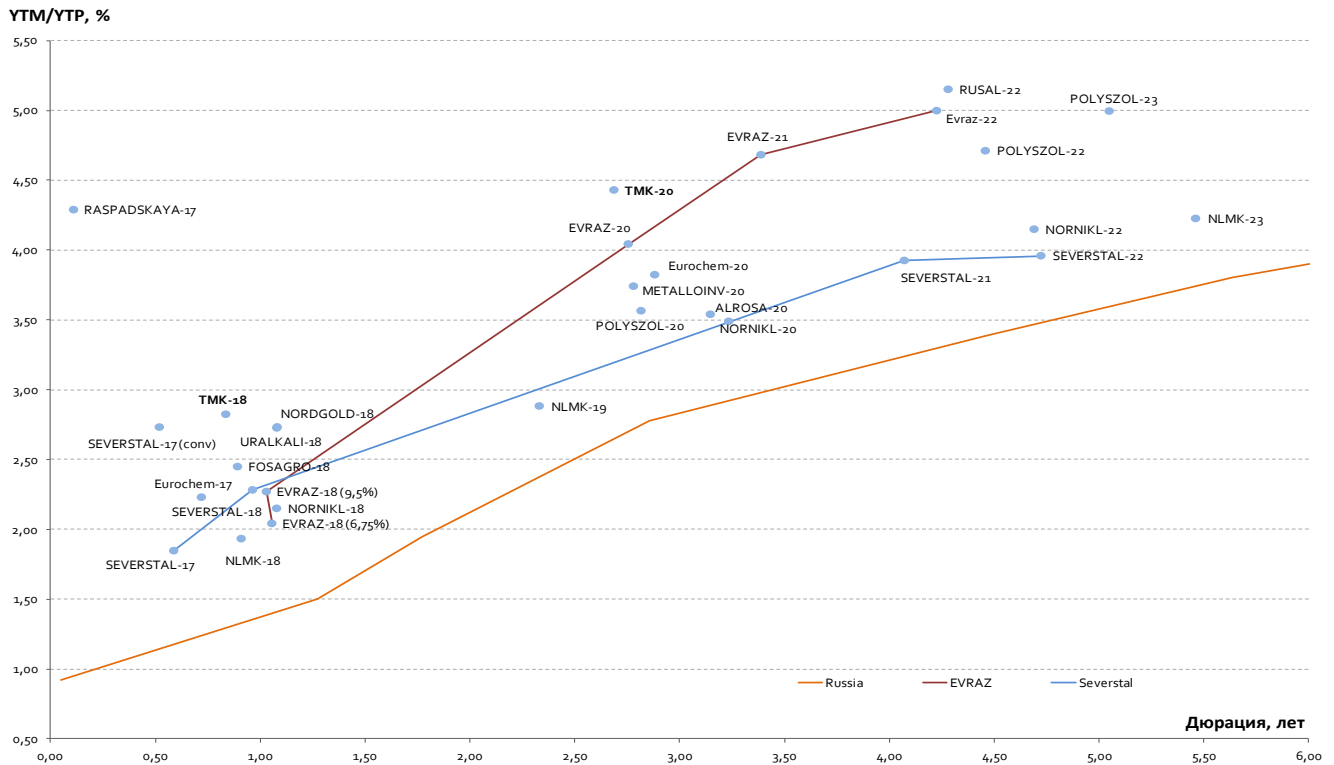
Источники: данные компании, PSB Research

Короткий долг ТМК на сумму 262 млн долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах в 277 млн долл. К тому же у компании имелись невыбранные кредитные линии общим объемом 724 млн долл. Риски краткосрочного рефинансирования долга были низкие. При этом график выплат у ТМК сбалансированный: крупные погашения ожидаются только в 1 кв. 2018 г. (около 235 млн долл.), а затем в 1 кв. и 2 кв. 2019 г. (326 млн долл. и 203 млн долл. соответственно).

Не ждем особой реакции на отчетность в евробондах ТМК-20, рублевый выпуск ТМК БО-05 уступает по доходности ЕвразХолдингФинанс 08...

Мы не ждем особой реакции на отчетность в евробондах ТМК, в частности ТМК-20 (YTM 4,43%/2,69 г.), которые торгуются с небольшой премией к бондам Evraz (Ваз/ВВ-/ВВ-), что вполне оправданно за разницу в рейтингах (на 1 ступень) и после улучшения кредитного профиля последнего во 2 пол. 2016 г. (см. наш кредитный комментарий от 09.03.2017 г.). При этом на локальном рынке рублевые облигации выпуск ТМК БО-05 (YTP 10,25%/1,71 г.) торгуется с дисконтом к облигациям ЕвразХолдингФинанс 08 (YTP 10,35%/1,91) при сопоставимой дюреции, что говорит скорее в пользу покупки рублевых бондов Evraz.

Доходности еврооблигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



Уралкалий (Ba2/BV-/BV-): итоги 2016 г. по МСФО.

Неблагоприятная конъюнктура на рынках удобрений оказала серьезное давление на финансовые показатели Уралкалия в 2016 г. Выручка упала на 27,1% г/г. до 2,28 млрд долл., EBITDA – на 38,2% до 1,18 млрд долл., а скорректированная чистая прибыль – на 47% до 0,6 млрд долл. Тем не менее, рентабельность компании остается высокой: EBITDA margin составляет 51,9%, а маржа по скорректированной чистой прибыли – 26,6%. Под давлением ухудшившихся результатов в 2016 г. метрика Чистый долг/EBITDA поднялась с 2,8х до 4,7х. Однако риски рефинансирования в ближайшие годы остаются невысокими благодаря положительному операционному денежному потоку (1 млрд долл.), запасам ликвидности (1,5 млрд долл.) и открытой кредитной линии в Сбербанке на 3,9 млрд долл. Евробонд Uralkali-18 (YTM 2,7%/1,08 г.) торгуется с премией в доходности порядка 20 б.п. к PhosAgro-18 и 150 б.п. к суверенной кривой, и, на наш взгляд, оценен справедливо. Тем не менее, в условиях дефицита более доходных российских еврооблигаций с близкой дюрацией бумаги Уралкалия можно рекомендовать для включения в состав диверсифицированных портфелей.

Уралкалий отчитался за 2016 г. по МСФО, продемонстрировав ухудшение финансовых показателей...

Выручка упала на 27,1% г/г. до 2,28 млрд долл., EBITDA – на 38,2% г/г. до 1,18 млрд долл...

Тем не менее, рентабельность компании остается высокой, имеется запас мощностей...

Финансовые результаты

Уралкалий отчитался за 2016 г. по МСФО, ожидаемо продемонстрировав ухудшение финансовых показателей. Основной причиной стала слабая конъюнктура на мировом калийном рынке. Средняя экспортная цена хлористого калия, реализуемого компанией на условиях FCA, снизилась на 30% по сравнению с 2015 г. до уровня в 172 долл. за тонну.

Уралкалий был также вынужден немного сократить объемы производства и реализации удобрений, в результате чего его выручка упала на 27,1% до 2,28 млрд долл. При этом денежная себестоимость реализованной продукции, напротив, выросла на 6% по сравнению с 2015 г. до 35 долл. за тонну, что объясняется ростом общих затрат на оплату труда на 5% до 242 млн долл. Как следствие, EBITDA компании сократилась более существенно – на 38,2% г/г. до 1,18 млрд долл., сопоставимую динамику показал и операционный денежный поток.

Чистая прибыль выросла с 184 млн долл. до 1,427 млрд долл., главным образом, за счет благоприятных изменений курсовых разниц («+889 млн долл.» против «-1,039 млрд долл.» в 2015 г.) и переоценки стоимости производных финансовых инструментов. Скорректированный же показатель, по нашим оценкам, упал на 47% по сравнению с 2015 г. до 0,6 млрд долл. Тем не менее, рентабельность компании остается высокой: даже после сокращения на 9-10 п.п. EBITDA margin составляет 51,9%, а маржа по скорректированной чистой прибыли – 26,6%.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Уралкалий (МСФО)		
	2015	2016	Изм. %
Производство калия, млн тонн	11,4	10,8	-5,3
Объем реализации, млн тонн	11,2	11,0	-1,8
Ср. экспортная цена калия, долл./тонну	245	172	-29,8
Себестоимость, долл./тонну	33	35	6,0
Выручка	3 123	2 278	-27,1
Операционный денежный поток	1 781	1 012	-43,2
EBITDA	1 913	1 183	-38,2
EBITDA margin	61,3%	51,9%	-9,3 п.п.
Чистая прибыль	184	1 427	в 7,7 р.
Скорр. Чистая прибыль	1 145	606	-47,0
margin	36,7%	26,6%	-10,0 п.п.
	2015	2016	Изм. %
Активы	7 236	8 682	20,0
Денежные средства и эквиваленты	1 112	1 486	33,6
Долг	6 489	7 003	7,9
краткосрочный	2 329	1 830	-21,4
долгосрочный	4 160	5 173	24,4
Чистый долг	5 377	5 517	2,6
Долг/EBITDA	3,4	5,9	
Чистый долг/EBITDA	2,8	4,7	
Источники: данные компании, PSB Research			

Источники: данные компании, PSB Research

В 2017 г. менеджмент компании ожидает роста мирового спроса на калий с 61 до 62-63 млн тонн., и ее текущая стратегия предполагает сохранение своей 18%-ой доли рынка. Больших капзатрат для этого не потребуется: по словам гендиректора Уралкалия, Д.Осипова, текущие мощности производителя удобрений с учетом реализуемых проектов составляют 13,1 млн тонн хлоркалия в год при объеме реализации в 2016 г. 11 млн тонн.

Долговая нагрузка

За отчетный период Уралкалий потратил 506 млн долл. на выкуп своих акций, что стало главной причиной роста долга на 7,9% до 7 млрд долл. В условиях по-прежнему значительного положительного операционного денежного потока капитальные расходы при этом остались на относительно невысоком уровне – 323 млн долл. Под давлением ухудшившихся операционных результатов метрика Чистый долг/EBITDA поднялась с 2,8х до 4,7х, превысив уровень ковенантов по основным кредитам компании (Чистый долг/EBITDA – 4,0х). Согласно заявлению финансового директора компании А.Вищаненко, сделанному в ходе телефонной конференции, расширение ковенантов до Чистый долг/EBITDA 5х уже было согласовано с основными банками-кредиторами.

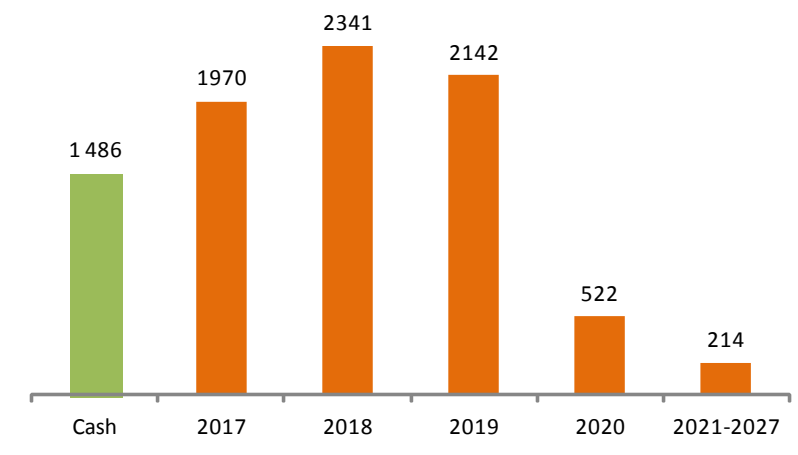
Рост долговой нагрузки компании стал причиной пересмотра прогноза по ее кредитному рейтингу агентством Fitch со Стабильного до Негативного 30 сентября 2016 г. Не исключаем, что в ближайшее время на подобный шаг может пойти и агентство Moody's, имеющее Стабильный прогноз при рейтинге на 1 ступень выше.

В качестве позитивного момента можно отметить, что помимо существенных запасов денежных средств на счетах (1,49 млрд долл.), Уралкалий также имеет доступ к кредитным линиям в Сбербанке на общую сумму 3,9 млрд долл. Из них 1,9 млрд долл. будет доступно с декабря 2017 г. до февраля 2020 г., а 2 млрд долл. – с начала 2018 г. до конца 2019 г. Это должно обеспечить компании достаточно комфортное прохождение пика погашения долга на сумму 2,34 млрд долл. в 2018 г., из которых 650 млн долл. приходится на евробонды.

Метрика чистый долг/EBITDA поднялась с 2,8х до 4,7х ...

Значительный запас денежных средств на счетах и кредитная линия в Сбербанке на 3,9 млрд долл. существенно снижает риски рефинансирования...

График погашения долга Уралкалия (на 31.12.2016 г.), млн долл.



Источники: данные компании, PSB Research

Облигации

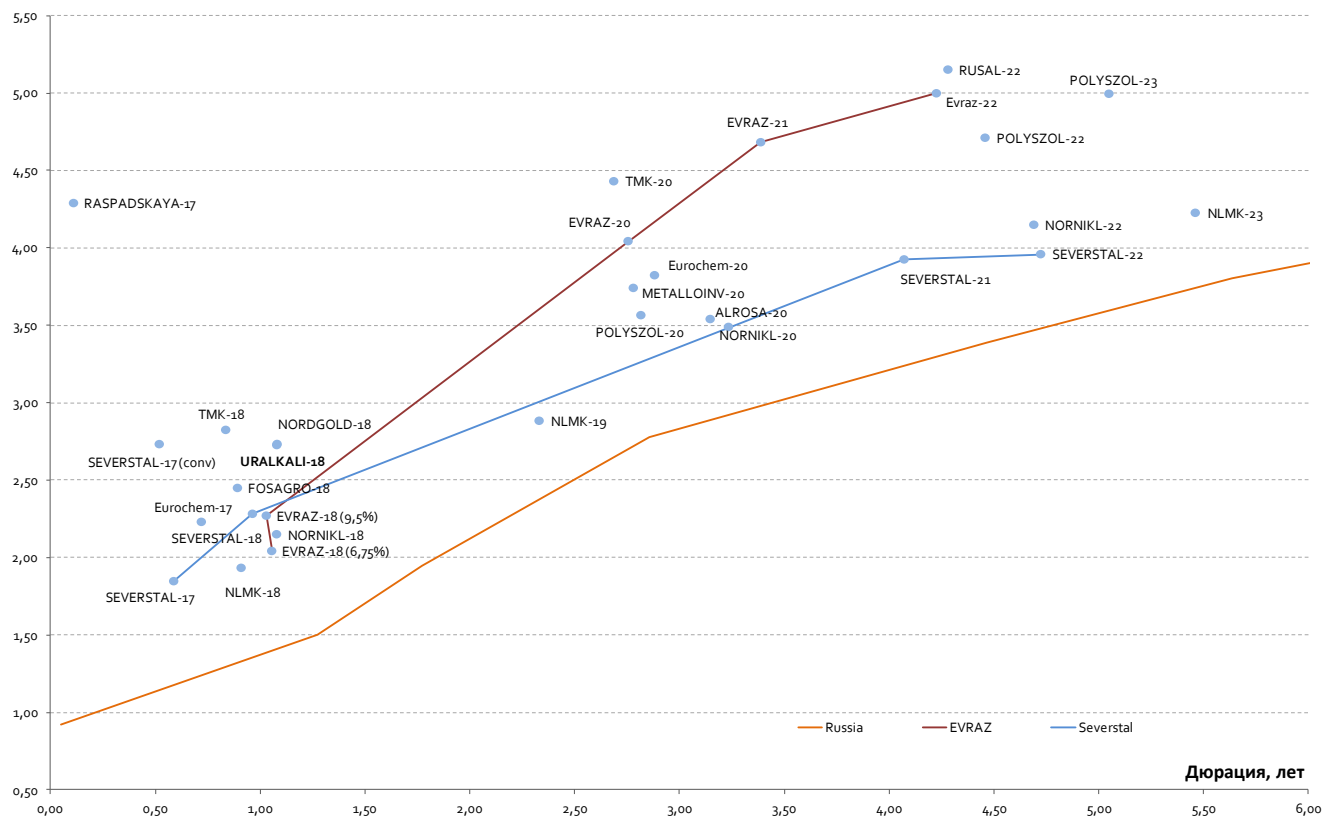
На облигационном рынке Уралкалий представлен долларовыми евробондами с погашением 30 апреля 2018 г., которые торгуются с доходностью 2,7%. По-нашему мнению, премии в доходности порядка 20 б.п. к PhosAgro-18 и 150 б.п. к суверенной кривой выглядят оправданными с учетом достаточно высокой долговой нагрузки компании. При этом благодаря имеющемуся у эмитента запасу прочности и небольшому количеству более доходных альтернатив на отрезке дюрации около года данные бумаги можно рекомендовать для включения в состав диверсифицированных портфелей российских евробондов.

Евробонд Uralkali-18 (YTM 2,7%/1,08 г.) оценен справедливо и может претендовать на попадание в портфели...

Роман Насонов

Доходности еврооблигаций металлургического и горнодобывающего сектора

УТМ/УТР, %



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 Рима
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.