



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**НЛМК (Ba1/BV+/BBB-): итоги 1 кв. 2016 г. по МСФО.****ЕвроХим (-/BB-/BB): результаты 1 кв. 2016 г. по МСФО.**

НЛМК (Ba1/BV+/BBB-): итоги 1 кв. 2016 г. по МСФО.

НЛМК отчитался за 1 кв. 2016 г. по МСФО. Выручка сократилась на 29% г/г 1,58 млрд долл., EBITDA – на 55% до 290 млн долл., EBITDA 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 EBITDA 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 EBITDA в 1 кв. немного подросла, но оставалась на комфортном уровне – Долг/EBITDA составила 1,7х против 1,4х в 2015 г. Короткий долг, включая оферы в июле-августе по облигациям БО-11, БО-12 и БО-14, полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах, график погашений не содержит пиковых выплат до 2018 г. Длинные выпуски НЛМК БО-08 и БО-13 низколиквидные и с доходностью 10-10,2% годовых вряд ли могут представлять особый интерес для покупки, на рынке есть альтернативы с рейтингом «BB+/BBB-» с большей доходностью. Евробонды NLMK-18 и NLMK-19 с начала года показали уверенный рост, выпуски уже на исторических максимумах, ограничивая их дальнейший потенциал роста.

НЛМК отчитался за 1 кв. 2016 г. по МСФО...

Результаты совпали с ожиданиями рынка и на фоне падения цен на сталь выглядят неплохо...

Выручка сократилась на 29% г/г, EBITDA – на 55%, EBITDA margin составила 18,4%...

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

Комментарий. НЛМК отчитался вчера за 1 кв. 2016 г. по МСФО. Выручка сократилась на 29% г/г 1,58 млрд долл., EBITDA – на 55% до 290 млн долл., EBITDA 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 (на 15-20% к/к в РФ, по данным компании) выглядят неплохо. Отчасти компенсировать снижение показателей помог рост продаж металлопродукции компании на 10% к/к и на 5% г/г до 4,1 млн т. Причем, по данным компании, около 37% продукции идет на экспорт.

В то же время EBITDA НЛМК падала опережающими темпами по сравнению с выручкой, причем это происходило при достаточно значимом снижении уровня cash cost (на 19% к 1 кв. 2015 г. до 159 долл./т). Во 2 кв. 2016 г. мы ждем существенного улучшения показателей НЛМК благодаря хорошему отскоку цен на сталь в конце 1 кв.

Динамика показателей НЛМК сопоставима с уже отчитавшимися за 1 кв. 2016 г. ММК и Северсталь. У них также наблюдалось падение выручки на уровне 28-30% г/г и EBITDA – на 39-53%. Несколько хуже НЛМК выглядит по прибыльности, уступая ММК и Северсталь – EBITDA margin составила 18,4% против 27,3% и 24,9% соответственно.

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

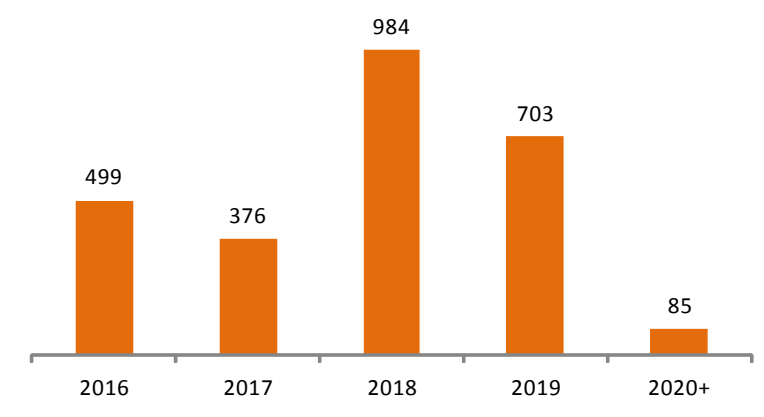
На фоне снижения EBITDA у НЛМК возросла метрика Долг/EBITDA до 1,7х против 1,4х в 2015 г., что остается комфортным значением...

Риски рефинансирования по-прежнему низкие, график погашений долга НЛМК не содержит пиковых выплат до 2018-19 гг...

В то же время долговая нагрузка компании на фоне падения EBITDA в 1 кв. немного возросла, но оставалась на комфортном уровне – Долг/EBITDA составила 1,7х против 1,4х в 2015 г., Чистый долг/EBITDA – 0,7х против 0,6х.

Короткий долг в 597 млн долл., включая оферты в июле-августе по облигациям БО-11, БО-12 и БО-14 общим объемом 15 млрд руб. (по номиналу) или около 230 млн долл., полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах на сумму 1,62 млрд долл. Вместе с тем, нельзя исключать, что НЛМК может выйти на локальный долговой рынок с новыми бумагами, учитывая вполне приемлемый текущий уровень ставок первичных размещений качественных эмитентов. В то же время график погашений долга НЛМК не содержит пиковых выплат до 2018-19 гг., т.е. до погашения евробондов NLMK-18 и NLMK-19.

График погашения долга НЛМК (на 31.03.2016 г.)



Источники: данные компании, PSB Research

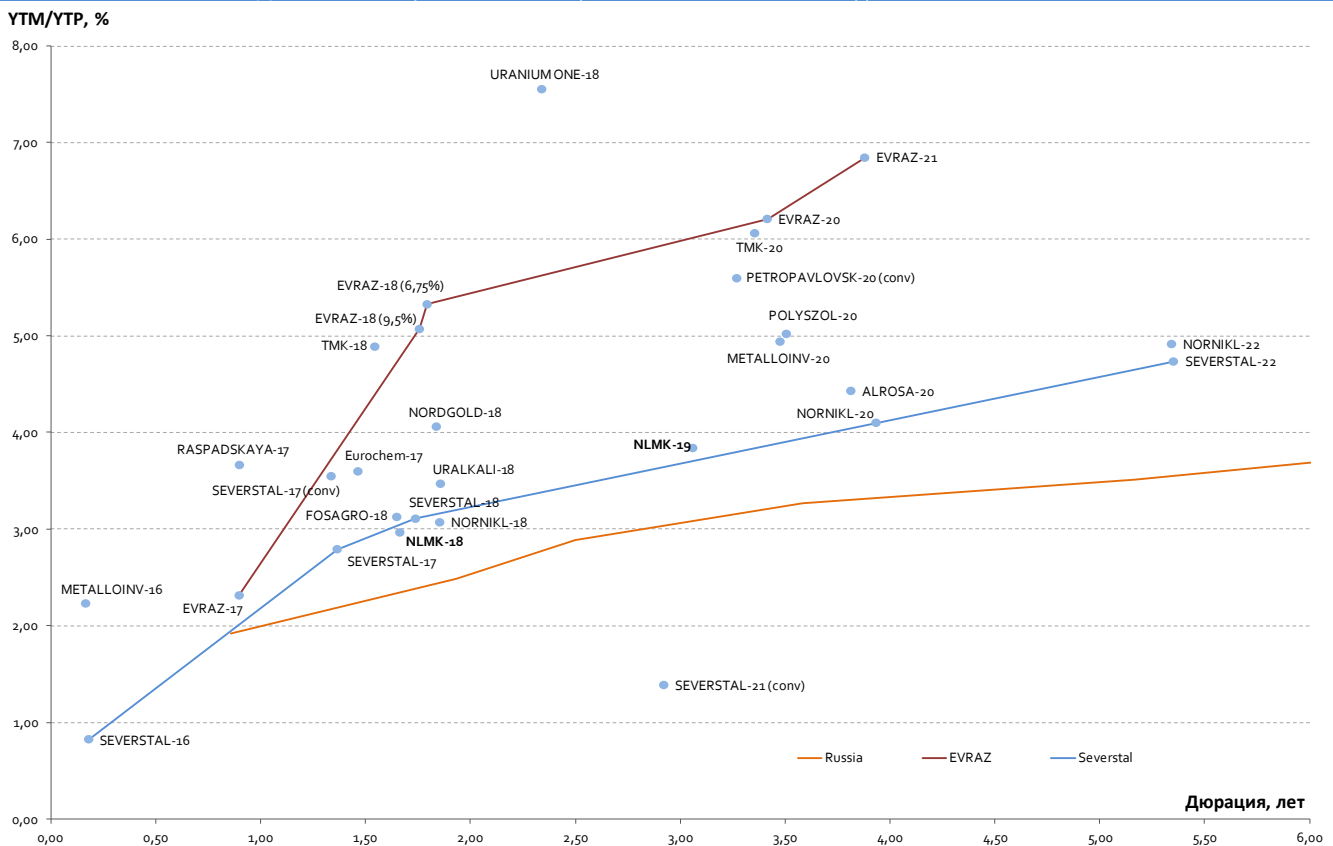
Рублевые облигации низколиквидные и с доходностью 10-10,2% не столь привлекательны...

Евробонды NLMK-18 и NLMK-19 уже находятся на исторических максимумах, потенциал ограничен...

Длинные выпуски НЛМК БО-08 и БО-13 низколиквидные и с доходностью 10-10,2% годовых вряд ли могут представлять особый интерес для покупки, на рынке есть альтернативы с рейтингом «BB+/BBB-» с большей доходностью (на уровне 10,5%).

Евробонды NLMK-18 (YTM 2,97/1,66 г.) и NLMK-19 (YTM 3,84%/3,06 г.) с начала года показали уверенный рост котировок на фоне постепенного восстановления цен на нефть и в условиях дефицита бумаг. В итоге, выпуски уже находятся на исторических максимумах и на уровне бумаг эмитентов своей рейтинговой группы, что делает ограниченным их дальнейший потенциал роста.

Доходности еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний



Александр Полютов

ЕвроХим (-/BB-/BB): результаты 1 кв. 2016 г. по МСФО.

ЕвроХим представил финансовые результаты за 1 кв. 2016 г. по МСФО, которые оказались под давлением негативной ценовой динамики на рынке удобрений. Так, выручка в январе-марте выросла на 2% г/г до 1,26 млрд долл., EBITDA снизилась на 17% г/г до 384 млн долл., EBITDA margin составила 30,6% против 37,3% годом ранее. ЕвроХим попытался за счет роста объемов продаж (на 13% г/г) компенсировать потери от слабых цен на продукцию, что позволило удержать выручку, но не EBITDA, даже с учетом положительного эффекта от обесценения рубля. Долговая нагрузка (без учета проектного финансирования) за 1 кв. 2016 г. немного подросла – метрика Долг/EBITDA составила 2,3х против 2,2х в 2015 г., Чистый долг/EBITDA – 2,1х против 2,0х соответственно. Короткий долг ЕвроХим покрывался денежными средствами только на треть, но у компании имелись невыбранные кредитные линии на сумму почти 250 млн долл., а в апреле были размещены облигации на 15 млрд руб. (около 230 млн долл.). В этом ключе, мы оцениваем риски рефинансирования короткого долга как умеренные, ЕвроХим с большой вероятностью сможет исполнить обязательства, в том числе за счет новых кредитов, учитывая стабильное кредитное качество эмитента. Евробонд EuroChem-17 (3,6%/1,46 г.) справедливо оценен рынком с учетом понижения S&P рейтинга компании в апреле до «BB-». Рублевые облигации ЕвроХим торгуются с доходностью ниже 10,5%, что уже ограничивает потенциал роста.

ЕвроХим отчитался за 1 кв. 2016 г. по МСФО...

Выручка выросла на 2% г/г, EBITDA напротив снизилась на 17% г/г...

Комментарий. Вчера ЕвроХим представил финансовые результаты за 1 кв. 2016 г. по МСФО, которые оказались под давлением негативной ценовой динамики на рынке удобрений (снизились более, чем на 13-34%).

Так, выручка в январе-марте выросла на 2% г/г до 1,26 млрд долл., EBITDA снизилась на 17% г/г до 384 млн долл., EBITDA margin составила 30,6% против 37,3% годом ранее. ЕвроХим попытался за счет роста объемов продаж азотных и фосфорных удобрений (на 13% г/г до 3,2 млн т) компенсировать потери от слабых цен на продукцию, что позволило

EBITDA margin составила 30,6% против 37,3% годом ранее....

Результаты оказались под давлением негативной ценовой динамики на рынке удобрений...

Во 2 кв. 2016 г., вероятно, не стоит ждать улучшений из-за умеренно негативных ожиданий по ценам на удобрения...

удержать выручку, но не EBITDA, даже с учетом положительного эффекта от обесценения рубля. Отметим, рублевые издержки компании занимают около 46% от операционных затрат, а на экспортные продажи приходится более 80% выручки.

Во 2 кв. 2016 г., вероятно, не стоит ожидать заметного улучшения финансовой ситуации, учитывая умеренно негативные ожидания компании по ценам на азотные и фосфорные удобрения. Тем не менее, ЕвроХим сможет поддерживать высокую прибыльность за счет слабого рубля, что делает конкурентным локальное производство удобрений, а также близости к основным потребителям (на Европу приходится более 40% выручки).

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ЕвроХим (МСФО)		
	1 кв. 2015	1 кв. 2016	Изм. %
Выручка	1 235	1 255	1,6
Операционный денежный поток	344	273	-20,5
EBITDA	461	384	-16,7
EBITDA margin	37,3%	30,6%	-6,7 п.п.
Чистая прибыль	339	321	-5,3
margin	27,5%	25,6%	-1,9 п.п.
	2015	1 кв. 2016	Изм. %
Активы	6 287	6 975	11,0
Денежные средства и эквиваленты	339	335	-1,1
Долг	3 503	3 492	-0,3
краткосрочный	1 034	1 006	-2,8
долгосрочный	2 469	2 487	0,7
Чистый долг	3 164	3 157	-0,2
Долг/EBITDA	2,2	2,3	
Чистый долг/EBITDA	2,0	2,1	
Источники: данные компании, PSB Research			

Долговая нагрузка в 1 кв. 2016 г. немного подросла – Долг/EBITDA составило 2,3х против 2,2х в 2015 г., Чистый долг/EBITDA – 2,1х против 2,0х соответственно...

Долговая нагрузка ЕвроХим (без безрегрессного проектного финансирования) за 1 кв. 2016 г. немного подросла на фоне сокращения EBITDA – метрика Долг/EBITDA составила 2,3х против 2,2х в 2015 г., Чистый долг/EBITDA – 2,1х против 2,0х соответственно. При этом размер общего долга компании практически не изменился, составив 3,5 млрд долл.

Есть риски, что на фоне волатильности цен на удобрения метрики компании могут продолжить ухудшаться. Напомним, в январе Fitch изменило на Негативный прогноз по рейтингу ЕвроХим, который был подтвержден на уровне «BB». При этом Негативный прогноз связан с ожиданиями, что «скорректированный чистый левередж по денежным средствам от операционной деятельности превысит 3х в течение 2 лет (ориентир агентства для негативных действий равен 2,5х).

В свою очередь, S&P в апреле уже отреагировало снижением рейтинга ЕвроХим на 1 ступень до «BB-» прогноз Стабильный из-за ухудшения ситуации на рынке удобрений за последние полгода и ожиданий, что цены на азотистые, фосфатные и калийные удобрения останутся значительно ниже уровней 2015 г. в течение нескольких лет.

Короткий долг ЕвроХим по итогам 1 кв. 2016 г. в размере 1 млрд долл. покрывался денежными средствами только на треть, но у компании имелись невыбранные кредитные линии на сумму почти 250 млн долл., а в апреле были размещены облигации серии Б1Р1 на 15 млрд руб. (около 230 млн долл.). В этом ключе, мы оцениваем риски рефинансирования короткого долга как умеренные, ЕвроХим с большой вероятностью сможет исполнить обязательства, в том числе за счет новых кредитов, учитывая стабильное кредитное качество эмитента. К тому же компания продолжает генерировать солидный операционный денежный поток, который в 2015 г. составил 1 млрд долл. Вместе с тем, ЕвроХим предстоит подготовиться к погашению евробонда EuroChem-17 на 750 млн долл. в декабре 2017 г. Ранее менеджмент компании выражал готовность выйти на внешние рынки с новыми евробондами.

Напомним, что ЕвроХим продолжает реализовывать калийные проекты в Волгоградской области (Гремячинское месторождение) и Пермском крае (строительство Усольского калийного комбината), под который было привлечено безрегрессное проектное финансирование на 750 млн долл. с погашением в 2022 г. (выбрано почти 345 млн долл.).

Риски рефинансирования короткого долга остаются умеренные...

ЕвроХим предстоит подготовиться к погашению евробонда EuroChem-17 на 750 млн долл. в декабре 2017 г...

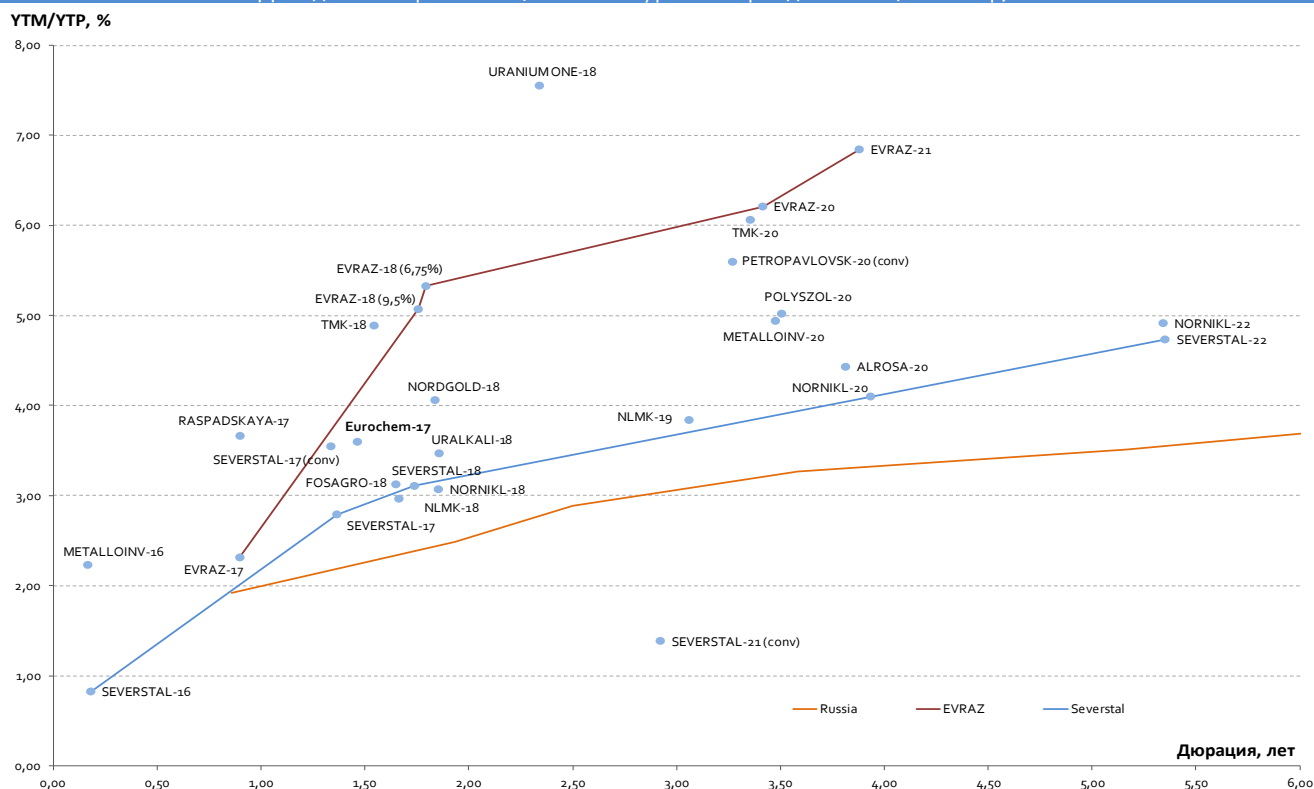
Евробонд EuroChem-17 справедливо оценен рынком, рублевые облигации торгуются с доходностью ниже 10,5%, что уже ограничивает потенциал их роста...

Кроме того, 22 декабря 2015 г. АО «ЕвроХим-Северо-Запад» привлекло проектное финансирование на 557 млн евро сроком на 13,5 года под строительство завода по производству аммиака в России. Первая выборка средств намечена на июнь 2016 г.

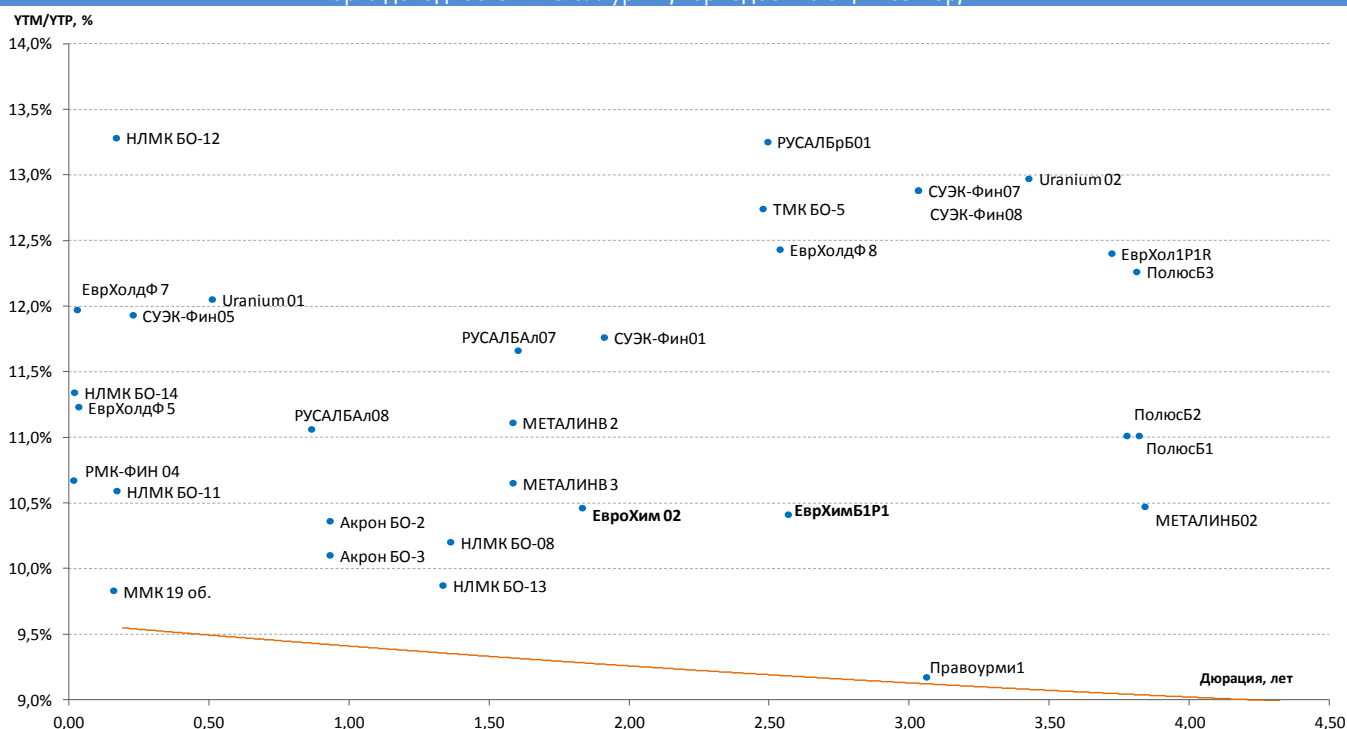
Евробонд EuroChem-17 (3,6%/1,46 г.), на наш взгляд, справедливо оценен рынком на фоне бумаг других эмитентов рейтинговой группы «ВВ», в том числе с учетом понижения в апреле S&P рейтинга ЕвроХим до «ВВ-»/Стабильный. Рублевые облигации ЕвроХим, в том числе и новый выпуск Б1Р1 (УТР 10,41%/2,57 г.), торгуются с доходностью ниже 10,5%, что уже ограничивает потенциал их роста.

Александр Полютов

Доходности еврооблигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



Карта доходностей: Металлургия, горнодобывающий сектор, химия



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

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

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Сибяев Руслан

sibaevrd@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Устинов Максим

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давиташвили

DavitashviliVM@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

© 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.