



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


Металлоинвест (Ba2/BB/BB): итоги 9 мес. 2015 г. по МСФО.

РБК-Финанс (-/-/BB-): первичное предложение.

Металлоинвест (Ba2/BB/BB): итоги 9 мес. 2015 г. по МСФО.

Выручка Metalloinvest за 9 мес. 2015 г. сократилась на 31% (г/г) до 3,5 млрд долл., показатель EBITDA – на 19,6% (г/г) до 1,23 млрд долл., при этом EBITDA margin составил 35% («+5 п.п.» г/г). На выручку оказала давление негативная динамика цен на железную руду, которая отчасти была компенсирована объемами отгрузки. Основной вклад в рост прибыльности обеспечил Metallургический дивизион при низких ценах на сырье и эффекта от девальвации рубля. В 3 кв. на снижение EBITDA margin компании оказало влияние изменения товарной структуры поставок – сократилась доля маржинального ГБЖ из-за проведения планового капремонта. Долг Metalloinvestа кардинально не изменился – размер уменьшился на 9% к 2014 г. до 4,3 млрд долл., метрика Чистый долг/EBITDA составила 2,0х против 2,1х в 2014 г., что является умеренным уровнем. Компания подготовилась к краткосрочным погашениям, в том числе в июле 2016 г. евробонда Metalloinvest-16 на 750 млн долл. Выпуск в настоящее время торгуется выше номинала, что выглядит не столь привлекательно. Более длинный заем Metalloinvest-20 (YTM 6,37%/3,83 г.) дает интересную доходность в контексте риск/доходность, но учитывая срочность бумаги, есть общерыночные риски коррекции из-за вероятного старта повышения ставки ФРС уже в декабре. Рублевые облигации Metalloinvest серий 02 и 03 (YTP 11,77-11,85%/2 г.) низколиквидные.

Металлоинвест представил выборочные показатели за 9 мес. 2015 г. по МСФО...

Давление на финансы по-прежнему оказывали слабые мировые цены на железную руду, которые отчасти компенсировались объемами отгрузки...

Вклад в рост прибыльности внес Metallургический сегмент при низких ценах на сырье и слабом рубле...

Комментарий. Вчера Metalloinvest представил выборочные показатели за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. Так, выручка компании за январь-сентябрь сократилась на 31% (г/г) до 3,5 млрд долл., показатель EBITDA – на 19,6% (г/г) до 1,23 млрд долл., при этом EBITDA margin составила 35% («+5 п.п.» г/г).

На выручку Metalloinvestа оказала давление негативная динамика цен на железную руду, которая отчасти была компенсирована наращиванием объемов отгрузки продукции (окатыши – на 0,7%, ГБЖ – на 3,6%, чугун – на 7,8%, стальная продукция – на 0,8%). При этом основной вклад в рост прибыльности обеспечил Metallургический дивизион (его доля в EBITDA составила 30%) при низких ценах на сырье и эффекта от девальвации рубля. В то же время в 3 кв. на снижение EBITDA margin компании оказало влияние изменение в товарной структуре поставок – сократилась доля более маржинального ГБЖ из-за проведения планового капремонта ЦГБЖ-1 и ЦГБЖ-2 на ЛГОКе (выпуск сократился на 11,7% к/к до 1,2 млн тонн).

В целом, в сравнении с другими металлургами динамика финансовых показателей Metalloinvestа за 9 мес. 2015 г. выглядят несколько хуже из-за заметного вклада горнорудного сегмента в бизнес группы.

В 4 кв. финансовые показатели вновь могут оказаться под давлением серьезного падения мировых цен на железную руду, поддержка может сохраниться со стороны Metallургического дивизиона и эффекта слабого рубля.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Металлоинвест (Ва2/ВВ/ВВ)			НЛМК (Ва1/ВВ+/ВВВ-)			ММК (Ва3/-/ВВ+)			Северсталь (Ва1/ВВ+/ВВ+)		
	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %
Выручка	5 104	3 523	-31,0	8 053	6 371	-20,9	6 225	4 658	-25,2	6 418	5 000	-22,1
Операционный денежный поток	n/a	n/a	-	1 470	1 405	-4,4	858	1 180	37,5	1 507	1 446	-4,1
ЕБИТДА	1 533	1 233	-19,6	1 744	1 628	-6,7	1 215	1 393	14,7	1 610	1 695	5,3
ЕБИТДА margin	30,0%	35,0%	5,0 п.п.	21,7%	25,6%	3,9 п.п.	19,5%	29,9%	10,4 п.п.	25,1%	33,9%	8,8 п.п.
Чистая прибыль	608	407	-33,1	678	891	31,4	106	546	415,1	16	676	4125,0
margin	11,9%	11,6%	-0,3 п.п.	8,4%	14,0%	5,6 п.п.	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. %	2014	9 мес. 2015	Изм. %	2014	9 мес. 2015	Изм. %
Активы	7 266	6 979	-4,0	10 406	9 427	-9,4	7 857	7 010	-10,8	7 553	6 433	-14,8
Денежные средства и эквиваленты	550	975	77,4	1 102	1 305	18,4	549	933	69,9	1 897	1 675	-11,7
Долг	4 734	4 322	-8,7	2 769	2 441	-11,8	2 585	2 058	-20,4	3 429	2 504	-27,0
краткосрочный	644	856	33,0	804	740	-8,0	863	908	5,2	774	531	-31,4
долгосрочный	4 091	3 466	-15,3	1 964	1 701	-13,4	1 722	1 150	-33,2	2 654	1 973	-25,7
Чистый долг	4 185	3 347	-20,0	1 666	1 136	-31,9	2 036	1 125	-44,7	1 532	830	-45,9
Долг/ЕБИТДА	2,4	2,6		1,2	1,1		1,6	1,2		1,6	1,1	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,1	2,0		0,7	0,5		1,3	0,6		0,7	0,4	

Источники: данные компаний, PSB Research

Долговая нагрузка остается умеренной – Чистый долг/ЕБИТДА составила 2,0х против 2,1х в 2014 г....

Компания в целом подготовилась к краткосрочным погашениям, в том числе евробонда Metalloinvest-16 на 750 млн долл....

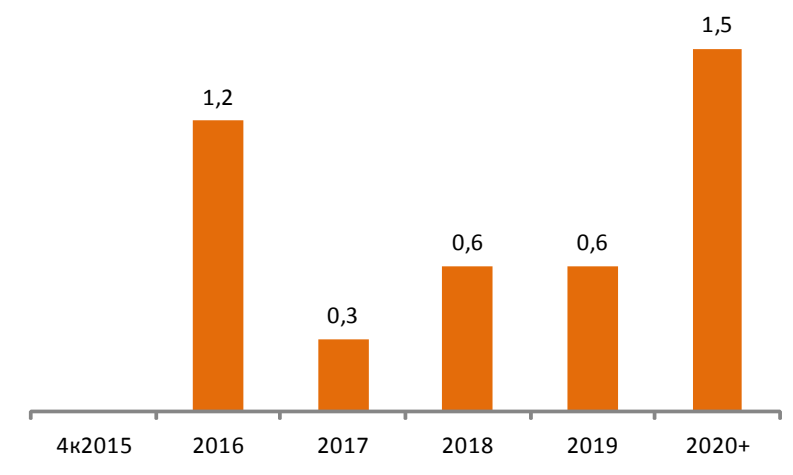
Долг Metalloinvesta за 9 мес. 2015 г. кардинально не изменился – его размер уменьшился на 9% к 2014 г. до 4,3 млрд долл., метрика Чистый долг/ЕБИТДА составила 2,0х против 2,1х в 2014 г., что является умеренным уровнем.

При этом компания подготовилась к краткосрочным погашениям (запас денежных средств в 975 млн долл. покрывал короткий долг на 856 млн долл.), в том числе к погашению в июле 2016 г. евробонда Metalloinvest-16 на 750 млн долл.

Напомним, в 3 кв. Metalloinvest предпринял шаги для сглаживания пика крупных выплат в 2016 г. (приходится порядка 1,2 млрд долл.). В частности, в июле компания договорилась с Рабобанком о переносе сроков погашения кредита на 131 млн долл. с июля 2015 - октябрь 2016 г. на апрель 2017 - октябрь 2018 гг.

Также Metalloinvest в июле подписал соглашение с клубом международных банков о предэкспортном финансировании («РХФ») на общую сумму 750 млн долл. (5-летний транш на 600 млн долл. (с 2-летним льготным периодом), 7-летний – на 150 млн долл. (с 5-летним льготным периодом)).

График погашения долга Metalloinvest (30.06.2015г.), млрд долл.

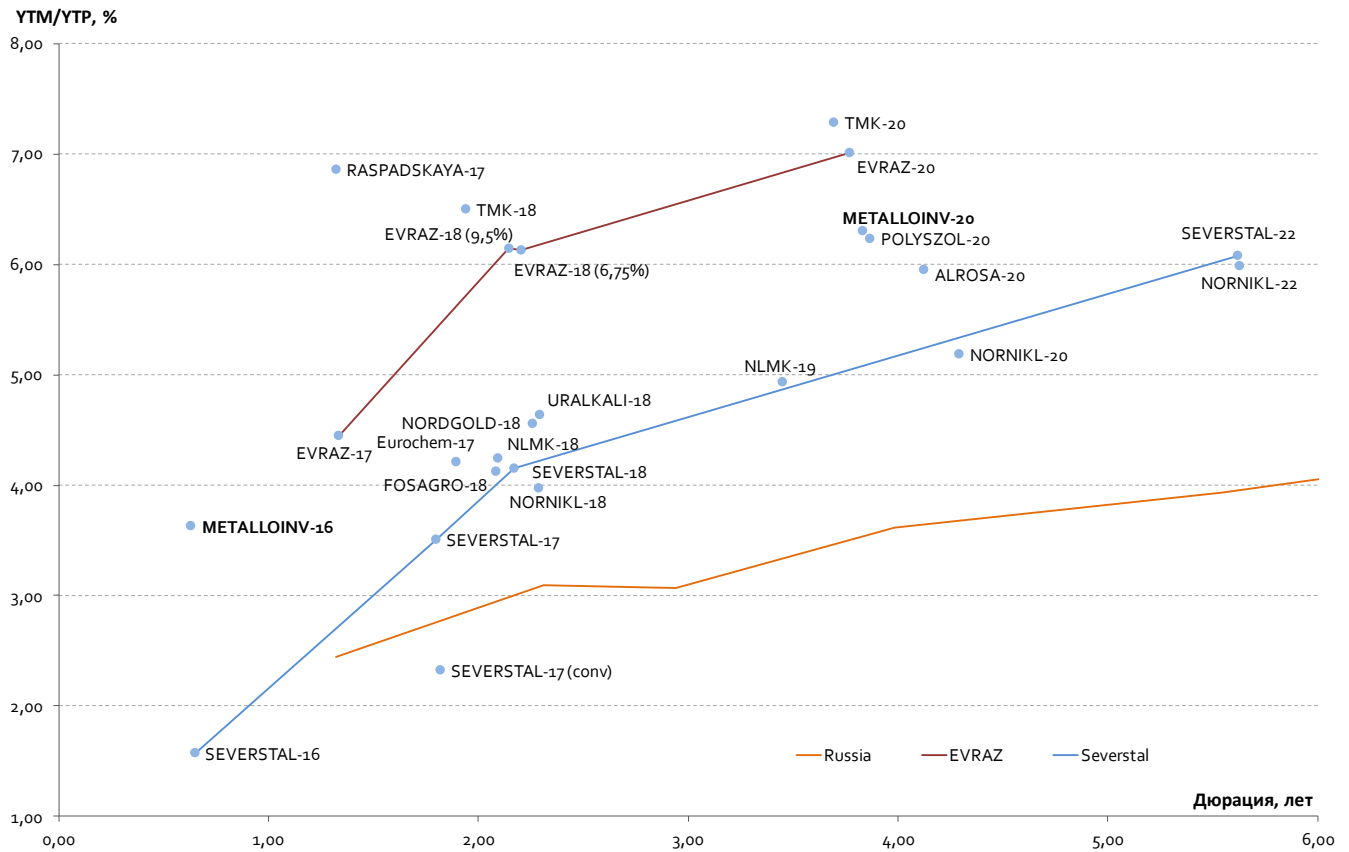


Источники: данные компании, PSB Research

Евробонды Metalloinvest-20 выглядят интересно с точки зрения риск/доходность, но котировки могут оказаться под давлением вместе с рынком из-за нормализации ДКП ФРС в декабре...

Вместе с тем, выпуск Metalloinvest-16 в настоящее время торгуется выше номинала (101,8%; YTM 3,73%/0,63 г.), что выглядит не столь привлекательно. При этом более длинный заем Metalloinvest-20 (YTM 6,37%/3,83 г.) дает интересную доходность с точки зрения соотношения риск/доходность, но учитывая срочность бумаги, есть общерыночные риски коррекции, в том числе из-за вероятного старта повышения ставки ФРС уже в декабре. Рублевые облигации Metalloinvest серий 02 и 03 (YTP 11,77-11,85%/2 г.) низколиквидные.

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



Александр Полютов

РВК-Финанс (-/-/BB-): первичное предложение.

РВК-Финанс (SPV группы компаний «Росводоканал», входящую в Альфа-Групп) 20 ноября с 11:00 до 16:00 МСК проведет сбор заявок инвесторов на биржевые облигации серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона составляет 12,25-12,5% (УТР 12,63-12,89%) годовых к 2-летней оферте. На наш взгляд, премия нового выпуска РВК (-/-/BB-) к кривой Альфа-Банка (Ва2/BB/BB+) на уровне 60-90 б.п. выглядит достаточно интересно.

Комментарий. РВК-Финанс - 100-процентная дочерняя структура Ventrelt Holdings Ltd, работающая под наименованием «Росводоканал»; входит в структуру Альфа-Групп. Ventrelt является ведущим частным оператором на рынке водоснабжения и водоотведения в России, управляет водоканалами Барнаула, Воронежа, Краснодар, Омска, Оренбурга, Твери и Тюмени. Компания ведет деятельность под названием Росводоканал, обслуживает около 6 млн клиентов в России, эксплуатирует трубопроводы водоснабжения и канализации протяженностью около 23 тыс. км и поставляет свыше 450 млн куб. м воды ежегодно.

По итогам 9 мес. 2015 г. Ventrelt увеличил выручку на 6% - до 11,3 млрд руб. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года; EBITDA при этом снизилась на 3,7% - до 1,75 млрд руб., показатель EBITDA margin составил 15,5%. Размер долга Группы с начала года снизился на 2,6% - до 6,66 млрд руб., чистый долг вырос на 10,3% - до 4,73 млрд руб. Доля краткосрочного долга (4,3 млрд руб.) составила 65%, при этом размещение нового выпуска облигаций позволит рефинансировать почти 70% коротких обязательств. Уровень долговой нагрузки Группы находится на приемлемом уровне – показатель долг/EBITDA по итогам 9 мес. 2015 г. составил 2,4х, чистый долг/EBITDA – 1,7х.

Ключевые финансовые показатели млн руб.	Росводоканал (МСФО)		
	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %
Выручка	10 677	11 321	6,0
Операционный денежный поток	2 209	2 291	3,7
EBITDA	1 821	1 754	-3,7
EBITDA margin	17,1%	15,5%	-1,6 п.п.
Чистая прибыль	729	552	-24,3
margin	6,8%	4,9%	-1,9 п.п.
	2014	9 мес. 2015	Изм. %
Активы	16 184	16 982	4,9
Денежные средства и эквиваленты	2 544	1 927	-24,3
Долг	6 833	6 658	-2,6
краткосрочный	4 459	4 310	-3,3
долгосрочный	2 374	2 348	-1,1
Чистый долг	4 289	4 731	10,3
Долг/EBITDA	2,4	2,4	
Чистый долг/EBITDA	1,5	1,7	

Источники: данные компании, PSB Research

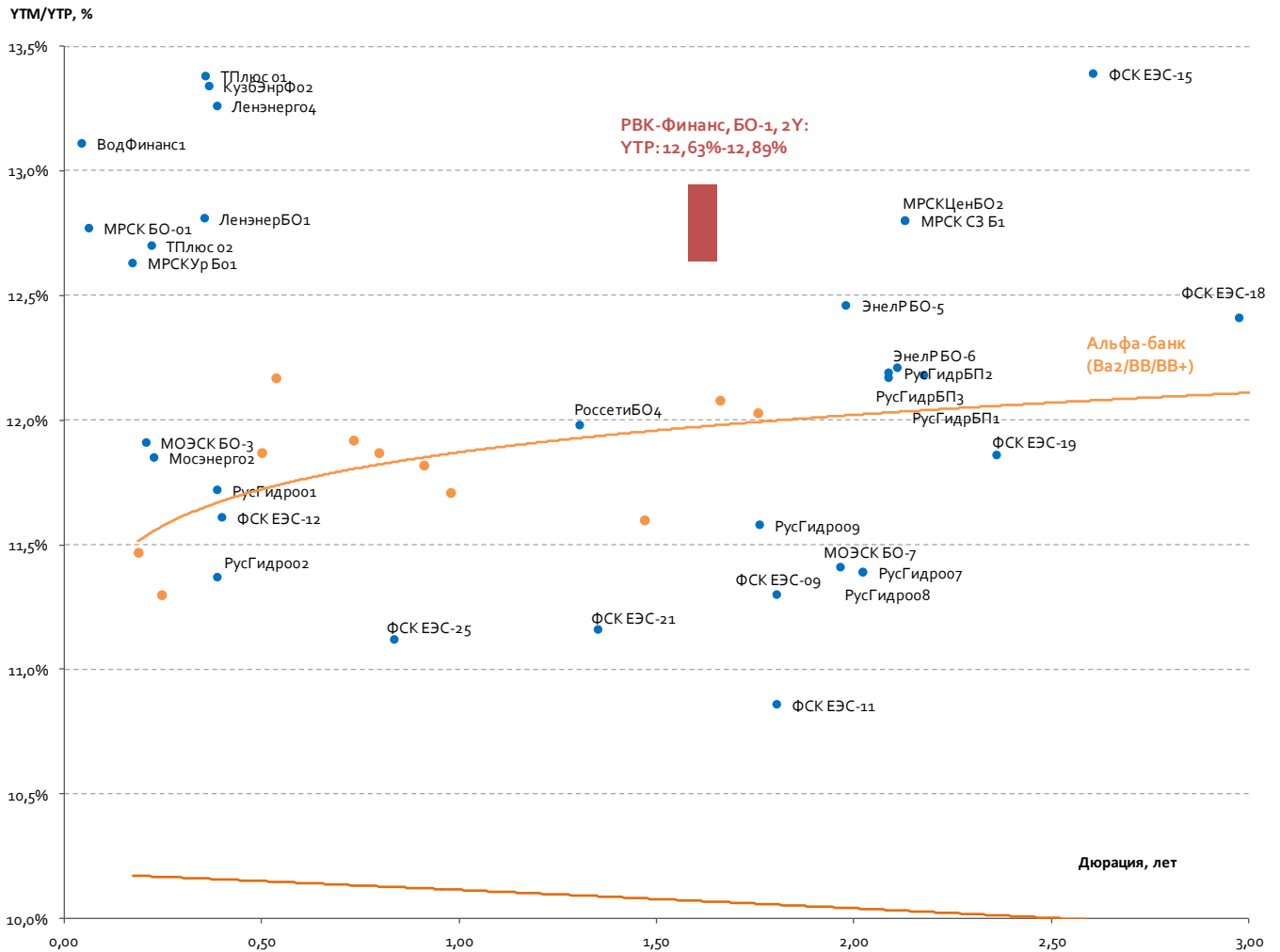
Агентство Fitch 12 ноября присвоило готовящемуся выпуску облигаций РВК-Финанс рейтинг «BB-». При этом в пресс-релизе агентство отмечает, что ждет ухудшения финансового профиля компании в среднесрочной перспективе, что связано с высокими капиталовложениями, которые приводят к отрицательному свободному денежному потоку на прогнозный период (2015-2019 гг.). Fitch ожидаем, что отношение Чистого долга к EBITDA, скорректированной на плату за подключение, к 2018 г. повысится до уровня 4,0х.

Отметим, что ключевыми рисками для компаний, работающих в сфере ЖКХ (по аналогии с электроэнергетическими компаниями), являются политика государства в отношении тарифного регулирования и хронические неплатежи потребителей. Для Группы Ventrelt данные риски можно оценить на низком уровне. Так, уровень собираемости денежных средств у компании остается достаточно высоким - порядка 98%. Кроме того, долгосрочные тарифы для всех водоканалов Ventrelt на 2015-2019 гг. уже утверждены регуляторами, уровень которых позволяет Группе генерировать прибыль с каждого водоканала.

Ориентир ставки 1-го купона нового выпуска РВК-Финанс находится на уровне 12,25-12,5% (УТР 12,63-12,89%) годовых к 2-летней оферте. На наш взгляд, премия нового выпуска РВК (-/-/ВВ-) к кривой аффилированного Альфа-Банка (Ва2/ВВ/ВВ+) в размере 60-90 б.п. выглядит достаточно интересно. В сегменте электроэнергетики и ЖКХ данные уровни по доходности соответствуют выпускам дочерних компаний Россетей – региональных МРСК, имеющих кредитные рейтинги на сопоставимом уровне с Росводоканалом.

В целом, рекомендуем участвовать в размещении нового выпуска РВК-Финанс на фоне привлекательной премии к кривой Альфа-Банка.

Доходности облигаций (электроэнергетика и ЖКХ)



Дмитрий Грицкевич

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

Дмитрий Грицкевич

Алексей Егоров

Александр Полютов

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+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

Собаев Руслан

Евгений Жариков

Борис Холжигитов

Устинов Максим

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@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) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+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

© 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.