



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**Металлоинвест (Ba2/BB/BB) обновил стратегию до 2023 г.**

## Металлоинвест (Ba2/BB/BB) обновил стратегию до 2023 г.

На этой неделе Metalloinvest представил стратегию развития бизнеса до 2023 г. К этому времени компания намерена нарастить производство железной руды на 29%, окатышей – на 17%, ГБЖ/ПВЖ – на 46%, чугуна – на 13%, стали – на 6%. На расширение производственных мощностей будет направлено порядка 5,8 млрд долл., при этом ежегодно Capex не превысит 600-700 млн долл., для сравнения, в 2014 г. – 595 млн долл. В целом, реализация намеченных планов не должна привести к ухудшению кредитного качества компании, учитывая имеющийся запас ликвидности, а также сохраняющийся солидный операционный денежный поток, даже несмотря на слабую конъюнктуру на рынке ЖРС. Единственный момент, который мог бы добавить комфорта в кредитный профиль Metalloinvesta в свете новой стратегии – это прохождение пика выплат в 2016 г. на 1,3 млрд долл., над чем компания в настоящее время работает, рассчитывая погасить основную часть этого долга в ближайшей перспективе. Вместе с тем, мы положительно оцениваем стремление компании увеличить долю более маржинальной продукции.

**Металлоинвест представил обновленную стратегию до 2023 г...**

**Объем инвестиций составит 5,8 млрд долл., но не более 600-700 млн долл. в год...**

**За это время предполагается увеличить производство ЖРС на 29%, окатышей – на 17%, ГБЖ – на 46%, чугуна – на 13%, стали – на 6%...**

**Холдинг намерен поддерживать EBITDA margin выше 30%, целевой уровень метрики Долг/EBITDA – 1-2х...**

**Комментарий.** На этой неделе Metalloinvest представил стратегию развития бизнеса до 2023 г. К этому времени компания намерена нарастить производство железной руды на 29%, окатышей – на 17%, ГБЖ/ПВЖ – на 46%, чугуна – на 13%, стали – на 6%. На расширение производственных мощностей будет направлено порядка 5,8 млрд долл., при этом ежегодно Capex не превысит 600-700 млн долл. Для сравнения, по данным холдинга, в 2014 г. инвестиции составили 595 млн долл.

В рамках новой стратегии Metalloinvest построит ЦГБЖ-3 на ЛГОКе («+1,8 млн тонн» ГБЖ), завершит ввод в эксплуатацию обжиговой машины №3 на МГОКе («+5 млн тонн» окатышей), проведет модернизацию оборудования на ОЭМК и Уральской Стали. Кроме того, компания расширяет парк большегрузной техники на ЛГОКе и МГОКе. В перспективах Metalloinvesta также значится: внедрение циклично-поточной технологии для транспортировки горной массы на ЛГОКе и МГОКе, проект по обогащению окисленных кварцитов на МГОКе с возможным последующим строительством ЦГБЖ.

Согласно стратегии до 2023 г., Metalloinvest намерен поддерживать EBITDA margin на уровне более 30% за счет повышения маржинальности продаж и операционной эффективности. При этом в стратегии на среднесрочную перспективу компания закладывает текущий уровень цен на железную руду (с отклонением «+10-12%», среднегодовая цена 68 долл./тонна). В целом обозначенные Metalloinvestом уровни по ЖРС вполне адекватные, на наш взгляд, дно по ценам, скорее всего, уже пройдено в апреле, есть шансы закрепиться выше отметки в 60 долл./тонна. При этом удержать прибыльность бизнеса выше 30% холдингу вполне реалистично, учитывая, что в 1 кв. 2015 г. EBITDA margin была 37%, за 2014 г. – 31%.

Ключевые производственные показатели млн тонн	Металлоинвест				
	2013	2014	Изм. %	2023П	Изм. %
Железная руда	38,4	38,7	1,0	50,0	29,0
Окатыши	22,6	22,7	0,4	26,6	17,4
ГБЖ/ПВЖ	5,3	5,3	-1,1	7,7	46,0
Чугун	2,2	2,3	4,8	2,6	13,5
Сталь	4,7	4,5	-3,7	4,8	6,5

Источники: данные компании, PSB Research

**Реализация намеченных планов не должна привести к ухудшению кредитного качества...**

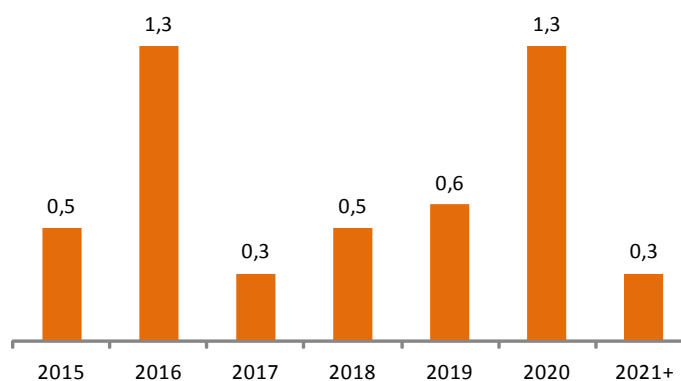
**В ближайшей перспективе компания намерена решить вопрос с прохождением пика погашений в 2016 г. в объеме 1,3 млрд долл...**

В целом, реализация намеченных планов не должна привести к ухудшению кредитного качестваMetalloinvestа, учитывая запас ликвидности – по итогам 1 кв. 2015 г. на счетах компании было 311 млн долл., а также имелся пакет акций Норникеля (по последним данным порядка 3,2% стоимостью около 900 млн долл.). Кроме того, у холдинга сохраняется солидный операционный денежный поток (1,3 млрд долл. за 2014 г.), даже несмотря на слабую конъюнктуру на рынке ЖРС.

Единственный момент, который мог бы добавить комфорта в кредитный профильMetalloinvestа в свете новой стратегии – это прохождение пика выплат в 2016 г. на 1,3 млрд долл. (включая евробондMetalloinv-16 на 750 млн долл.), над чем компания, по заявлению менеджмента, в настоящее время работает, рассчитывая погасить основную часть этого долга в ближайшей перспективе. В качестве источников назывались кредиты и рынки капитала, хотя об их открытии, на наш взгляд, говорить пока рано, но предпосылки для нормализации ситуации присутствуют – снижения градуса геополитической напряженности, нормализация доходностей евробондов российских эмитентов.

**График погашения долга Metalloinvestа (млрд долл.)**

на 31.12.2014 г.



Источники: данные компании, PSB Research

В свою очередь, менеджментMetalloinvestа в качестве целевого уровня долговой нагрузки в рамках стратегии до 2023 г. называет диапазон 1-2х годовой EBITDA, что в целом выполнимо. Для сравнения, метрика Чистый долг/EBITDA у холдинга по итогам 1 кв. 2015 г. составила 2,07х. Напомним, эмитент полностью погасить в марте в рамках oferty 3 выпуска рублевых облигаций серий 01, 05 и 06 общим объемом 25 млрд руб. за счет собственных средств, что способствовало улучшению кредитных метрик (Долг/EBITDA опустилось до 2,2х с 2,4х в 2014 г.). Впрочем, нельзя исключать, что в силу цикличности сектора в отдельные моменты долговые метрики могут выходить за обозначенные рамки, но некритично.

В целом, мы положительно оцениваем стремлениеMetalloinvestа увеличить долю более маржинальной продукции, а также повышать операционную эффективность, учитывая имеющийся для этого запас финансовой прочности.

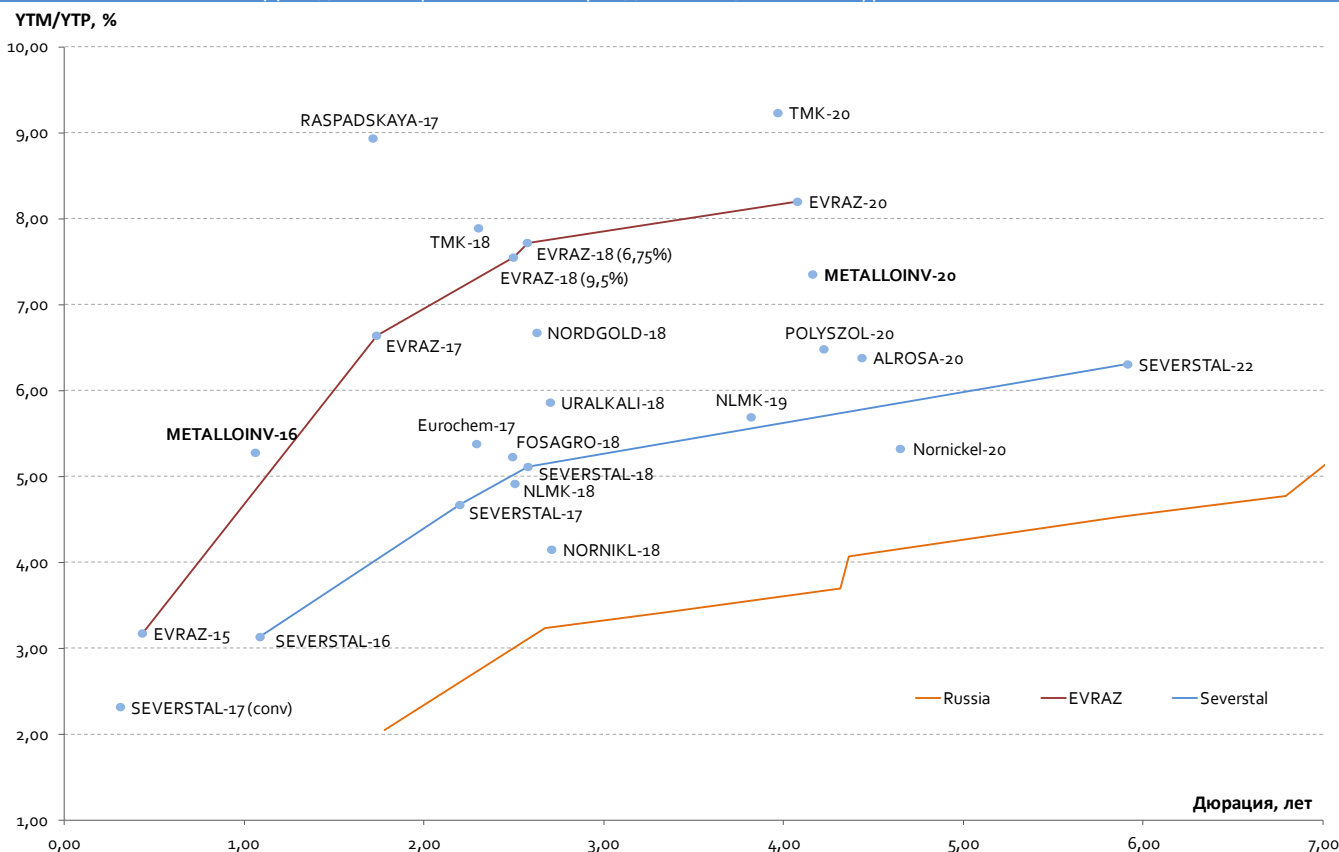
Что касается евробондов, в частностиMetalloinv-20 (YTM 7,36%/4,16 г.), на наш взгляд, после коррекции, которая наблюдается на рынке, выпуск вполне может стать интересной идеей для покупки с премией более 150 б.п. к выпускам NLMK-19 и кривой Severstal при разнице в рейтинге на 1 ступень.

**После коррекции на рынках длинный евробонд Metalloinvest-20 вполне может стать интересной идеей для покупки...**

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Металлоинвест (МСФО)					
	2013	2014	Изм. %	1 кв.2014	1 кв.2015	Изм. %
Выручка	7 324	6 367	-13,1	1 805	1 238	-31,4
Операционный денежный поток	1 312	1 348	2,8	n/a	n/a	-
ЕБИТДА	2 291	1 961	-14,4	574	458	-20,2
ЕБИТДА margin	31,3%	30,8%	-0,5 п.п.	31,8%	37,0%	5,2 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	1 080	66	-93,9	115	177	53,9
margin	14,7%	1,04%	-13,7 п.п.	6,4%	14,3%	7,9 п.п.
	2013	2014	Изм. %	2014	1 кв.2015	Изм. %
Активы	7 847	7 266	-7,4	7 266	7 016	-3,4
Денежные средства и эквиваленты	523	550	5,2	550	311	-43,4
Долг	5 965	4 734	-20,6	4 734	4 137	-12,6
краткосрочный	190	644	238,6	644	414	-35,7
долгосрочный	5 775	4 091	-29,2	4 091	3 723	-9,0
Чистый долг	5 443	4 185	-23,1	4 185	3 826	-8,6
Долг/ЕБИТДА	2,6	2,4		2,4	2,2	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,4	2,1		2,13	2,07	

Источники: данные компании, PSB Research

Доходности еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний



Александр Полютков

## 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.