



26 февраля 2021 г.

Рынок корпоративных облигаций

Во 2П улучшение результатов меньшими темпами, но по году они вышли на средний по рынку уровень

Евраз: улучшения во 2П, но медленнее, чем у других металлургов

Евраз (BB+/Ba1/BB+) опубликовал финансовые результаты за 2П 2020 г. по МСФО. Хотя 2П оказалось в целом хуже, чем у других, уже отчитавшихся металлургов (в основном из-за очень умеренного повышения средней цены реализации стальной продукции, слабых результатов американского дивизиона и неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке угля), годовые цифры вышли примерно на такую же траекторию, как и по рынку в среднем (-18% по выручке, -15% по EBITDA и повышение рентабельности на 1 п.п.).

Во 2П выручка снизилась на 4% относительно 1П 2020 г., показатель EBITDA повысился всего на 6% п./п., рентабельность по EBITDA выросла на 2,4 п.п. до 23,9%.

В стальном дивизионе очень умеренное повышение цен оказало давление на показатели

В ключевом российском стальном дивизионе выручка во 2П повысилась на 3% п./п. в результате роста объемов продаж стальной продукции на 2%, ванадия – на 22-24% при увеличении средней цены реализации стали всего на 1,4% п./п. и снижении цен на ванадий на 6-12% п./п. Цены реализации полуфабрикатов во 2П повысились на 7%, на строительный сортамент – на 2%, в то время как цены на рельсы упали на 12%, что, на наш взгляд, связано с тем, что внутренние цены «не успевали» за экспортными, а также с ослаблением рубля. Более того, экспортные продажи отражаются с лагом, а резкий рост цен на сталь пришелся на самый конец 2020 г. и начало 2021 г. EBITDA дивизиона в итоге повысилась всего на 11% п./п.

Американский дивизион по-прежнему убыточен на уровне EBITDA

Результаты американского дивизиона оказали давление на общие результаты 2П 2020 г. Выручка в нем упала на 27% п./п. на фоне снижения объемов продаж на 28% (в основном из-за падения реализации трубной продукции на 45%), средние цены снизились на 4-5% на строительный и трубный сортамент и на 19% на плоский прокат. Дивизион остался убыточным на уровне EBITDA (-7 млн долл.), хотя убытки и сократились по сравнению с 1П 2020 г. (-21 млн долл.).

Угольный дивизион – под давлением цен, компания изучает возможность выхода из угольного бизнеса

Угольный дивизион также не оказал поддержку во 2П из-за падения цен на уголь (в среднем на 11% п./п. на рядовой уголь и на 16% на концентрат) при повышении объемов продаж угля внешним покупателям на 3% п./п. и кокса – на 10%. Выручка дивизиона снизилась на 9% п./п., EBITDA – на 16% п./п. В ноябре прошлого года стало известно, что компания консолидирует свой угольный бизнес на Распадской (консолидация завершена в декабре), при этом Евраз изучает возможность выхода из угольного бизнеса, решений пока по этому вопросу нет. Разделение металлургического и угольного бизнеса, на наш взгляд, может быть связано как с ESG-повесткой, так и

достаточно слабыми перспективами рынка угля (особенно энергетического).

В млн долл., если не указано иное	2П 2020	1П 2020	п./п.	2020	2019	г./г.
Выручка	4 771	4 983	-4%	9 754	11 905	-18%
EBITDA	1 139	1 073	+6%	2 212	2 601	-15%
Рентабельность по EBITDA	23,9%	21,5%	+2,4 п.п.	22,7%	21,8%	+0,9 п.п.
Чистая прибыль	345	513	-33%	858	365	+2,3x
Операционный поток	1 147	781	+47%	1 928	2 430	-21%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-305	-319	-4%	-624	-665	-6%
Капвложения	-317	-330	-4%	-647	-762	-15%
Финансовый поток	-594	-513	+16%	-1 107	-1 415	-22%
В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2020			30 июня 2020		п./п.
Совокупный долг, в т.ч.	4 924			5 054		-3%
Краткосрочный долг	1 108			1 110		0%
Долгосрочный долг	3 816			3 944		-3%
Чистый долг	3 297			3 690		-11%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,49x			1,68x		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Повышение капвложений в связи с реализацией ранее отложенных проектов

Операционный денежный поток во 2П вырос на 47% п./п. до 1,15 млрд долл. на фоне высвобождения 302 млн долл. из оборотного капитала. Капзатраты во 2П составили 317 млн долл., а за год – всего 647 млн долл. (уточненный годовой план предполагал 800 млн долл.), поскольку были отложены на этот год работы по модернизации на НТМК, а также на неопределенный срок – строительство литейно-прокатного комплекса. В 2021 г. капвложения запланированы на уровне 1 млрд долл. (такие же в 2022 и 2023 гг.), крупнейшим проектом станет рельсовый стан в Пуэбло.

Долговая нагрузка снизилась до 1,5x

Свободный денежный поток во 2П был направлен на погашение долга (229 млн долл.) и выплату промежуточных дивидендов (296 млн долл.), а также частично осел на счетах (накопленные денежные средства выросли на 263 млн долл. до 1,6 млрд долл.). В итоге чистый долг за 2П снизился на 11%, а в отношении к EBITDA – до 1,5x с 1,7x. Компания рекомендовала выплатить финальные дивиденды за 2020 г. в объеме 437 млн долл.

Ожидаем улучшения результатов в 1П 2021 г.

В 1П 2021 г. мы ожидаем улучшения показателей за счет роста цен на сталь, который уже произошел и отразится с лагом в результатах. Кроме того, компания отмечает, что в последнее время произошло удорожание ванадия (+20-30%), который в основном используется в производстве стали, и цены на который обычно коррелируют с ценами на нее. Несмотря на повышение программы капзатрат и выплату дивидендов, долговая нагрузка компании, по нашим консервативным оценкам, не превысит 2x в этом году.

EVRAZ 22, 23 и 24 торгуются с УТМ 1,2%, 1,9% и 2,2%, соответственно. Премия бондов Евраз в 30-35 б.п. к другим металлургам (НЛМК,

26 февраля 2021 г.

Северсталь, ММК) считаем обоснованной ввиду меньшей маржинальности продукции Евраз и более высокой долговой нагрузки. Мы считаем лучшим инвестиционным выбором в сегменте российских бумаг – суверенные выпуски (RUSSIA 28, 30), которые имеют высокую текущую доходность (4,5-6,5%) при умеренных рыночных рисках. Кроме того, в отличие от корпоративных бумаг налог из-за обесценения рубля не возникает (в суверенных выпусках иначе считается база для налогообложения прироста стоимости бумаг).

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экспорт в 2020 г. пострадал из-за пандемии и ОПЕК++	20.01.2021
Нефть на распутье	19.01.2021
Восстановление экономики в 2021 г. не обойдется без роста импорта	18.01.2021
ВВП: 4 квартал уже вряд ли обернется провалом	23.12.2020
Расходы потребителей сделали шаг назад перед Новым годом	22.12.2020
Производство в ноябре: рывок на фоне второй волны	17.12.2020
Рынок нефти: временная коррекция не переломит тренд на восстановление	16.12.2020
ВВП в 3 кв.: еще без симптомов второй волны	15.12.2020
Инвестиции вновь тянут импорт вверх	08.12.2020

Инфляция

Цены на автомобили «разогнались» к концу января	21.01.2021
Инфляция вызывает все больший пессимизм ЦБ	14.01.2021
Инфляция вернется к цели ЦБ к концу года	13.01.2021
Продуктовая инфляция взмыла вверх, как в апреле, и тоже не из-за курса рубля	07.12.2020

Монетарная политика ЦБ

ЦБ решил не смягчать политику на фоне антиинфляционной политики властей	21.12.2020
Озабоченность властей ростом цен может отложить смягчение ДКП	18.12.2020
ЦБ вновь подтверждает сигнал на смягчение политики в будущем	10.12.2020

Бюджетная политика

Минфин ускоряет исполнение расходов под конец года	11.12.2020
--	------------

Рынок облигаций

Аукционы: участники не готовы наращивать позиции в ОФЗ	14.01.2021
Ожидание санкций транслировалось в премию по госбумагам РФ	13.01.2021
Аукционы: Минфин «налагает» на классику, но не готов давать премию	09.12.2020
Аукционы: общий позитив обходит стороной рублевый рынок	02.12.2020

Валютный и денежный рынок

Курс рубля имеет значительную премию за ожидаемые санкции	15.01.2021
Платежный баланс: в ноябре у ЦБ опять получился минус	14.12.2020

Банковский сектор

Банковский сектор оказал значительную поддержку рублю в ущерб своей валютной ликвидности	03.12.2020
--	------------



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
ПМХ/Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Polyus
НЛМК	Petropavlovsk

Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

Электроэнергетика

Русгидро	ФСК
----------	-----

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Прочие

АФК Система



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836
Егор Макеев		(+7 495) 221 9851
Михаил Солодов		(+7 495) 221 9852
Всеволод Остапов		(+7 495) 721 9900 доб. 5021
Андрей Захаров		(+7 495) 721 9900 доб. 5520
Григорий Чепков		(+7 495) 721 9900 доб. 8156

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Карина Клевенкова	(+7 495) 721 9983
Илья Жила	(+7 495) 221 9847

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин	(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев	(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец	(+7 495) 721 9900 доб. 5716
Павел Еремеев	(+7 495) 721 9900 доб. 5793



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/EC (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/EC (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer?sessionId=XgiCnWE3tsXLrVnCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/EC об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.