

Железное качество

Комментарий к размещению ГМК Норильский Никель (Baa2/BBB-/BBB-)

Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

Основные параметры займа ГМК Норникель БО-3

Эмитент	ГМК Норильский Никель
Объем выпуска	15 млрд. руб.
Срок обращения	3 года лет
Пут опцион	отсутствует
Периодичность выплаты купонов	182 дня
Дюрация	2.77 года
Заккрытие книги	30.07.2010
Ориентир организаторов	купон 7.75-8.25%(доходность 7.9-8.42%)
Рейтинг	Baa2/BBB-/BBB-/ дает основания для включения в список РЕПО ЦБ

Считаем справедливой доходность по выпуску Норильский Никель БО3 на вторичном рынке 7,3-7,5% годовых к погашению через 3 года.

На наш взгляд, участие в размещении интересно даже по нижней границе маркетируемого диапазона (доходность 7.9%, спрэд к ОФЗ на уровне 160 бп.). Норильский никель является высококлассным заемщиком с рейтингом инвесткатегории от всех трех международных агентств.

Недавно прошедшее размещение Новатэка, чей рейтинг от Moody's ниже на одну ступень, в очередной раз продемонстрировало высокий спрос на риски высококачественных эмитентов. В итоге, после понижения ориентира купона, компания смогла разместить трехлетние бумаги по нижней границе (7.5%) и на текущий момент торгуется выше номинала с доходностью 7.12%. Мы не исключаем повторения истории и в случае с Норникелем.

Сильные стороны:

- Лидирующие позиции на мировом рынке цветных металлов
- Высокая степень вертикальной интеграции и большой объем доказанных запасов
- Солидные кредитные метрики
- Доступ на рынки акционерного капитала

Основные риски:

- Продолжающийся акционерный конфликт между РУСАЛом и Интерросом
- Большой навес первичного предложения от эмитента в дальнейшем (85 млрд. руб.)
- Неустойчивая ценовая конъюнктура на рынке металлов

Коротко о группе:

- Норильский никель – вертикально интегрированный холдинг, являющийся крупнейшим в мире производителем никеля (22% мирового рынка) и палладия (38%), а также занимающий лидирующие позиции по производству платины (9%) и меди (3%). Кроме того, комбинат производит и ряд побочных металлов.

- Основными производственными активами группы выступают Заполярный филиал и Кольская ГМК. Также Норильский Никель владеет подразделениями в Австралии, Ботсване, Финляндии, США и ЮАР. На конец 2009 г., объем доказанных и вероятных запасов руды составлял 473 млн. т., разведанных и обозначенных запасов полезных ископаемых - 1 869 млн. т. Более 80% добычи происходит на территории РФ.

- По итогам 2008 г., в структуре выручки от реализаций металлов (\$11.8 млрд.) около 52% приходилось на продажи никеля. Второе место (25%) заняли поступления от продаж меди. Согласно стратегии компании, она намерена сгладить структуру производства в пользу повышения доли меди (до 35%) и снижения никеля (до 35%).

- География сбыта на 90% представлена экспортными поступлениями. Основными покупателями являются страны Европы, на которые в 2009 г. пришлось 53% продаж.

Финансовые результаты ГМК Норникель, МСФО, \$млн

	2008	2009
Выручка	13 980	10 155
ЕБИТДА	5 832	4 418
Чистая Прибыль	(555)	2 651
Активы	20 759	22 760
Чистый долг	4 499	1 732
Собственные средства	10 731	13 675
Рентабельность по ЕБИТДА	41.7%	43.5%
Чистый долг/ЕБИТДА	0.77	0.39
ЕБИТДА/проценты	16	30

Акционеры:

- Крупнейшими акционерами Норильского Никеля являются РУСАЛ (25%), группа Интеррос (25%), а также ВЭБ (3.7%). Free float составляет 33.6%. В последнее время в прессе активно обсуждается конфликт между РУСАЛОм и Интерросом, связанный с разницей во взглядах на стратегию развития компании.

Финансовый профиль:

- Кредитный профиль Норильского Никеля отличается высокой устойчивостью. Несмотря на падение выручки почти на треть в 2009 г. относительно 2008 г. из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке металлов, компании удалось сохранить высокий уровень операционной рентабельности. Так, рентабельность по EBITDA в 2009 г. составила 43.5%, что заметно опережает среднеотраслевой показатель. Также комбинат смог заработать \$2.6 млрд. чистой прибыли.

Долговая нагрузка и CAPEX:

- Долговая нагрузка комбината не вызывает опасений. По итогам 2009 г. отношение Чистого долга к EBITDA сохранялось на уровне 0.4 х. В то же время в структуре задолженности были отмечены негативные изменения: доля краткосрочных обязательств возросла с 13.6% в 2008 г. до 55.7% в 2009 г. Однако этот факт смягчается большим объемом денежных средств на балансе (\$3.6 млрд.), который полностью покрывает сумму ближайших выплат. По итогам 2009 г., весь долг Норильского Никеля был номинирован в долларах США, что связано с валютной структурой выручки компании.

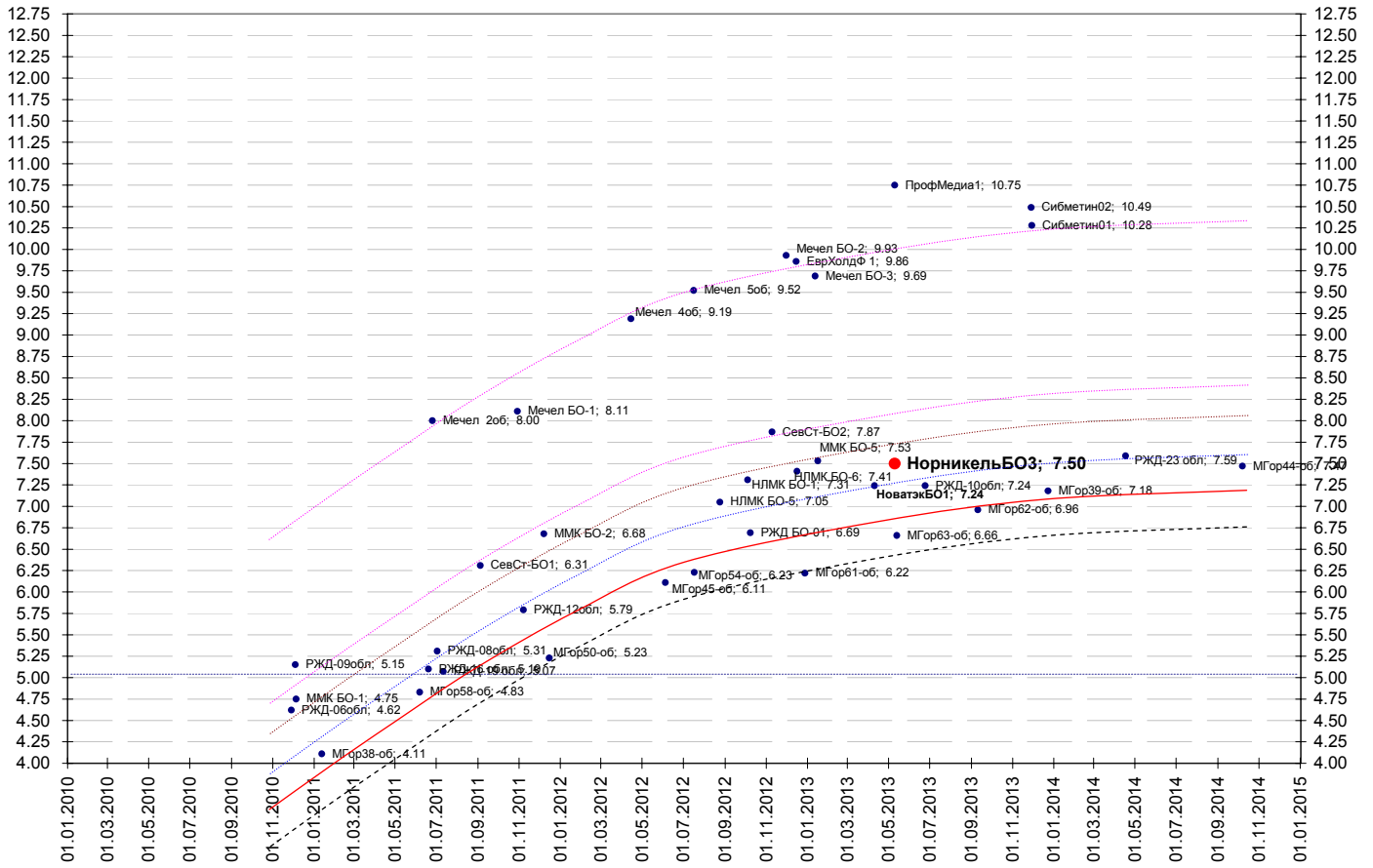
-Согласно материалам к размещению, ежегодные инвестиционные потребности компании оцениваются в районе \$2 млрд. По нашим оценкам, Норильский Никель вполне сможет финансировать эти затраты за счет операционного денежного потока (\$3.5 млрд. в 2009 г.), который оставался положительным даже в наиболее острые фазы кризиса.

Финансовые результаты ГМК Норильский Никель по МСФО, \$млн.

	2007	2008	2009	Изменение 2009 к 2008
Выручка	17 119	13 980	10 155	-27%
Операционная прибыль	7 431	(199)	3 776	-
ЕБИТДА	10 272	5 832	4 418	-24%
Чистая Прибыль	5 276	(555)	2 651	-
Активы	35 696	20 759	22 760	-9.6%
Денежные средства	4 008	1 995	3 632	+82%
Финансовый долг	8 076	6 494	5 364	-17%
долгосрочный	4 103	5 609	2 378	-57.6%
краткосрочный	3 973	885	2 986	+237%
Чистый долг	4 068	4 499	1 732	-61.5%
Собственные средства	19 503	10 731	13 675	+27%
Операционный денежный поток	7 340	3 401	3 542	+4%
Рентабельность по EBITDA	60%	41.7%	43.5%	
Рентабельность по чистой прибыли	30.8%	-	26.1%	
Финансовый долг/ EBITDA	0.79	1.1	1.2	
Чистый долг/EBITDA	0.4	0.77	0.39	
EBITDA/проценты	36.1	16	30	
Капитал/Активы	55%	51%	60%	

Карта рублевого рынка

Примечание: Красная кривая построена по фишкам, входящим в список РЕПО и А1, синяя – по фишкам, входящим в другие списки, черная – кривая ОФЗ



ОПЕРАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

РОССИЯ

ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ»
129010, Москва, Протопоповский пер., 19/10
Т: +7(495) 232 9966
Ф: +7(495) 956 4700
<http://www.open.ru>
e-mail: info@open.ru
Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР ОАО «БД «ОТКРЫТИЕ»
1. №177-06097-100000 на осуществление брокерской деятельности;
2. №177-06100-010000 на осуществление дилерской деятельности;
3. №177-06102-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами;
4. №177-06104-000100 на осуществление депозитарной деятельности;
5. Лицензия биржевого посредника № 1082, выданная 22.11.2007 и действительная до 22.11.2010

UNITED KINGDOM

OTKRITIE Securities Limited
30-34 Moorgate St., EC2R 6PL
London, United Kingdom
Tel.: +44 (0) 207 82 68200
Fax: +44 (0) 207 82 68201
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com
Authorised And Regulated By The Financial Services Authority
Member of The London Stock Exchange and APCIMS

CYPRUS

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited
104 Amathountos Str.,
SeasonsPlaza, P.C. 4532,
Limassol, Cyprus
Tel.: +357 (25) 431456
Fax: +357 (25) 431457
www.otkritiefinance.com.cy
e-mail: infomail@open.ru

GERMANY

OTKRITIE Securities Limited
Goethestrasse 10
60313 Frankfurt am Main, Germany
Tel.: +49 (0) 069 - 21 08 73 124
Fax : +49 (0) 069 - 21 08 73 126
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com

ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

АЛЕКСЕЙ СЕРГЕЕВ
Управляющий директор

МИХАИЛ АВТУХОВ
Управляющий директор

УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ВЛАДИМИР МАЛИНОВСКИЙ
Начальник управления
доб. 1628
malinovskiy@open.ru

ЕВГЕНИЙ ВОРОБЬЕВ
Заместитель начальника
управления,
российский рынок
доб. 1637
vorobiev@open.ru

ОЛЬГА НИКОЛАЕВА
Аналитик,
российский рынок
доб. 1577
nikolaeva-o@open.ru

ОЛЬГА ЛЯКИНА
Аналитик,
еврооблигации
доб. 1589
lyakina@open.ru

СТАНИСЛАВ СВИРИДОВ
Заместитель начальника
управления,
кредитный анализ
доб. 1816
credit_research@open.ru

МАКСИМ ГРЕЦОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

ОЛЕГ ТАРАСОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

МИХАИЛ ХАЗАН
Начальник управления
+7 (495) 234 44 09
khazan@open.ru

АНТОН КИХАЕВ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 234 05 96
kikhaev@open.ru

ДЕНИС ГОЛУБНИЧИЙ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 777 56 03
golden@open.ru

ДМИТРИЙ ДЕРГАЧЕВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 11
dergachev@open.ru

СУХРОБ БАБАДЖАНОВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 07
sukhrob@open.ru

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

АННА ВАСИЛЕВСКАЯ
Менеджер по продажам
+44 (0) 207 826 8234
anna.vasilevska@otkritie.com

ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ДМИТРИЙ БАРКОВ
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1548
barkov@open.ru

РОСТИСЛАВ КУЛАК
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1713
kulak@open.ru

РОБЕРТ СМАКАЕВ
Начальник управления
организации эмиссий
доб. 1109
smakaev@open.ru

ШАГЕН БАХШИЯН
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1590
shagen@open.ru

ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» © 2010

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.
ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Инвестбанк»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Инвестбанк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Инвестбанк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Инвестбанк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Инвестбанк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.