БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков *e.cherdakov@zenit.ru*
Кирилл Сычев *k.sychev@zenit.ru*

НорНикель (BBB-/Baa2/BB+): нейтральная финансовая отчетность по итогам 2013 г., евробонды компании в лидерах рынка по динамике спрэдов

Вчера НорНикель опубликовал отчет за 2013 г., который мы оцениваем, в целом, нейтрально. Напомним, что в 4К13 компания продолжила сокращать производство платиноидов, снизив выпуск платины на 15.5% кв/кв (до 147 тыс. oz), палладия – на 12.7% кв/кв (до 614 тыс. oz), тогда как производство меди (рост на 0.6% кв/кв – до 93 тыс. тонн) и никеля (рост на 1.5% кв/кв – до 73.5 тыс. тонн) сохранилось на уровне 3К13. В то же время, по итогам 2013 г. снижение производства никеля, как и было запланировано, составило 5% г/г (до 285.3 тыс. тонн) и было обусловлено, главным образом, недопоставками сырья на Кольскую ГМК (импорт и файнштейн) и рафинировочный завод NN Harjavalta, а также консервация австралийского производства. Кроме того, на снижение выпуска повлияло и ухудшение качества руды на африканских предприятиях НорНикеля. Объем производства меди вырос по итогам 2013 г. на 2% г/г, превысив ожидания менеджмента компании, и составил 371.1 тыс. тонн. Согласно отчету НорНикеля, снижение объемов производства г/г металлов платиновой группы в 2013 г., в том числе платины на 4.7% г/г (до 651 тыс. oz) и палладия на 2.6% г/г (до 2 661 тыс. oz) стало следствием накопления запасов на стадии незавершенного производства.

По итогам 2013 г. НорНикель отразил в отчетности сокращение выручки на 7.1% г/г (до 11 489 млн. долл.), при этом EBITDA сокращалась быстрее – на 14.9% г/г (до 4 198 млн. долл.) и это привело к дальнейшему снижению рентабельности по EBITDA до 36.5% (-3.3 пп г/г). Отметим, что снижение финансовых результатов компании в 2013 г. было обусловлено как сокращением выпуска металлов, так и, причем в большей степени, ценовым фактором. Средняя цена реализации никеля, на доходы от продажи которого в прошлом году пришлось 37.9% от общей выручки НорНикеля, в 2013 г. снизилась на 14.5% г/г, средняя продажная цена следующей по значимости меди (доля в выручке 23.7%) снизилась на 7.7% г/г. В прошлом году произошло и снижение цен на платиноиды: средняя цена на палладий (16.8%) была ниже на 12.8% г/г, на платину (8.3%) – на 4.4% г/г. Относительно рентабельности по EBITDA отметим, что ее снижение было обусловлено сокращением валовой маржи.

Свободный денежный поток НорНикеля по итогам 2013 г. вырос почти в 3 раза по сравнению с 2012 г. (до 2.1 млрд. долл.), что стало возможным благодаря росту чистого операционного денежного потока на 19.8% г/г (до 4.1 млрд. долл.) на фоне снижения капитальных расходов более чем на четверть (до 2 млрд. долл.) г/г. В относительном выражении CAPEX в 2013 г. также снизился – до 0.5x EBITDA против 0.6x в 2012 г. Свободный денежный поток НорНикеля был направлен на выплату дивидендов, которые составили в 2013 г., как и предполагалось, примерно 3 млрд. долл. Для этих же целей компания использовала часть привлеченного в течение прошлого года долга. Задолженность НорНикеля к концу 2013 г. выросла на 23.5% к началу года и достигла 6.2 млрд. долл., при этом показатель чистого долга вырос куда заметнее – на 71.7% к началу года (до 3.9 млрд. долл.), и это несмотря на то, что не весь объем чистого привлечения (за вычетом рефинансированного долга) был израсходован, и частично осел на счетах компании. Быстрый рост чистого долга был обусловлен не только увеличением валового долга, но и снижением рыночной стоимости ценных бумаг на балансе НорНикеля, учитываемых нами в составе ликвидных активов (их сумма к концу 4К13 снизилась на 15.3% по сравнению с началом года, составив 2.3 млрд. долл.). Отметим, что, несмотря на увеличение долга, а также сокращения EBITDA и ликвидных активов, что привело к

Ключевые финансовые показатели НорНикеля по МСФО за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%%
Выручка	11 489	12 366	-7.1%
EBITDA	4 198	4 932	-14.9%
Операционная прибыль	2 476	3 864	-35.9%
Чистая прибыль	765	2 143	-64.3%
Рентабельность по EBITDA	36.5%	39.9%	-3.3 пп
Операционная рентабельность	21.6%	31.2%	-9.7 пп
Чистая рентабельность	6.7%	17.3%	-10.7 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	4 375	5 028	-13.0%
Чистый операцион. ден. поток	4 115	3 434	19.8%
CAPEX	1 989	2 713	-26.7%
Свободный денежный поток	2 126	721	x2.9
млн. долл.	**2013**	**2012**	**%%**
Активы	18 781	20 974	-10.5%
в т.ч. ден. ср-ва, депоз., ликв. ц/б	2 320	2 760	-15.9%
Долг	6 205	5 023	23.5%
доля краткосрочного долга	16.6%	50.3%	-33.7 пп
Чистый долг	3 885	2 263	71.7%
Капитал	9 750	12 940	-24.7%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.6x	-
Долг/EBITDA	1.5x	1.0x	-
Чистый долг/EBITDA	0.9x	0.5x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

повышению долговой нагрузки к концу 4К13 до 0.9х в терминах чистый долг/EBITDA (против 0.5х на начало года), компания сохраняет еще достаточный запас прочности по наращиванию долга, прежде чем ее уровень начнет угрожать НорНикелю потерей BBB-рейтинга. С другой стороны, существенные дивидендные изъятия, которые вряд ли прекратятся в ближайшее время, безусловно, будут затруднять задачу менеджмента по сдерживанию темпов роста долга компании.

В течение 2013 г. НорНикель достаточно активно обращался к публичным долговым рынкам, разместив 3-хлетние биржевые облигации на сумму в 35 млрд. руб., а также 5-летние евробонды на 750 млн. долл. и 7-летние бумаги – на 1 млрд. долл. Кроме того, был привлечен синдицированный 5-летний кредит на 2.3 млрд. долл. Это позволило, в том числе, заметно улучшить структуру долга компании за счет снижения доли краткосрочных обязательств до 16.6% на конец 2013 г., тогда как на начало года короткий долг составлял более половины всех обязательств.

Евробонды НорНикеля в рамках распродаж, спровоцированных обострением украинского кризиса конце февраля - начале марта, потеряли порядка 6 фигур в цене, однако к текущему моменту обе бумаги уже отыграли большую часть потерь и торгуются по 99% от номинала, тогда как до начала распродаж бумаги торговались на уровне чуть выше номинала. Вместе с тем, с точки зрения динамики спрэдов, бумаги находились в лидерах рынка: с начала марта спрэд к UST расширился лишь на 10 бп, текущий спрэд GMKNRM'18 к UST сузился до 330 бп (против максимума в 480 бп с начал марта), а спрэд GMKNRM'20 – до 360 бп (против максимума в 460 бп). Биржевые выпуски НорНикеля отличаются куда меньшей ликвидностью и, в ходе коррекции, теряли около 3-х фигур в цене на малых объемах, но, в целом, следовали за евробондами. Бумаги начали падение с уровня в 100.5% от номинала и, к текущему моменту, восстановившись до уровня в 98-99% от номинала.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

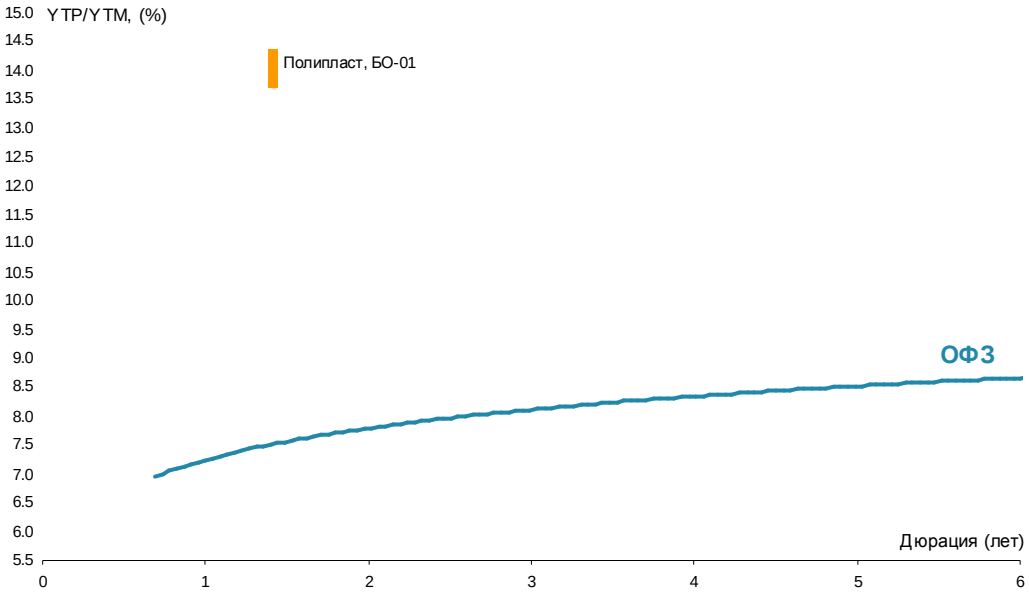
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	13.69-14.22	11.04.2014	15.04.2014	нет / 1.41 г	1.5 г. / 5 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ объем	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Фактическая YTP/YTM, % годовых	Дата размещения	Амортизация Дюрация
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ba3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
ТрансФин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
ТрансФин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Baa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет /1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Baa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB- / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: http://www.zenit.ru

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.
Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.
Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.
Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.