

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина n.tolstosheina@zenit.ru Дмитрий Чепрагин d.chepragin@zenit.ru

НорНикель (BBB-/Ba1/BBB-): сохранение крепкого кредитного профиля, несмотря на ухудшение отдельных финансовых метрик в 2015 году

Вчера крупнейший производитель цветных металлов раскрыл финансовые результаты за 2015 год. Опубликованный отчет свидетельствует о сохранении хороших финансовых метрик компании, несмотря на ухудшение отдельных показателей в 2015 году по сравнению с 2014 годом. В частности, в 2015 году выручка компании в долларовом выражении снизилась на 28% г/г до 8 542 млн долл., EBITDA – на 24.4% г/г до 4 296 млн долл. Свободный денежный поток уменьшился на 61.8% г/г, при этом долговая нагрузка на конец 2015 г. в терминах $net\ debt/EBITDA$ выросла до 1.0x против 0.6x на 01.01.2015 г.

Уменьшение выручки и EBITDA компании в 2015 году было обусловлено снижением цен на металлы, а также продажей зарубежных активов. В то же время, в 2015 году EBITDA margin компании увеличилась по сравнению с 2014 годом на 2.4 пп до 50.3%.

В 2015 году капитальные затраты НорНикеля увеличились на 27.4% г/г до 1 654 млрд долл. в связи с осуществлением реконфигурации действующих обогатительных и металлургических мощностей компании и ростом расходов на строительство новых активов (рудника «Скалистый» и «Быстринского ГОК»). Рост расходов на CAPEX и снижение чистого операционного денежного потока в 2015 году (на 41.5% г/г до 3 329 млн долл.) стали причинами сокращения свободного денежного потока на 61.8% г/г до 1 675 млн долл. В прошлом году компания выплатила дивиденды на сумму 2 859 млн долл., что превысило размер свободного денежного потока. В результате, на конец 2015 г. совокупный долг компании вырос к началу года на 30.6% до 8 266 млн долл., чистый долг – на 19.1% до 4 212 млн долл., долговая нагрузка в терминах $net\ debt/EBITDA$ – до 1.0x с 0.6x на 01.01.2015. Несмотря на расширение кредитного плеча, долговая нагрузка НорНикеля осталась комфортной, а остаток денежных средств на счетах на 31.12.2015 (4 054 млн долл.) – достаточным для одновременного погашения всего краткосрочного долга. Следует отметить, что поддержку кредитным метрикам компании в 2016 году окажет осуществление умеренной инвестиционной программы: согласно прогнозам компании, в 2016 году расходы на CAPEX составят 2 млрд долл. (соответствует менее 50% EBITDA за 2015 год).

По нашим оценкам, финансовые результаты компании являются нейтральными для рейтингов компании, уровень которых соответствует (от Moody's и Fitch) или превышает (от S&P) рейтинги России.

Евробонды НорНикеля, торгуясь с минимальной премией к выпускам Газпрома, на наш взгляд, вряд ли могут вызвать спекулятивный интерес у инвесторов.

Динамика финансовых результатов НорНикеля в 2014 и 2015 гг.

| млн долл. | 2015 | 2014 | %% |
|-------------------------------|-------|--------|--------|
| Выручка | 8 542 | 11 869 | -28.0% |
| EBITDA | 4 296 | 5 681 | -24.4% |
| Операционная прибыль | 3 506 | 4 746 | -26.1% |
| Чистая прибыль | 1 716 | 2 000 | -14.2% |
| Рентабельность по EBITDA | 50.3% | 47.9% | 2,4 пп |
| Операционная рентабельность | 41.0% | 40.0% | 1,1 пп |
| Чистая рентабельность | 20.1% | 16.9% | 3,2 пп |
| Операц. ден.поток до изм. ОК | 4 489 | 5 770 | -22.2% |
| Чистый операцион. ден. поток* | 3 329 | 5 688 | -41.5% |
| CAPEX | 1 654 | 1 298 | 27.4% |
| Свободный денежный поток | 1 675 | 4 390 | -61.8% |

| млн долл. | 2015 | 2014 | %% |
|----------------------------------|--------|--------|--------|
| Активы | 13 371 | 13 149 | 1.7% |
| <i>в т.ч. ликвидные активы</i> | 4 054 | 2 793 | 45.1% |
| Долг | 8 266 | 6 330 | 30.6% |
| <i>доля краткосрочного долга</i> | 13.6% | 10.3% | 3,3 пп |
| Чистый долг | 4 212 | 3 537 | 19.1% |
| Капитал | 2 261 | 4 793 | -52.8% |
| CAPEX/EBITDA | 0,4x | 0,2x | - |
| Долг/EBITDA LTM | 1,9x | 1,1x | - |
| Чистый долг/EBITDA LTM | 1,0x | 0,6x | - |
| Долг/Капитал | 3,7x | 1,3x | - |

* за вычетом процентных платежей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Сбербанк (-/Ba2/BBB-): позитивные результаты в отчетности за 4К2015 г.

Вчера ОАО «Сбербанк» предоставил консолидированные финансовые результаты по МСФО за 4К15 г., которые в целом мы оцениваем как позитивные. В структуре рабочих активов в 4К15г. рост продемонстрировал, как портфель ценных бумаг (+24.8% кв/кв), так и валовый кредитный портфель (+4.3% кв/кв). При этом увеличение кредитного портфеля было обусловлено, в большей степени, девальвационным эффектом национальной валюты, а именно переоценкой валютных активов, в меньшей – оживлением спроса на ипотечные кредиты. С точки зрения качественных характеристик портфеля, наблюдалось снижение доли «проблемных активов» по сравнению с предыдущим кварталом с 5.4% до 5.0%. При этом отметим, что заметный вклад в сокращение NPL внесло увеличение объема списания просроченной задолженности в 4К15 (порядка 65 млрд руб.). Несмотря на то, что Сбербанк продолжает придерживаться консервативного подхода в покрытии просрочки резервами, улучшение качества активов способствовало снижению давления на P&L банка со стороны резервных отчислений, которое вкупе с ростом эффективности рабочих активов (NIM – 4.9%; +0.2 п.п кв/кв) и комиссионных доходов (+16.7% кв/кв) позволило зафиксировать чистую прибыль на уровне 72.6 млрд руб. (+11.5% кв/кв). При этом стоит сказать, что итоговый результат банка мог быть и лучше, если бы не возросший объем операционных расходов. Cost-to-income ratio вырос относительно 3К15 с 39.6% до 45.8%. Полученной чистой прибыли оказалось недостаточно для докапитализации банка, в результате, Total capital ratio снизился до 12.6% (-0.3% кв/кв), а Tier 1 – 8.9% (-0.2% кв/кв). В пассивной части баланса изменения коснулись источников фондирования. Банк продолжил наращивать поступления средств клиентов (+8.3% кв/кв), при этом замещать ими задолженность перед другими банками (-17.2% кв/кв). На наш взгляд, причиной этому явились ожидания Сбербанка да и всей банковской системы в целом относительно замедления инфляции в 4К15 г., которые, несмотря на сохранение на месте ключевой ставки ЦБ, позволили снизить депозитных ставок для клиентов, тем самым поспособствовав улучшению маржинальности активов.

Выход отчетности прошел нейтрально для котировок еврообондов банка, движение в бумагах находится в рамках общерыночной тенденции.

Финансовые показатели ОАО «Сбербанк» по МСФО

| млрд. руб. | 4К15 | 3К15 |
|------------------------------------|----------------|----------------|
| Процентные доходы | 598.9 | 574.2 |
| Чист. % доходы | 297.2 | 263.4 |
| Чистый комиссионный дохо, | 95.6 | 81.9 |
| Чистая прибыль | 72.6 | 65.1 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 2333.6 | 2519.2 |
| Вложения в ценные бумаги | 2906.0 | 2329.1 |
| Валовый кредитный портфель | 19924.3 | 19092.9 |
| ВСЕГО АКТИВЫ | 27334.7 | 25934.4 |
| Капитал | 2375 | 2242.7 |
| Оптовое фондирование | 2424.4 | 2926.0 |
| Средства клиентов | 19798.3 | 18286.5 |
| Расчетные показатели | | |
| Достаточность капитала 1 у | 8.9% | 9.1% |
| Достаточность капитала | 12.6% | 12.9% |
| Чистая % маржа | 4.9% | 4.7% |
| Опт. Фондир. (Долг+МБК) / | 0.09 | 0.11 |
| Cost-to-income | 0.46 | 0.39 |
| NPL 90+/Кред. портфель | 5.0% | 5.4% |
| Резервы/Кредитный портфель | 6.0% | 6.0% |
| Резервы/NPL 90+ | 120.0% | 111.1% |
| ROaE | 12.6% | 11.8% |

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/ Дюрация | Оферта/ Погашение |
|------------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|----------------------|-------------------|
| ИКС 5 Финанс, БО-05 | BB- / Ba3 / BB | да | 5 000 | 11.20 | 11.03.2016 | 17.03.2016 | нет / 2.25 г | 2.5 г. / 7 лет |
| Диджитал Инвест, БО-03 | NR | нет | 10 000 | 14.22 | 10.03.2016 | 14.03.2016 | нет / 0.50 г | 0.6 г. / 5 лет |

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 УТР/УТМ, % годовых | Фактическая УТР/УТМ, % годовых | Дата размещения | Амортизация/ Дюрация |
|--|------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|----------------------|
| Тойота Банк, 01 | Aa3 / AA1 / A | да | 3 000 | 6.3 / 100% | 11.67-11.94 | 11.04 | 10.03.2016 | нет / 1.84 г |
| РГС Недвижимость, БО-П03 | NR | нет | 2 000 | н/д / 100% | н/д | 14.75 | 03.03.2016 | нет / 1 г |
| ВЭБ, ПБО-001P-01 | BB+ / Ba1 /BBB- | да | 19 575 | н/д / 100% | н/д | 11.6 | 29.02.2016 | нет / 6.03 г |
| Магнит, БО-001P-02 | BB+ / - / - | да | 10 000 | н/д / 100% | н/д | 11.51 | 29.02.2016 | нет / 1.84 г |
| ХК Металлоинвест, БО-07 | BB / Ba2 /BB | да | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 12.26 | 25.02.2016 | нет / 1 г |
| Русфинанс банк, БО-12 | BB+ / Ba2 /BBB- | да | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 11.99 | 25.02.2016 | нет / 1 г |
| Норильский Никель, БО-05 | BBB- / Ba1 /BBB- | да | 15 000 | н/д / 100% | н/д | 11.94 | 19.02.2016 | нет / 6.16 г |
| Первый контейнерный терминал, 02 | - / - / BB | да | 5 000 | н/д / 100% | 13.32-13.53 | 13.53 | 19.02.2016 | нет / 3.83 г |
| ТрансФин-М, БО-42 | B / - / - | да | 2 500 | н/д / 100% | н/д | 13.42 | 19.02.2016 | нет / 1 г |
| Абсолют Банк, БО-001P-02 | - / B1 / B+ | да | 1 500 | н/д / 100% | н/д | 11.29 | 17.02.2016 | нет / 2.32 г |
| Татфонбанк, БО-17 | B / B3 / - | да | 2 000 | н/д / 100% | 13.96-16.10 | 15.03 | 16.02.2016 | нет / 1 г |
| Вертолеты России, БО-02 | - / Ba3 / BB | да | 10 000 | н/д / 100% | н/д | 12.26 | 28.01.2016 | нет / 6.09 г |
| РГС Недвижимость, БО-П02 | NR | нет | 3 000 | н/д / 100% | н/д | 13.96 | 26.01.2016 | нет / 0.5 г |
| ЕАБР, 10 | BBB- / Baa1 / - | да | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 12.63 | 20.01.2016 | нет / 4.83 г |
| Открытие Холдинг, БО-01 (допвыпуск N1) | NR | нет | 10 000 | н/д / 100% | 12.58-13.40 | 13.40 | 12.01.2016 | нет / 0.13 г |
| РСХБ, 28 | - / Ba2 / BB+ | да | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 13.51 | 30.12.2015 | нет / 4.26 г |
| РСХБ, 27 | - / Ba2 / BB+ | да | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 13.51 | 29.12.2015 | нет / 4.26 г |
| ГТЛК, БО-07 | B+ / - / - | да | 4 000 | н/д / 100% | 15.31-15.76 | 15.59 | 29.12.2015 | нет / 1.76 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 | | bondsales@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 | | research@zenit.ru |
| | Акции | firesearch@zenit.ru |
| | Облигации | |
| Макроэкономика | Владимир Евстифеев | v.evstifeev@zenit.ru |
| Кредитный анализ | Наталья Толстошеина | n.tolstosheina@zenit.ru |
| Кредитный анализ | Дмитрий Чепрагин | d.chepragin@zenit.ru |
| Управление рынков долгового капитала | | ibcm@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Фарида Ахметова | f.akhmetova@zenit.ru |
| | Марина Никишова | m.nikishova@zenit.ru |
| | Алексей Басов | a.basov@zenit.ru |
| Департамент доверительного управления активами | | |
| Брокерское обслуживание | Тимур Мухаметшин | t.mukhametshin@zenit.ru |
| | Иван Рыжиков | i.ryzhikov@zenit.ru |
| Доверительное управление активами | Яков Петров | y.petrov@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.