

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Наталья Толстошеина
 n.tolstosheina@zenit.ru

 Дмитрий Чепрагин
 d.chepragin@zenit.ru

Металлоинвест (BB/Ba2/BB): умеренно позитивные финансовые результаты за 2П16

На прошлой неделе Металлоинвест объявил финансовые результаты за 2П16, которые мы оцениваем как умеренно позитивные. Во 2П16 выручка компании увеличилась на 19.1% г/г до 2.3 млрд долл., EBITDA – на 29.5% г/г до 725 млн долл., EBITDA margin – на 2.5 пп г/г до 31.1%. Долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM снизилась с 3.3x на 30.06.2016 до 2.5x на 31.12.2016, что соответствует ее уровню в начале 2016 г.

Улучшение финансовых результатов во 2П16 г/г стало следствием роста цен на ключевых рынках присутствия компании, а также увеличения объема реализации ГБЖ/ПВЖ на 10.5% г/г до 1.2 млн тонн, чугуна на 26.9% г/г до 1.2 млн тонн и стальной продукции на 4% г/г до 2.2 млн тонн. В целом по итогам 2016 г. выручка компании в связи с ослаблением курса рубля к доллару сократилась на 3% г/г до 4.3 млрд долл., EBITDA – на 12.2% г/г до 1.3 млрд долл.

Во 2П16 расходы компании на CAPEX в долларовом выражении сократились на 38.1% г/г до 135 млн долл., за весь 2016 г. – на 30.4% г/г до 290 млн долл. Уменьшение расходов на CAPEX и рост операционного денежного потока привели к существенному увеличению свободного денежного потока во 2П16 (в 2.8 раза г/г до 286 млн долл.). Кроме того, во 2П16 компания аккумулировала 342 млн долл. в результате реализации пакета АДР Норникеля.

На конец 2016 г. совокупный долг Металлоинвеста сократился с начала 2П16 на 1.2 млрд долл. до 4.2 млрд долл., чистый долг – на 420 млн долл. до 3.2 млрд долл. Сокращение долга на фоне роста EBITDA LTM привело к снижению долговой нагрузки с 3.3x на начало 2П16 до 2.5x на конец 2016 г., что соответствует уровню на 01.01.2016. Риски рефинансирования долга компании остались низкими. Так, по состоянию на 31.12.2016 остаток денежных средств на счетах компании составил 989 млн долл., что превышает объем выплат долга в 2017 г. (0.1 млрд долл.) и в 2018 г. (0.5 млрд долл.). Кроме того, на конец 2016 г. компании были доступны кредитные линии на сумму 0.3 млрд долл.

По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты за 2П16 и в целом за 2016 г. являются нейтральными для рейтингов компании от международных рейтинговых агентств.

Котировки единственного еврообонда METINR'20, на наш взгляд, находятся вблизи справедливого уровня. Премия к аналогичному по срокам погашения выпуску Норникеля составляет 40 бп., что выглядит оправдано, учитывая хотя бы рейтинговую разницу. На локальном рынке доходности коротких выпусков сосредоточены в диапазоне 9.6-9.7% годовых, что в целом соответствует уровню доходностей бумаг компаний рейтинговой группы «BB». На этом фоне в сочетании с ожиданиями снижения ключевой ставки ЦБ наиболее интересным предложением нам видится длинный выпуск Металлоинвест, БО-02, торгующийся с УТР – 9.41% годовых при дюрации 3.2 г.

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста за 2П16

млн долл.	2П16	2П15	%
Выручка	2 330	1 956	19.1%
ЕБИТДА	725	560	29.5%
Операционная прибыль	798	506	57.5%
Чистая прибыль	725	-299	5,3x
Рентабельность по ЕБИТДА	31.1%	28.6%	2,5 пп
рентабельность	34.2%	25.9%	8,3 пп
Чистая рентабельность	31.1%	-15.3%	
Операц. ден. поток до изм. в ОI	714	500	42.7%
Чистый операцион. денеж. потс	421	319	31.8%
CAPEX	135	218	-38.1%
Свободный денежный поток	286	101	2,8x

млн долл.	2016	2015	%
Активы	6 102	6 619	-7.8%
в т.ч. ден. средства и кратк. де	989	824	20.0%
Долг	4 150	4 387	-5.4%
доля краткосрочного долга	1.4%	16.1%	-14,7 пп
Чистый долг	3 161	3 564	-11.3%
Капитал	975	1 507	-35.3%
CAPEX/EBITDA	0,2x	0,3x	-
Долг/EBITDA LTM	3,3x	3,1x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,5x	2,5x	-
EBITDA/Процентные платежи	4,0x	5,1x	-
Долг/Капитал	4,3x	2,9x	-

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Толстошеина Наталия
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

РУСАЛ (-/ВаЗ/В+): нейтральные финансовые результаты за 4К16

В конце прошлой недели РУСАЛ опубликовал финансовые результаты за 4К16, которые мы оцениваем как нейтральные. В 4К16 выручка и EBITDA компании немного уменьшились по сравнению с 3К16. Долговая нагрузка РУСАЛа на 31.12.2016 снизилась по сравнению с уровнем на начало 4К16, однако осталась высокой.

В 4К16 выручка РУСАЛа снизилась на 1.6% кв/кв до 2 млрд долл., EBITDA – на 2.1% кв/кв до 412 млн долл., что было обусловлено сокращением объема реализации первичного алюминия и сплавов на 6% кв/кв до 922 тыс. тонн. Уменьшение объема продаж было частично компенсировано повышением средней цены реализации на 2.6% кв/кв до 1 799 долл./тонна. В 4К16 EBITDA margin практически не изменилась кв/кв и составила 20.3%. За весь 2016 г. выручка РУСАЛа сократилась на 8% г/г до 8.0 млрд долл., EBITDA – на 26.1% г/г до 1.5 млрд долл. вследствие снижения средней цены реализации на 13.4% г/г.

В 4К16 расходы компании на CAPEX уменьшились на 29.1% кв/кв до 151 млн долл. 4К16 РУСАЛ завершил с нулевым свободным денежным потоком (42 млн долл. в 3К16) и накопил 298 млн долл. в результате реализации 100% доли в глиноземном заводе Alpart на Ямайке. В то же время, в 4К16 расходы компании по дериватам составили 126 млн долл., кроме того, РУСАЛ выплатил акционерам дивиденды на 250 млн долл.

На 2016 г. совокупный долг РУСАЛа увеличился к началу 4К16 на 137 млн долл. до 9.0 млрд долл., чистый долг – на 118 млн долл. до 8.4 млрд долл. Долговая нагрузка компании на 31.12.2016 в терминах net debt/EBITDA LTM немного уменьшилась к уровню на 30.09.2016 (6.0x), однако осталась высокой, на уровне 5.7x.

В 1К17 компания направила на частичную выплату PXF-кредита со сроком погашения в 2017-2018 гг. полученные от Норникеля дивиденды на сумму около 310 млн долл. и средства от размещения дебютного выпуска еврооблигаций на 600 млн долл. В результате, улучшилась срочная структура кредитного портфеля РУСАЛа: объем долга с погашением в 2017 г. сократился с 1.3 млрд долл. (на 31.12.2016) до 0.7 млрд долл., в 2018 г. – с 1.6 млрд долл. до 1.2 млрд долл. Кроме того, на этой неделе РУСАЛ планирует завершить размещение первого транша номинированных в юанях облигаций (Panda bonds) на сумму 1 млрд юаней на срок 3 года. Общий объем зарегистрированных Panda bonds составляет 10 млрд юаней (около 1.5 млрд долл.). Размещение новых выпусков облигаций и наличие денежных средств на счетах на сумму 544 млн долл. на конец 2016 г. уменьшают риски рефинансирования долга РУСАЛа.

В целом, опубликованные финансовые результаты за 4К16 являются, по нашему мнению, нейтральными для кредитных рейтингов компании.

Уровень долговой нагрузки на текущий момент является ключевым фактором для движения в выпусках компании. Поэтому публикация новой отчетности, включающей данные о небольшом изменении уровня левериджа по сравнению с 3К16 г., на наш взгляд, не вызовет особой реакции в бумагах компании.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа за 4К16

млн долл.	4К16	3К16	%%
Выручка	2 027	2 060	-1.6%
EBITDA	412	421	-2.1%
Операционная прибыль	444	256	73.4%
Чистая прибыль/(убыток)	645	273	136.3%
Рентабельность по EBITDA	20.3%	20.4%	-0.1 пп
Операционная рентабельность	21.9%	12.4%	9.5 пп
Чистая рентабельность	31.8%	13.3%	18.6 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	404	422	-4.3%
Чистый операцион. ден. поток*	151	255	-40.8%
CAPEX	151	213	-29.1%
Свободный денежный поток	0	42	
млн долл.	2016	2015	%%
Активы	14 452	12 809	12.8%
в т.ч. денежные средства	544	508	7.1%
Долг	8 965	8 880	1.0%
доля краткосрочного долга	16.0%	15.3%	0.7 пп
Чистый долг	8 421	8 372	0.6%
Капитал	3 299	1 391	2,4x
CAPEX/EBITDA	0,4x	0,3x	-
Долг/EBITDA LTM	6,0x	4,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	5,7x	4,2x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3,3x	3,9x	-
Долг/Капитал	2,7x	6,4x	-

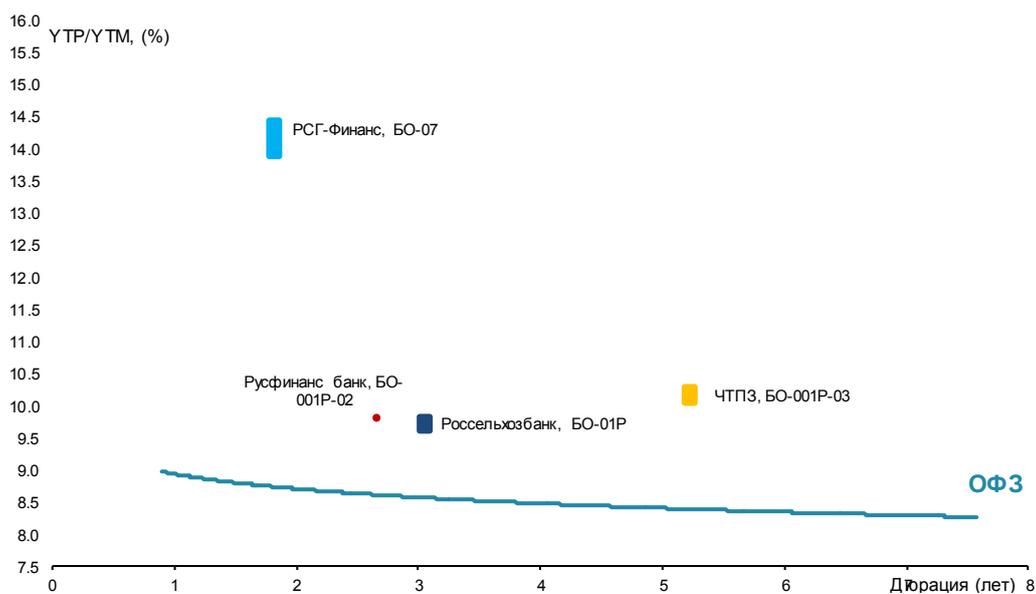
Источник: Данные Компании, расчеты
Банка ЗЕНИТ

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
ЧТПЗ, БО-001Р-03	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	10.06-10.27	н/д	н/д	нет / 5.23 г	нет / 7 лет
РСГ-Финанс, БО-07	В - / - / -	нет	3 000	13.96-14.38	05.04.2017	07.04.2017	нет / 1.81 г	2 г / 5 лет
Россельхозбанк, БО-01Р	- / Ва2 / ВВ+	да	10 000	9.67-9.78	20.03.2017	31.03.2017	нет / 3.05 г	нет / 3.5 г
Русфинанс банк, БО-001Р-02	ВВВ- / Ва2 / ВВ+	да	4 000	9.78	14.03.2017	21.03.2017	нет / 2.67 г	нет / 3 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ТрансФин-М, 001Р-02	В - / - / -	нет	5 000	1.7 / 100%	13.16-13.96	13.16	06.03.2017	нет / 1 г
ГК ПИК, БО-П01	В - / - / -	нет	13 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	03.03.2017	нет / 2.57 г
Банк ЗЕНИТ, 08 (вторичное)	- / Ва3 / ВВ	да	до 1 900	н/д / 100%	не более 11.03	11.03	28.02.2017	нет / 0.5 г
МОЭСК, БО-09	ВВ- / Ва2 / ВВ+	да	10 000	3 / 100%	9.41-9.62	9.36	27.02.2017	нет / 2.68 г
ГМС, БО-01	- / - / В+	да	3 000	3.7 / 100%	11.30-11.57	11.04	21.02.2017	нет / 2.62 г
Газпромбанк, БО-23	ВВ+ / Ва2 / ВВ+	да	5 000	н/д / 100%	9.62-9.83	9.57	20.02.2017	нет / 2.67 г
ЧТПЗ, БО-001Р-02	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	3.6 / 100%	10.20-10.46	10.09	16.02.2017	нет / 4.03 г
Соллерс-Финанс, 01	- / - / В+	да	2 500	н/д / 100%	н/д	12.82	14.02.2017	да / 2.13 г
Газпром Капитал, БО-05 и БО-06	ВВ+ / Ва1 / ВВВ-	да	30 000	3.2 / 100%	9.2-9.41	9.10	15.02.2017	нет / 5.06 г
МТС, 001Р-01	ВВ / - / ВВ-	да	10 000	5 / 100%	9.41-9.62	9.20	10.02.2017	нет / 4.13 г
ГТЛК, 001Р-03	ВВ- / Ва2 / ВВ-	да	10 000	2.5 / 100%	11.90-12.22	11.46	09.02.2017	нет / 5.29 г
Трансмашхолдинг, ПБО-01	- / - / ВВ-	да	10 000	4 / 100%	10.72-10.93	10.20	07.02.2017	нет / 2.64 г
Транснефть, БО-001Р-05	- / Ва1 / ВВ+	да	15 000	н/д / 100%	9.41-9.62	9.46	03.02.2017	нет / 5.29 г
Бинбанк, БО-07 (допвыпуск N1, 2, 3 и 5)	В - / - / -	нет	5 000	н/д / 100%	13.57-13.27	13.57	31.01.2017	нет / 1 г
Башнефть, 001Р-03R	- / Ва1 / ВВ+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.62	30.01.2017	нет / 5.27 г
Альфа-банк, БО-18	ВВ / Ва2 / ВВ+	да	5 000	н/д / 100%	9.73-9.94	9.67	23.01.2017	нет / 2.67 г
Внешэкономбанк, ПБО-001Р-05	ВВ+ / Ва1 / ВВВ-	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.00	12.01.2017	нет / 4.06 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	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.