

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

НорНикель (BBV-/Baa3/BBB-): неплохие операционные данные за 2014 г, бумаги компании оценены справедливо

В прошлую пятницу крупнейший производитель цветных металлов НорНикель опубликовал операционные результаты за 4К14 и весь 2014 г, которые выглядят, на наш взгляд, умеренно позитивно. В 4К14 компания увеличила производство никеля на 4.6% кв/кв (до 74.4 тыс. тонн), меди – на 6.2% кв/кв (до 94.7 тыс. тонн), тогда как объем выпуска палладия снизился на 16.8% кв/кв (до 640 тыс. оз), платины – на 19.6% кв/кв (до 148 тыс. оз). В то же время, динамика производства за прошлый год в целом была обратной. Объем производства никеля снизился на 3.9% г/г (до 274.2 тыс. тонн), меди – остался на уровне прошлого года (-0.8% г/г, до 368 тыс. тонн). В то же время, выпуск палладия вырос на 3.3% г/г (до 2 749 тыс. оз), платины – почти не изменился г/г (рост на 0.9% г/г, до 657 тыс. оз). Снижение производства никеля в прошлом году было обусловлено сокращением выпуска на мощностях в России (на 1.4% г/г) и Финляндии (на 3.7% г/г), тогда как снижение производства меди внутри страны было почти полностью компенсировано ростом производства на мощностях в Финляндии и Африке. В сегменте платиноидов рост выпуска палладия в 2014 г был обеспечен за счет увеличения производства на всех площадках, как в России (на 3.1% г/г), так и за рубежом (в Финляндии – на 82.1% г/г, в Африке – на 38.5% г/г). Сокращения производства платины на российской площадке (на 0.5% г/г) было компенсировано за счет увеличения выпуска в Финляндии (на 81.3% г/г). Снижение объемов выпуска никеля за отчетный период было обусловлено консервацией австралийских мощностей (Lake Johnston) и сокращением объемов выпуска на Кольской ГМК и Tati Nickel в Африке, тогда как сокращение производства меди было связано с уменьшением объемов переработки импортного толлингового сырья на Кольской ГМК, а также плановым ремонтом мощностей в 3К14. В то же время, увеличение объемов производства палладия и платины было обусловлено, в основном, выработкой накопившегося незавершенного производства в России и увеличением содержания платиноидов в перерабатываемом сырье.

Что касается динамики цен на цветные металлы, то по итогам прошлого года хороший восстановительный рост показали цена на никель (рост на 12.5% г/г) и палладий (рост на 10.6% г/г), тогда как цены на медь и платину продолжали падать, снизившись на 6.3% г/г и 6.8% г/г соответственно. С учетом производственных данных и динамики цен, мы полагаем, что по итогам 2014 г рост выручки НорНикеля может составить около 5% г/г, тогда как темпы роста EBITDA могут быть куда более значительными – показатель может вырасти в 1.5-2 раза г/г благодаря девальвации рублевых издержек компании.

Евробонды НорНикеля GMKNRM'18 и GMKNRM'20 в терминах динамики спрэдов с начала года двигались вместе с усредненными показателями рынка в целом, их спрэды к кривой UST расширились на 100-110 бп, достигнув уровня в 660-680 бп. Отметим, что бумаги НорНикеля торгуются с самым узким спрэдом среди всех российских компаний, а дисконт к близким по дюрации выпускам Газпрома (BBV-/Baa3/BBB-) составляет довольно внушительные 160-180 бп. Рублевые облигации, в то же время, торгуются с минимальной премией к кривой ОФЗ в диапазоне 50-150 бп, широкий диапазон обусловлен невысокой ликвидностью рублевых бумаг. На наш взгляд, бумаги НорНикеля оценены справедливо, учитывая сильные кредитные метрики компании, однако в большей степени обусловлены ожиданиями, что ей удастся сохранить инвестиционный рейтинг от S&P и остальных агентств, даже в случае дальнейших негативных действий в отношении суверенного рейтинга, чего нельзя сказать в отношении, например, Газпрома.

Динамика операционных результатов НорНикеля

Пр-во товарных металлов	2014	2013	%%
Никель, тыс. тонн	274.2	285.3	-3.9%
в том числе Россия	228.4	231.8	-1.4%
Финляндия	42.6	44.3	-3.7%
Австралия	-	2.8	-
Африка	3.2	1.7	93.8%
Медь, тыс. тонн	368.0	371.1	-0.8%
в том числе Россия	354.9	359.1	-1.2%
Финляндия	10.6	6.5	61.8%
Африка	2.5	1.4	76.4%
Палладий, тыс. оз	2 749	2 661	3.3%
в том числе Россия	2 660	2 580	3.1%
Финляндия	71	39	82.1%
Африка	18	13	38.5%
Платина, тыс. оз	657	651	0.9%
в том числе Россия	625	628	-0.5%
Финляндия	29	16	81.3%
Африка	3	2	50.0%

Пр-во товарных металлов	4К14	3К14	%%
Никель, тыс. тонн	74.4	71.1	4.6%
в том числе Россия	60.5	57.2	5.8%
Финляндия	12.7	13.3	-4.6%
Африка	0.9	0.7	26.9%
Медь, тыс. тонн	94.7	89.2	6.2%
в том числе Россия	89.4	86.2	3.6%
Финляндия	4.7	2.4	94.4%
Африка	0.6	0.5	14.3%
Палладий, тыс. оз	640	769	-16.8%
в том числе Россия	609	745	-18.3%
Финляндия	26	21	23.8%
Африка	5	3	56.3%
Платина, тыс. оз	148	184	-19.6%
в том числе Россия	136	177	-23.2%
Финляндия	11	6	83.3%
Африка	1.0	0.8	25.0%

 Источник: Данные Компании,
 расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

РУСАЛ (NR): нейтральный операционный отчет по итогам 2014 г, бумаги компании малоликвидны

В конце прошлой недели РУСАЛ опубликовала операционные результаты за 2014 г., которые мы оцениваем нейтрально. По итогам прошлого года компания отчиталась о снижении производства алюминия на 6.6% г/г (до 3 601 тыс. тонн), тогда как средняя цена реализации выросла на 3% г/г (до 2 219 тыс. долл./тонна). В прошлом году РУСАЛ, как и в 2013 г, продолжал планомерно сокращать выпуск алюминия за счет консервации неэффективных производств. В 2014 г завершился цикл сокращения выпуска металла и, насколько мы понимаем, РУСАЛ не намерен и далее снижать производство, предполагая сохранить достигнутый в прошлом году уровень выпуска и в 2015 г. С другой стороны, запуск остановленных заводов будет осуществлен лишь при достижении биржевых цен алюминия уровня в 2 400 – 2 500 долл./тонна, чего, в ближайшем будущем, мы, вероятно, не увидим.

Отметим, что 2П14 было весьма позитивным для компании: биржевые цены на алюминий оставались относительно стабильными, в то же время величина премии за физическую поставку металла достигали рекордных уровней (+42% г/г за 9М14, до 382 долл./тонна), что и обеспечило рост средней цены реализации по итогам 2014 г в целом. Рост цены позволит отчасти компенсировать сокращение объемов производства, как результат снижение выручки РУСАЛа по итогам 2014 г может составить в пределах 5% г/г, тогда как рост EBITDA может составить 70-80% г/г на фоне снижения уровня себестоимости производства алюминия и масштабной девальвации рубля, которая наблюдалась с осени прошлого года.

Оба рублевых выпуска РУСАЛа малоликвидны, более короткий РУСАЛ Братск 08 с офертой в середине апреля этого года индикативно торгуется со спрэдом 640-700 бп к кривой ОФЗ, более длинный РУСАЛ Братск 07 (дюрация около 1 г) – со спрэдом 740 бп к суверенной кривой. Бумаги РУСАЛа выглядят, на наш взгляд, малопривлекательно, среди металлургов можно найти бумаги с сопоставимым спрэдом при лучших кредитных метриках, а также наличии кредитного рейтинга, обеспечивающего возможность РЕПО с ЦБ.

Динамика операционных показателей РУСАЛа в 2014 г.

тыс. тонн	2014	2013	%г
Производство алюминия	3 601	3 857	-6.6%
Производство глинозема	7 253	7 310	-0.8%
Производство нефелинов. руд	4 396	4 662	-5.7%
Производство бокситов	12 108	11 876	2.0%

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
--------	---------------------	--	------------------------------------	-----------------------------------	-------------------	--------------------	-------------------------	----------------------

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 УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизации Дюрация
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1 г
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1 г
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.5 г
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1 г
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.18 г
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.76 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.25 г
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.41 г
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 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
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Наталья Толстошеина
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@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.