

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

СИБУР (-Ba1/BV+): нейтральные финансовые результаты за 1П16

На прошлой неделе СИБУР опубликовал операционные и финансовые результаты за 1П16, которые мы оцениваем как нейтральные. В 1П16 выручка СИБУРа выросла на 8.1% г/г до 196.1 млрд руб., EBITDA – на 1.2% г/г до 65.4 млрд руб. Несмотря на резкий рост расходов на реализацию инвестиционного проекта «ЗапСибНефтехим», долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 1П16 незначительно изменилась к началу года и составила 2.2x.

Основной причиной роста выручки СИБУРа за 1П16 г/г стали сильные результаты нефтехимического направления бизнеса, выручка которого выросла на 11.2% г/г до 96.6 млрд руб. В свою очередь, рост выручки данного направления в 1П16 был обеспечен увеличением объема продаж нефтехимической продукции на 3.8% г/г до 1.4 млн тонн и средних рублевых цен реализации в связи с девальвацией рубля. За аналогичный период выручка от реализации топливно-сырьевых продуктов незначительно изменилась к 1П15 и составила 88 млрд руб. (+0.6% г/г), поскольку положительный эффект от увеличения объема продаж большинства продуктов и роста средних цен на газ на 7.3% г/г был нивелирован снижением средних рублевых цен на СУГ, нефть и МТБЭ.

В 1П16 EBITDA топливно-сырьевого сегмента сократилась на 23.7% г/г до 29 млрд руб. В то же время, EBITDA нефтехимического направления бизнеса в 1П16 выросла на 36.8% г/г до 39.6 млрд руб., что способствовало увеличению EBITDA СИБУРа на 1.2% г/г до 65.4 млрд руб. В отчетном периоде EBITDA margin компании уменьшилась на 2.3 пп г/г до 33.3%.

В 1П16 инвестиции СИБУРа в проект «ЗапСибНефтехим» выросли в 5.7 раза до 73.5 млрд руб., общие расходы компании на CAPEX – в 2.6 раза до 84.9 млрд руб. Отчетный период компания завершила с отрицательным свободным денежным потоком в размере 37.3 млрд руб., в то время как в 1П15 его значение было положительным (18.8 млрд руб.). Для финансирования возникшего дефицита, погашения части долга и выплаты дивидендов на 7.1 млрд руб. СИБУР использовал накопленные денежные средства. В результате, на конец 1П16 сумма остатка денежных средств на счетах и краткосрочных депозитов сократилась к началу года на 59.7% до 69.4 млрд руб.

Погашение части долга, а также переоценка валютной составляющей кредитного портфеля на фоне укрепления рубля на конец 1П16 к началу 2016 г. (80% кредитного портфеля СИБУРа на 30.06.2016 номинировано в долларах и евро) способствовали сокращению совокупного долга компании на конец 1П16 к началу 2016 г. на 19.5% до 368 млрд руб. По состоянию на 30.06.2016 чистый долг СИБУРа увеличился к началу года на 4.8% до 298.6 млрд руб., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM – до 2.2x против 2.1x на начало 2016 г.

По данным компании, на 01.08.2016 подушка ликвидности СИБУРа в виде денежных средств и депозитов выросла к концу 1П16 на 15.6% до 80.2 млрд руб., чистый долг компании – на 2.3% до 305.6 млрд руб. По состоянию на 01.08.2016 компании были доступны гарантированные кредитные линии в размере 146.7 млрд руб., что, вместе с накопленной подушкой ликвидности, позволяет компании одновременно погасить около 59% совокупного долга.

По нашим оценкам, финансовые результаты СИБУРа за 1П16, свидетельствующие о незначительном изменении долговой нагрузки на конец 1П16 к началу года, сохранении высокой рентабельности бизнеса и низких рисках рефинансирования долга, являются нейтральными для рейтингов компании.

Динамика финансовых результатов СИБУРа за 1П16

млн руб.	1П16	1П15	%г
Выручка	196 124	181 397	8.1%
EBITDA	65 380	64 622	1.2%
Операционная прибыль	47 916	36 712	30.5%
Чистая прибыль	63 273	21 331	2.0x
Рентабельность по EBITDA	33.3%	35.6%	-2.3 пп
Операционная рентабельность	24.4%	20.2%	4.2 пп
Чистая рентабельность	32.3%	11.8%	20.5 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	65 012	63 219	2.8%
Чистый операцион. ден. поток*	47 555	50 967	-6.7%
CAPEX (включая НМА)	84 861	32 191	2.6x
Свободный денежный поток	-37 306	18 776	

млн руб.	1П16	2015	%г
Активы	844 675	846 805	-0.3%
в т.ч. денежные средства	69 377	172 083	-59.7%
Долг	367 984	457 149	-19.5%
доля краткосрочного долга	11.7%	10.4%	1.3 пп
Чистый долг	298 607	285 066	4.8%
Капитал	315 923	258 707	22.1%
CAPEX/EBITDA	1,3x	0,6x	-
(CAPEX+М&А)/EBITDA	1,4x	1,1x	-
Долг/EBITDA LTM	2,7x	3,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,2x	2,1x	-
Долг/Капитал	1,2x	1,8x	-

*-после уплаты процентных расходов

Источник: данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

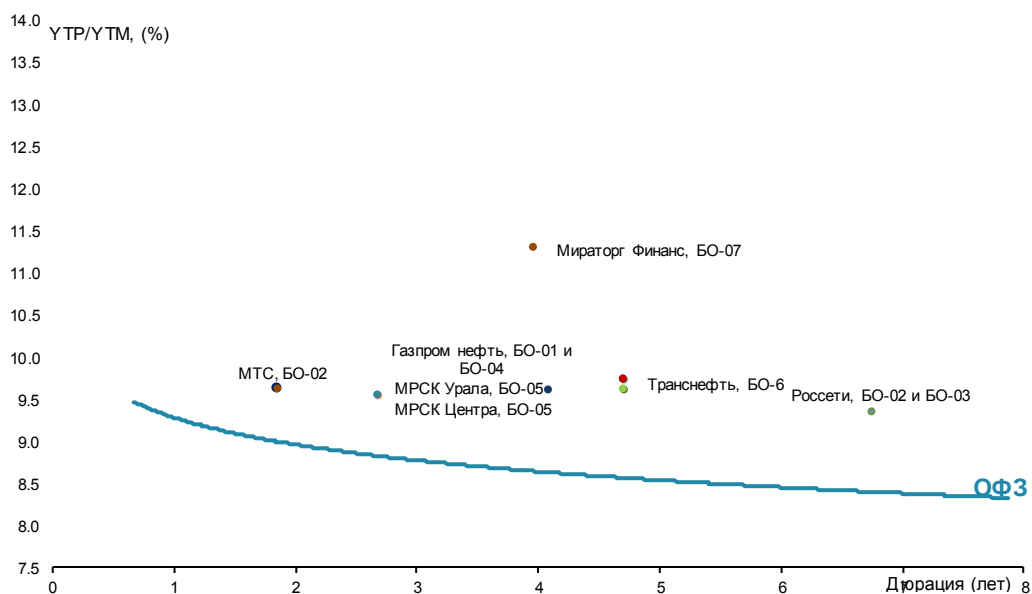
Единственный выпуск SIBUR'18, с одной стороны, предлагает одну из самых высоких доходностей на горизонте до 2 лет среди аналогов своей рейтинговой группы, с другой, премия к GAZPRU'18 в размере 40 бп., на наш взгляд, выглядит вполне справедливо и имеет ограниченный потенциал дальнейшего сужения. Доходности рублевых выпусков компании независимо от дюрации сосредоточены в районе 9.6% годовых. Лучшей альтернативой, по нашему мнению, может стать выпуск Газпром Нефть, БО-02 (YTM – 10.50%, D – 3.57 г.), предусматривающий 90 бп. премии к схожему по дюрации СибурХолдинг, 10 (YTM – 9.62%, D – 3.6 г.).

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
МРСК Урала, БО-05	BB- / - / -	да	5 000	9.54	24.08.2016	26.08.2016	нет / 2.68 г	3 г / 10 лет
МРСК Центра, БО-05	BB- / - / -	да	5 000	9.54	24.08.2016	26.08.2016	нет / 2.68 г	3 г / 10 лет
Газпром нефть, БО-01 и БО-04	BB+ / Va1 / BBB-	да	15 000	9.62	23.08.2016	30.08.2016	нет / 4.08 г	5 лет / 30 лет
Россети, БО-02 и БО-03	BB+ / Va2 / -	да	10 000	9.36	23.08.2016	30.08.2016	нет / 6.75 г	нет / 10 лет
Мираторг Финанс, БО-07	- / - / B+	да	5 000	11.30	26.08.2016	30.08.2016	нет / 3.97 г	нет / 5 лет
МТС, БО-02	BB+ / Va1 / BB+	да	15 000	9.62	25.08.2016	02.09.2016	нет / 1.86 г	2 г / 15 лет
Транснефть, БО-06	BB+ / Va1 / -	да	10 000	9.62-9.73	30.08.2016	06.09.2016	нет / 4.71 г	6 лет / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
РСГ-Финанс, БО-06	B- / - / -	нет	3 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	25.08.2016	нет / 1.39 г
Транскапиталбанк, С04	- / B1 / -	да	1 500	н/д / 100%	15.03-15.56	15.56	22.08.2016	нет / 3.96 г
Ресо-Лизинг, БО-02	BB- / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.26-12.47	12.36	22.08.2016	нет / 2.6 г
ЕАБР, 09 (вторичное)	BBB- / Va1 / -	да	4 860	1.6 / 100%	не менее 9.96	9.96	18.08.2016	нет / 1.21 г
Русфинанс Банк, БО-001Р-01	BBB- / Va2 / BB+	да	4 000	3 / 100%	10.41-10.62	10.25	12.08.2016	нет / 1.86 г
Альфа-Банк, БО-16	BB / Va2 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.15-10.36	9.99	11.08.2016	нет / 1.86 г
Транснефть, БО-001Р-03	BB+ / Va1 / -	да	10 000	2.5 / 100%	9.88-10.09	9.67	11.08.2016	нет / 5.26 г
Мостотрест, 08	- / Va3 / -	да	5 000	3.2 / 100%	11.83-12.10	11.46	10.08.2016	нет / 3.96 г
Совкомбанк, БО-07	B / - / B+	да	7 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.26	05.08.2016	нет / 1 г
ГК ПИК, БО-07	B / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	05.08.2016	нет / 2.58 г
СИБУР Холдинг, 11	- / Va1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	9.90-10.11	9.88	03.08.2016	нет / 2.67 г
МОЭСК, БО-6	BB- / Va2 / BB+	да	5 000	3 / 100%	10.04-10.25	9.88	28.07.2016	нет / 3.4 г
РГС Недвижимость, БО-П05	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.89	28.07.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001Р-04	BB+ / Va1 / BBB-	да	20 000	1.75 / 100%	10.78-11.04	10.41	26.07.2016	нет / 2.65 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.