

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

СИБУР (-/Ba1/BV+): умеренно позитивные финансовые результаты за 2016 г.

Вчера СИБУР опубликовал операционные и финансовые результаты за 2016 г., которые мы оцениваем как умеренно позитивные. В 2016 г. выручка СИБУРа выросла на 8.4% г/г до 411.8 млрд руб., EBITDA – на 5.3% г/г до 149.2 млрд руб. Кроме того, на конец 2016 г. долговая нагрузка компании немного уменьшилась к началу 2016 г. и составила 1.9x в терминах net debt/EBITDA LTM.

Основными причинами роста выручки и EBITDA СИБУРа в 2016 г. стали увеличение объема реализации сжиженного углеводородного газа на 10.3% г/г до 4.7 млн тонн, нефтехимической продукции на 8% г/г до 3.4 млн тонн и индексация цен на газ с 01.07.2015 на 7.5%. В 2016 г. EBITDA margin СИБУРа немного снизилась по сравнению с 2015 г., однако осталась на высоком уровне (36.2%, -1.1 пп г/г).

В 2016 г. инвестиции компании в проект «ЗапСибНефтехим» выросли в 2.8 раза г/г до 121.4 млрд руб., в результате общие расходы компании на CAPEX увеличились на 72.6% г/г до 145.7 млрд руб. Существенный рост затрат по основному проекту компании стал причиной аккумуляции отрицательного свободного денежного потока по итогам 2016 г. на сумму -29.9 млрд руб. (в 2015 г. свободный денежный поток был положительным, на уровне 19.8 млрд руб.). В прошлом году СИБУР направил 16.2 млрд руб. на дивидендные выплаты. Финансирование возникшего дефицита, а также погашение части долга компания осуществляла за счет использования денежных средств на счетах, остаток которых на конец 2016 г. сократился к началу 2016 г. на 64.8% до 60.6 млрд руб.

По состоянию на 31.12.2016 г. совокупный долг СИБУРа составил 341.8 млрд руб. (-25.2% к началу 2016 г.), чистый долг – 281.2 млрд руб. (-1.4%). Сокращение чистого долга компании стало следствием укрепления рубля и переоценки валютной составляющей кредитного портфеля на конец 2016 к началу 2016 г. Рост EBITDA и снижение чистого долга привели к уменьшению долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 2016 г. до 1.9x против 2.1x на начало 2016 г. (2.2x на 30.06.2016). По состоянию на 31.12.2016 компании были доступны гарантированные кредитные линии в размере 112 млрд руб., что, вместе с остатком денежных средств на счетах, является достаточным для единовременного погашения около 50% совокупного долга.

По нашим оценкам, финансовые результаты СИБУРа за 2016 г. являются нейтральными для рейтингов компании от международных рейтинговых агентств.

Единственный евробонд Sibur'18 по-прежнему сохраняет премию в размере 35 бп. к аналогичному по срокам погашения Gazprom'18, что, на наш взгляд, выглядит справедливо. На рублевом рынке наиболее ликвидный выпуск Сибур,10 (УТР- 9.3%/D – 3.25 г.) торгуется на уровне других эмитентов 1-ого эшелона и может представлять интерес только в контексте будущего смягчения ДКП ЦБ РФ.

Динамика финансовых результатов СИБУРа за 2016 г.

млн руб.	2016	2015	%г
Выручка	411 812	379 852	8.4%
EBITDA	149 157	141 663	5.3%
Операционная прибыль	103 131	90 682	13.7%
Чистая прибыль	113 089	6 505	17.4x
Рентабельность по EBITDA	36.2%	37.3%	-1.1 пп
Операционная рентабельность	25.0%	23.9%	1.2 пп
Чистая рентабельность	27.5%	1.7%	25.7 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	142 142	128 916	10.3%
Чистый операцион. ден. поток*	115 800	104 211	11.1%
CAPEX (включая НМА)	145 693	84 391	72.6%
Свободный денежный поток	-29 893	19 820	-
млн руб.	2016	2015	%г
Активы	886 225	846 805	4.7%
в т.ч. денежные средства	60 635	172 083	-64.8%
Долг	341 813	457 149	-25.2%
доля краткосрочного долга	6.5%	10.4%	-4.0 пп
Чистый долг	281 178	285 066	-1.4%
Капитал	356 738	258 707	37.9%
CAPEX/EBITDA	1.0x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	2.3x	3.4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.9x	2.1x	-
Долг/Капитал	1.0x	1.8x	-

*-после уплаты процентных расходов

Источник: данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Уралкалий (ВВ-/Ba2/ВВ-): падение цен на хлористый калий и выкуп акций привели к значительному росту долговой нагрузки по итогам 2016 г.

На этой неделе Уралкалий объявил финансовые результаты за 2016 г., которые отражают ухудшение финансового состояния компании по сравнению с 2015 г. В 2016 г. значительно уменьшились выручка, EBITDA и свободный денежный поток компании. Кроме того, долговая нагрузка Уралкалия в терминах net debt/EBITDA LTM достигла 4.7х против 2.8х на начало 2016 г.

В 2016 г. выручка Уралкалия сократилась на 27.1% г/г до 2.3 млрд долл., чистая выручка (скорректированная на расходы на фрахт, перевалку и железнодорожный тариф) – на 37.6% г/г до 1.7 млрд долл., EBITDA – на 38.2% г/г до 1.2 млрд долл. Основной причиной сокращения выручки и EBITDA является неблагоприятная ценовая конъюнктура на рынке хлористого калия: в 2016 г. средняя экспортная цена на калий снизилась на 30% г/г до 172 долл./тонна. Объем реализации хлористого калия в прошлом году незначительно изменился к 2015 г. и составил 11 млн тонн (-2% г/г). Рентабельность бизнеса компании в 2016 г. осталась высокой: EBITDA margin в прошлом году составила 71.7% (-0.7 пп г/г).

В 2016 г. расходы компании на CAPEX несущественно изменились по сравнению с 2015 г. и составили 323 млн долл. Однако, вследствие уменьшения чистого операционного денежного потока, свободный денежный поток Уралкалия в 2016 г. сократился на 52.1% г/г до 689 млн долл.

На конец 2016 г. совокупный долг Уралкалия вырос к началу 2016 г. на 7.9% до 7 млрд долл., чистый долг – на 2.6% до 5.5 млрд долл. Рост чистого долга был обусловлен реализацией программы buy-back, на которую в 2016 г. компания потратила 506.1 млн долл., а также предоставлением займов чистым объемом 184.9 млн долл. и выплатой 215.6 млн долл. по дериватам. Существенное снижение EBITDA в 2016 г. г/г и увеличение чистого долга привели к росту долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA LTM до 4.7х на конец 2016 г. с 2.8х на начало 2016 г. (3.7х на 30.06.2016). В то же время, риски рефинансирования долга компании остались умеренными. Так, остаток денежных средств на счетах на 31.12.2016 является достаточным для единовременного погашения около 81% краткосрочного долга. Кроме того, в марте 2016 г. Уралкалий заключил со Сбербанком соглашение об открытии кредитных линий совокупным объемом 3.9 млрд долл., которые будут доступны компании с конца 2017 г. и могут использоваться для рефинансирования выданных Сбербанком кредитов и на общекорпоративные цели.

По нашим оценкам, опубликованная финансовая отчетность, отражающая значительный рост долговой нагрузки компании по итогам 2016 г., является негативной для рейтингов Уралкалия. Так, в качестве негативных рейтинговых факторов агентство Moody's приводит превышение скорректированного левериджа уровня 3.5х, Fitch – скорректированного чистого левериджа уровня 4х, S&P – снижение показателя FFO/debt ниже 20% (на постоянной основе).

На фоне публикации негативных финансовых данных спред на уровне 15 бп между URKARM'18 и PHORRU'18 нам видится минимально необходимым.

Ключевые финансовые показатели Уралкалия по МСФО за 2016 г.

млн долл.	2016	2015	%
Чистая выручка	1 651	2 645	-37.6%
EBITDA	1 183	1 913	-38.2%
Операционная прибыль	989	1 725	-42.7%
Чистая прибыль	1 427	184	7,8х
Рентабельность по EBITDA	71.7%	72.3%	-0,7 пп
Операционная рентабельность	59.9%	65.2%	-5,3 пп
Чистая рентабельность	86.4%	6.9%	79,5 пп
Операц. ден. поток до изм. ОI	1 205	1 929	-37.5%
Чистый операцион. ден. пото	1 012	1 781	-43.2%
CAPEX	323	343	-5.7%
Свободный денежный поток	689	1 438	-52.1%
млн долл.	2016	2015	%
Активы	8 682	7 236	20.0%
в т.ч. ден. ср-ва	1 486	1 112	33.6%
Долг	7 003	6 489	7.9%
доля краткосрочного долга	26.1%	35.9%	-9,8 пп
Чистый долг	5 517	5 377	2.6%
Капитал	276	-613	
CAPEX/EBITDA	0,3х	0,2х	-
Долг/EBITDA	5,9х	3,4х	-
Чистый долг/EBITDA	4,7х	2,8х	-
EBITDA/Проценты к уплате	4,3х	6,9х	-
Долг/Капитал	25,4х	-10,6х	-

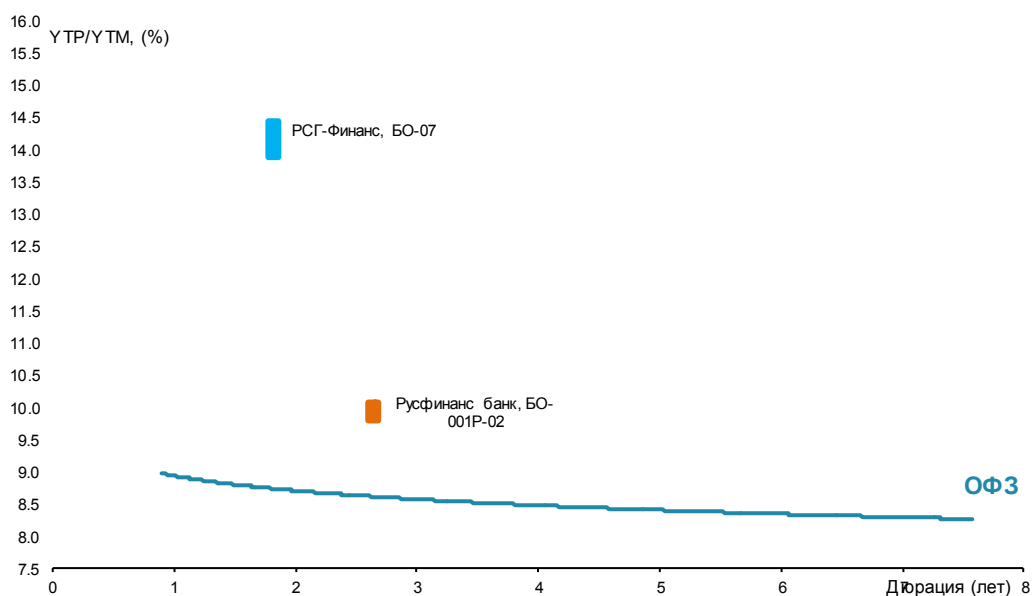
Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
РСГ-Финанс, БО-07	B- / - / -	нет	3 000	13.96-14.38	05.04.2017	07.04.2017	нет / 1.81 г	2 г / 5 лет
Русфинанс банк, БО-001Р-02	BBB- / Ba2 / BB+	да	4 000	9.83-10.04	14.03.2017	21.03.2017	нет / 2.66 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	B / - / -	нет	5 000	1.7 / 100%	13.16-13.96	13.16	06.03.2017	нет / 1 г
ГК ПИК, БО-П01	B / - / -	нет	13 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	03.03.2017	нет / 2.57 г
Банк ЗЕНИТ, 08 (вторичное)	- / Ba3 / BB	да	до 1 900	н/д / 100%	не более 11.03	11.03	28.02.2017	нет / 0.5 г
МОЗСК, БО-09	BB- / Ba2 / BB+	да	10 000	3 / 100%	9.41-9.62	9.36	27.02.2017	нет / 2.68 г
ГМС, БО-01	- / - / B+	да	3 000	3.7 / 100%	11.30-11.57	11.04	21.02.2017	нет / 2.62 г
Газпромбанк, БО-23	BB+ / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	9.62-9.83	9.57	20.02.2017	нет / 2.67 г
ЧТПЗ, БО-001Р-02	- / Ba3 / BB-	да	5 000	3.6 / 100%	10.20-10.46	10.09	16.02.2017	нет / 4.03 г
Соллерс-Финанс, 01	- / - / B+	да	2 500	н/д / 100%	н/д	12.82	14.02.2017	да / 2.13 г
Газпром Капитал, БО-05 и БО-06	BB+ / Ba1 / BBB-	да	30 000	3.2 / 100%	9.2-9.41	9.10	15.02.2017	нет / 5.06 г
МТС, 001Р-01	BB / - / BB-	да	10 000	5 / 100%	9.41-9.62	9.20	10.02.2017	нет / 4.13 г
ГТЛК, 001Р-03	BB- / Ba2 / BB-	да	10 000	2.5 / 100%	11.90-12.22	11.46	09.02.2017	нет / 5.29 г
Трансмашхолдинг, ПБО-01	- / - / BB-	да	10 000	4 / 100%	10.72-10.93	10.20	07.02.2017	нет / 2.64 г
Транснефть, БО-001Р-05	- / Ba1 / BB+	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)	B- / - / -	нет	5 000	н/д / 100%	13.57-13.27	13.57	31.01.2017	нет / 1 г
Башнефть, 001Р-03R	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.62	30.01.2017	нет / 5.27 г
Альфа-банк, БО-18	BB / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	9.73-9.94	9.67	23.01.2017	нет / 2.67 г
Внешэкономбанк, ПБО-001Р-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.00	12.01.2017	нет / 4.06 г
Роснефть, 001Р-03	BB+ / Ba1 / -	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.73	29.12.2016	нет / 6.66 г
ЧТПЗ, БО-001Р-01	- / Ba3 / BB-	да	5 000	3 / 100%	11.04-11.30	11.04	29.12.2016	нет / 3.35 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	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
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.