

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

ПИК (S&P: В/ Негативный): рост долговой нагрузки по итогам 2016 г. в результате приобретения Группы Мортон

Вчера Группа ПИК опубликовала отчетность за 2016 г., которая отражает существенный рост долговой нагрузки по итогам 2016 г.: отношение net debt/EBITDA LTM выросло на конец 2016 г. до 3.6x.

В 2016 г. выручка Группы ПИК по МСФО увеличилась на 17.5% г/г до 60.1 млрд руб. в результате роста признанной выручки от продажи недвижимости на 25.8% г/г до 54 млрд руб. В то же время, негативный эффект на динамику консолидированной выручки за 2016 г. оказало снижение выручки от оказания строительных услуг на 62.4% г/г до 1.5 млрд руб. В 2016 г. EBITDA Группы ПИК уменьшилась на 16.5% г/г до 11.4 млрд руб., EBITDA margin – на 7.8 пп г/г до 19%, что стало следствием более существенного по сравнению с темпами роста выручки увеличения себестоимости продаж (на 24% г/г), коммерческих (на 82.4% г/г) и административных расходов (на 32.2% г/г).

В декабре 2016 г. Группа ПИК приобрела девелоперскую Группу Мортон за 11.7 млрд руб. Кроме того, в 2016 г. Группа ПИК купила ряд других компаний. В прошлом году объем заключенных Группой ПИК договоров купли-продажи недвижимости вырос на 52% г/г до 950 тыс. кв. м., поступления от продажи недвижимости – на 58.9% г/г до 87.4 млрд руб. В результате осуществления сделок M&A и увеличения продаж недвижимости сумма полученных от покупателей и заказчиков авансов на конец 2016 г. выросла к началу 2016 г. в 3.8 раза до 164.8 млрд руб.

В 2016 г. чистый операционный денежный поток вырос в 2 раза г/г до 18.8 млрд руб. вследствие значительного роста краткосрочной торговой и прочей кредиторской задолженности. Расходы на CAPEX в прошлом году остались весьма умеренными относительно денежных потоков Группы ПИК и составили 948 млн руб., что позволило Группе ПИК аккумулировать существенный свободный денежный поток в размере 17.8 млрд руб.

В 2016 г. Группа ПИК направила на покупку дочерних компаний 15.8 млрд руб. и предоставила финансирование дочерним компаниям до их приобретения в размере 23.9 млрд руб. Финансирование инвестиционной деятельности Группа ПИК осуществляла в основном за счет средств от размещения облигаций, в результате на конец 2016 г. совокупный долг вырос до 65.5 млрд руб. с 13.2 млрд руб. на начало 2016 г., чистый долг – до 40.7 млрд руб. (на начало 2016 г. чистый долг был отрицательным). Долговая нагрузка Группы ПИК в терминах net debt/EBITDA LTM выросла до 3.6x на 31.12.2016. Несмотря на рост долговой нагрузки, риски рефинансирования долга остались умеренными: на конец 2016 г. остаток денежных средств на счетах составил 24.8 млрд руб., что было достаточно для единовременного погашения всего краткосрочного долга на сумму 10.4 млрд руб. при необходимости.

В марте 2017 г. в рамках новой стратегии делистинга GDR с Лондонской фондовой биржи Группа ПИК выкупила 49.99 млн GDR (около 63% выпущенных GDR) на сумму 255 млн долл. Осуществление программы делистинга, вероятно, будет оказывать давление на показатели долговой нагрузки Группы ПИК в 2017 г.

Ключевые финансовые показатели Группы ПИК по МСФО за 2016 г.

млн руб.	2016	2015	%
Выручка	60 090	51 132	17.5%
Валовая прибыль	18 549	17 637	5.2%
EBITDA	11 445	13 709	-16.5%
Чистая прибыль	20 465	11 449	78.7%
Рентабельность по EBITDA	19.0%	26.8%	-7.8 пп
Валовая рентабельность	30.9%	34.5%	-3.6 пп
Чистая рентабельность	34.1%	22.4%	11.7 пп
Операц. ден. поток до изм. ОI	12 075	13 540	-10.8%
Чистый операцион. ден. пото	18 767	9 196	2,0x
CAPEX	948	467	2,0x
Свободный денежный поток	17 819	8 729	2,0x

млн руб.	2016	2015	%
Активы	357 484	106 705	3,4x
в т.ч. денежные средства	24 812	17 022	45.8%
Долг	65 531	13 164	5,0x
доля краткосрочного долга	15.9%	2.1%	13,8 пп
Чистый долг	40 719	-3 858	
Капитал	55 299	32 747	68.9%
CAPEX/EBITDA	0,1x	0,0x	-
Долг/EBITDA LTM	5,7x	1,0x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	3,6x	отр.	-
EBITDA/Процентные платежи	8,3x	3,9x	-
Долг/Капитал	1,2x	0,4x	-

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

В декабре 2016 г., после завершения сделки по приобретению 100% акций Группы Мортон, рейтинговое агентство S&P подтвердило долгосрочный рейтинг Группы ПИК на уровне «В» и присвоило негативный прогноз по рейтингу. Учитывая данный факт, а также соответствие долга объединенной компании на конец 2016 г. ожиданиям агентства, мы полагаем, что опубликованная отчетность является нейтральной для рейтингов Группы ПИК от S&P.

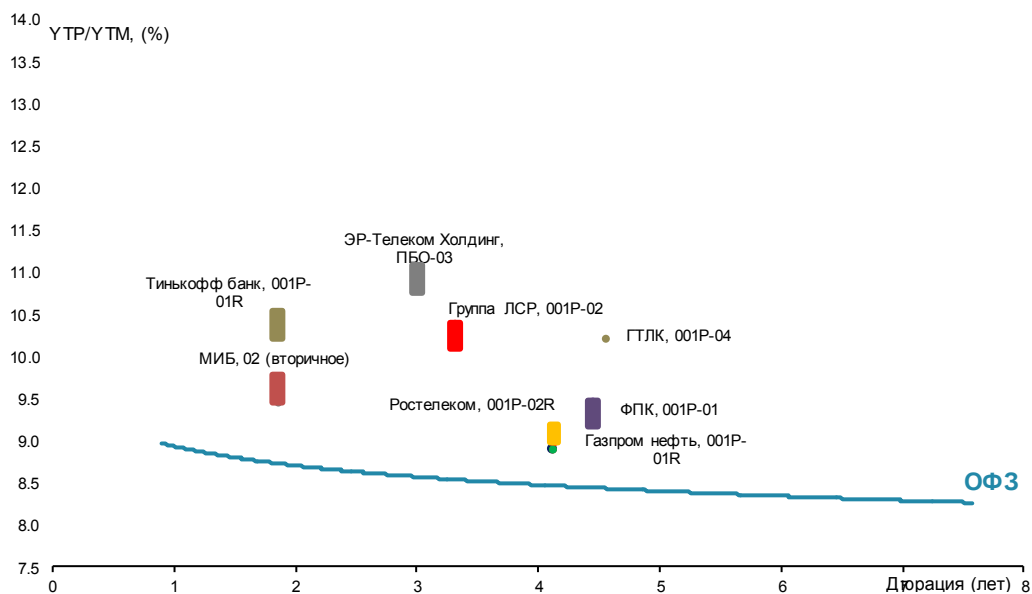
Среди облигаций компании наибольшая ликвидность сосредоточена в выпусках с дюрацией 1.2 г., а также в более длинных – с дюрацией 2.45 г. Текущие уровни доходности, с одной стороны, предусматривают существенную премию (порядка 150-170 бп.) к бумагам компаний ЛСР и ЛенспецСМУ, с другой, менее значительный дисконт (около 50 бп.) к аналогичному по сроку погашения выпуску ГК Пионер. На наш взгляд, данные спреды выглядят адекватно, а их обоснование кроется в области рейтинговых различий и кредитном качестве компаний. Несмотря на это, мы считаем, что покупка бумаг может быть интересна в рамках реализации высокодоходной стратегии.

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
ЭР-Телеком Холдинг, ПБО-03	V+ / B2 / -	да	5 000	10.78-11.04	26.04.2017	04.05.2017	нет / 3 г	нет / 3.5 г
Тинькофф банк, 001P-01R	- / B1 / BB-	да	5 000	10.25-10.51	21.04.2017	28.04.2017	нет / 1.85 г	2 г / 5 лет
МИБ, 02 (вторичное)	BBB / Aaa1 / BBB	да	2 998	9.46-9.73	26.04.2017	27.04.2017	нет / 1.86 г	2 г / 8 лет
Группа ЛСР, 001P-02	- / B1 / B	да	5 000	10.11-10.38	24.04.2017	26.04.2017	да / 3.32 г	нет / 5 лет
ФПК, 001P-01	BB+ / - / BB+	да	5 000	9.20-9.46	20.04.2017	н/д	да / 4.45 г	5.5 лет / 10 лет
Ростелеком, 001P-02R	BB+ / - / BBB-	да	10 000	8.99-9.15	18.04.2017	26.04.2017	нет / 4.13 г	5 лет / 10 лет
Домашние деньги, БО-001P-01	NR	нет	3 000	19.25-19.82	17.04.2017	25.04.2017	нет / 1 г	1 г / 5 лет
ГТЛК, 001P-04	BB- / Aa2 / BB-	да	10 000	10.22	17.04.2017	25.04.2017	нет / 4.56 г	6 лет / 15 лет
ТМК, БО-06	V+ / B1 / -	да	5 000	10.41-10.67	20.04.2017	25.04.2017	нет / 2.65 г	3 г / 10 лет

Источники: 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
Газпромбанк, БО-16	BB+ / Aa2 / BB+	да	10 000	9.36	9.73-9.94	9.36	18.04.2017	нет / 3.07 г
Бинбанка, БО-П01	B / - / -	нет	3 000	н/д / 100%	12.68-12.96	12.85	14.04.2017	нет / 1 г
РН банк, БО-001P-01	- / - / BB+	да	5 000	2.6 / 100%	9.73-9.94	9.67	14.04.2017	нет / 2.67 г
ГК Пионер, 001P-02	B / - / -	нет	2 000	2 / 100%	13.96-14.22	13.96	13.04.2017	нет / 1.42 г
Газпром нефть, 001P-01R	BB+ / Aa1 / BBB-	да	15 000	2 / 100%	8.99-9.10	8.89	12.04.2017	нет / 4.13 г
ВСК, 001P-01	- / - / BB-	да	4 000	3 / 100%	12.10-12.63	11.36	11.04.2017	нет / 1.42 г
РСГ-Финанс, БО-07	B / - / -	нет	3 000	1.4 / 100%	13.96-14.38	13.96	07.04.2017	нет / 1.81 г
Детский мир, БО-04	V+ / - / -	да	3 000	4 / 100%	10.09-10.36	9.73	07.04.2017	нет / 2.67 г
РЖД, 001P-01R	BB+ / Aa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	9.09-9.30	8.89	07.04.2017	нет / 4.89 г
АФК Система, 001P-06	BB / Aa3 / BB-	да	15 000	1.7 / 100%	9.20-9.36	9.1	07.04.2017	нет / 4.13 г
Почта России, БО-04	- / - / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.36-9.57	9.1	03.04.2017	нет / 3.44 г
Россельхозбанк, БО-01P	- / Aa2 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	9.67-9.78	9.73	31.03.2017	нет / 3.05 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.