

ГМК Норникель является одной из крупнейших в мире компаний по производству драгоценных и цветных металлов. Занимает первое место в мире по добыче никеля и палладия. Кредитный рейтинг находится на уровне BBB- от S&P и Fitch и Ba1 от Moody`s.

Вслед за понижением Moody`s кредитного рейтинга России были пересмотрены и рейтинги корпоративных эмитентов. Однако, долговая нагрузка и рентабельность многих отечественных эмитентов не соответствует заявленному рейтингу, тем самым, их еврооблигации торгуются со значительной премией по доходности к конкурентам.

Так, согласно отчетности за 2016 год долговая нагрузка Норникеля осталась на низком уровне, что отражено в низком соотношении (чистого) долга к EBITDA. В ближайшем будущем долговая нагрузка, как ожидается, останется вблизи текущих значений, а именно показатель чистый долг/EBITDA будет находиться в диапазоне 1,5х.

Особенностью деятельности ГМК Норникель

является ее высокая рентабельность. EBITDA маржа более чем вдвое превосходит средние значения по горнодобывающей отрасли, валовая и операционная маржа также на десятки процентных пунктов превосходит средние значения конкурентов с рейтингом А. Начиная с 2018 года рентабельность EBITDA превысит 50% - максимальные с 2011 года отметки.

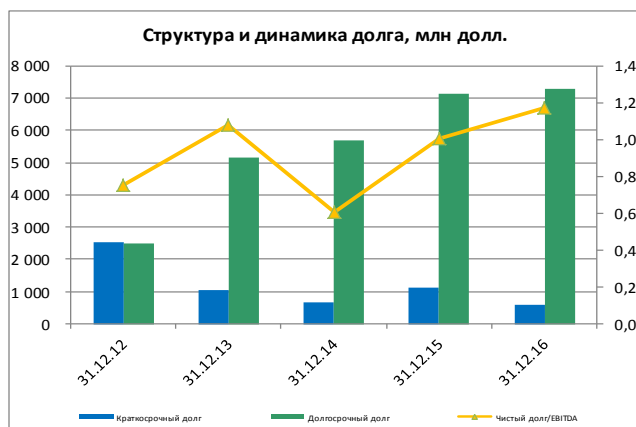
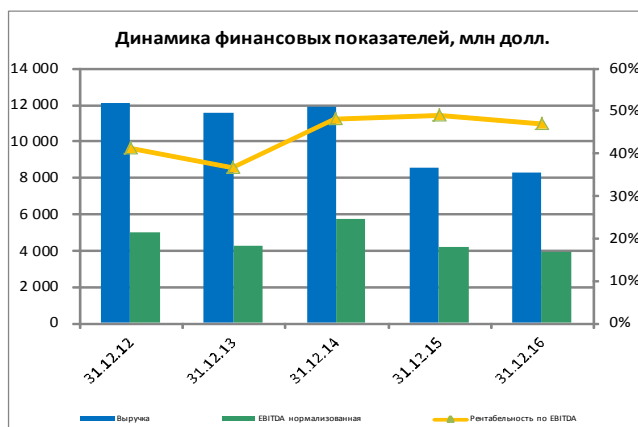
В течение последних 10 лет эмитент уверенно генерировал свободный денежный поток, доходность которого в отдельные годы доходила до 38%. По итогам ближайших 4 лет за счет свободного денежного потока возможно будет полностью покрыть чистый долг.

Сравнив ГМК Норникель с компаниями горнодобывающего сектора по 3 ожидаемым на конец 2017 года показателям чистый долг/EBITDA, доходность EBITDA и свободного денежного потока, считаем, что справедливый рейтинг эмитента находится выше текущего значения – на уровне А. Из обращающихся на рынке еврооблигаций Норникеля наиболее привлекательным представляется недавно размещенный 6-летний выпуск GMKNRM 4.1 04/11/23, доходность которого составляет 4,1%. К кривой горнодобывающего сектора с рейтингом BBB выпуск торгуется с премией в 1 п.п., а к кривой с рейтингом А – в размере 1,4 п. п. В этой связи рекомендуется включить данный выпуск в портфель с целью роста его котировок в течение года на 5%.

Название	MMC Norilsk Nickel OJSC via MV
Сектор	Materials
Индустрия	Mining
Погашение/пут опцион	11.04.2023
Колл-опцион	
Доходность	4,1
Композитный рейтинг выпуска	BBB-
Дюрация	5,1
Купон	4,10
Размер выпуска	1MMM USD
ISIN	XS1589324075
Страна	RUSSIA

Основные финансовые показатели

USD, млн	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16
<b>Выручка</b>	12 065	11 499	11 869	8 542	8 259
<b>ЕБИТДА нормализованная</b>	4 969	4 227	5 709	4 176	3 882
<b>Чистая прибыль</b>	2 170	774	2 003	1 734	2 536
<b>Активы</b>	20 974	18 781	13 149	13 371	16 457
<b>Капитал</b>	12 940	9 750	4 793	2 261	3 896
<b>Денежные средства и эквиваленты</b>	1 292	1 647	2 880	4 055	3 309
<b>Долг</b>	5 023	6 205	6 330	8 266	7 852
<b>Краткосрочный долг</b>	2 526	1 032	652	1 124	578
<b>Чистый долг</b>	3 731	4 558	3 450	4 211	4 543
<b>Операционный денежный поток</b>	3 435	4 179	5 779	3 435	2 975
<b>Капзатраты</b>	-2 692	-1 970	-1 277	-1 626	-1 648
<b>Свободный денежный поток</b>	743	2 209	4 502	1 809	1 327
<b>Рентабельность по ЕБИТДА</b>	41%	37%	48%	49%	47%
<b>Чистая рентабельность</b>	18%	7%	17%	20%	31%
<b>Долг/ЕБИТДА</b>	1,0	1,5	1,1	2,0	2,0
<b>Чистый долг/ЕБИТДА</b>	0,8	1,1	0,6	1,0	1,2
<b>ЕБИТДА/процентные расходы</b>	21,0	13,6	42,3	14,9	9,6
<b>Капитал/Активы</b>	62%	52%	36%	17%	24%
<b>% краткосрочного долга</b>	12%	5%	5%	8%	4%
<b>Коэффициент текущей ликвидности</b>	1,7	2,4	2,6	2,0	1,5
<b>ОДП/Капзатраты</b>	1,3	2,1	4,5	2,1	1,8



**Сравнение ГК Норникель с рейтингами корпоративных эмитентов**

Median Fundamentals						Company
Leverage & Coverage	AAA/AA	A	BBB	BB	B	GMKN RX
Total Debt / EBITDA		1,7	2,3	3,1	4,1	2,0
Net Debt / EBITDA		1,1	1,7	2,4	3,2	1,2
Total Debt to Total Capital		33%	39%	51%	53%	67%
Total Debt to Total Equity		49%	64%	93%	92%	202%
T12M EBITDA / Interest		20,1	9,9	6,2	3,8	9,6
Profitability	AAA/AA	A	BBB	BB	B	GMKN RX
Sales 5Yr Avg. Growth		-0,5%	1,3%	1,5%	1,2%	-5,7%
T12M Gross Margin		31,5%	25,9%	23,6%	19,4%	49,6%
T12M Operating Margin		16,6%	11,5%	12,2%	7,9%	40,3%
T12M EBITDA Margin		23,7%	18,6%	18,2%	16,0%	47,0%
Return on Equity		12,8%	13,1%	12,3%	2,1%	88,9%
Liquidity & Cash Flow	AAA/AA	A	BBB	BB	B	GMKN RX
T12M FCF Margin		9,7%	6,7%	6,4%	2,1%	16,1%
Free Cash Flow to Total Debt		21%	15%	13%	4%	17%
Current Ratio		1,7	1,8	1,8	1,9	1,5
Cash Ratio		0,6	0,3	0,4	0,4	0,8
Cash Conversion Cycle		78,9	75,4	68,6	74,2	126,4
Efficiency & Other	AAA/AA	A	BBB	BB	B	GMKN RX
Working Capital to Sales		0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Asset Turnover		0,5	0,7	0,7	0,8	0,6
Capital Expenditure to Sales		7,1	4,9	5,0	4,8	20,0
Altman's Z-Score		3,4	2,9	2,5	1,4	3,2
Health Grade		7,0	6,0	5,0	3,0	7,0

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

**ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»**

<http://www.russ-invest.com>