

НОРНИКЕЛЬ: КАЧЕСТВЕННЫЙ И ДОХОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ДОЛГ

ПАО «ГМК «Норильский никель» (Норникель) анонсировал на 20 марта сбор заявок на локальные облигации серии БО-001P-08-USD, номинированные в долларах, с расчетами в рублях, объемом не менее 200 млн долл. Срок обращения выпуска – 5 лет, предусмотрена оферта через 1 год. Ориентир по ставке купона – не выше 9,00% (УТМ 9,38%).

Бизнес-профиль Норникеля мы считаем одним из сильнейших среди российских эмитентов благодаря лидирующим позициям на мировом рынке цветных металлов. Вертикальная интеграция производства в совокупности с качественной ресурсной базой и широкой географией продаж позволяет поддерживать высокий уровень рентабельности по EBITDA (41%).

Мы ожидаем, что долговая нагрузка опустится ниже 1,5х в среднесрочной перспективе. Риски ликвидности мы считаем низкими благодаря существенному запасу денежных средств, генерации положительного СДП, а также хорошему доступу к рынкам капитала и банковскому кредитованию.

Квализвалютные облигации – доходный хедж от ослабления рубля

Мы уже писали, что в текущих условиях для локальных инвесторов (квази)валютные инструменты являются самым доходным и инфраструктурно безопасным инструментом защиты от потенциального ослабления рубля. Привлекательность **всего класса за последнее время заметно выросла на фоне** недавнего существенного укрепления рубля (в диапазон 86–90/долл.). Напомним, что мы оцениваем данный тренд как временный и ожидаем, что на горизонте обращения выпуска рубль может достичь диапазона 105–106/долл. (см. *«Внешний сектор: февральское изобилие»*).

Доступные инвесторам **альтернативы в иностранной валюте менее доходны:**

- Выбор годовых депозитов в долларах в топ-10 банков сильно ограничен, ставки по ним варьируются от 0,6% до 3,7% и значительно уступают тем, что предлагают эмитенты на рынке (квази)валютных облигаций.
- Доступные на вторичном локальном рынке долларové выпуски сравнимого кредитного качества и дюрации предлагают более низкие доходности (7,5–8,5%).

На этом фоне локальные долларové облигации Норникеля выглядят привлекательно, принимая во внимание их высокую доходность, лидирующие позиции компании среди российских эмитентов (по кредитному качеству), один из лучших доступов к внешним рынкам и высокую долю экспорта в выручке.

Норникель – крупнейший мировой производитель никеля

Норникель – один из крупнейших глобальных игроков на мировом рынке цветных металлов. Компания является мировым лидером по производству высококачественного никеля (с долей 19%) и палладия (с долей 41%), а также также занимает лидирующие места в производстве платины (4 место с долей 11%), родия (5 место и доля 8%) и меди (12 место и доля 2%). Норникель производит и другие металлы: кобальт, серебро, золото, иридий, рутений, селен, теллур, а также серу.

Основные производственные активы расположены на Таймырском (Заполяный филиал и «Медвежий ручей») и Кольском полуострове (АО «Кольская ГМК»), а также в Забайкальском крае (ООО «ГРК «Быстринское») и характеризуются **высокой степенью вертикальной интеграции** – начиная от собственных месторождений металлов, заканчивая производством и дистрибуцией продукции до клиентов. Ресурсная база позволяет обеспечить добычу на 70 лет при текущих объемах. А высокое качество руды дает возможность поддерживать одну из самых низких себестоимостей производства среди конкурентов.

На конец 2024 г. основными акционерами были Интеррос (37%), МКПАО «ЭН+ ГРУПП» в лице РУСАЛа (36,6%), прочие (26,4%).

Юрий Голбан

+7 (495) 287 61 00 доб. 5 64 53
Yuriy.Golban@gazprombank.ru

Эмитент	ПАО «ГМК «Норильский никель»
Серия	БО-001P-08-USD
Объем	Не менее 200 млн долл.
Погашение	5 лет
Оферта	1 год
Купонный период	30 дней
Ставка купона	Не выше 9,0%
Рейтинг	
Эксперт РА:	ruAAA
НКР:	AAA.ru



ПОДПИСЫВАЙТЕСЬ НА КАНАЛ
«БЛОГ РЫНКОВ КАПИТАЛА» –
ЗДЕСЬ ВСЕГДА ДЕРЖАТ РУКУ НА
ПУЛЬСЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Финансовые результаты компании подтверждают сильный кредитный профиль

На фоне снижения мировых цен на палладий и никель до многолетних минимумов компания по итогам 2024 г. **снизила выручку всего на 5% г/г до 1 116,2 млрд руб.** Доходы Норникеля сильно коррелируют с мировыми ценами, так как **подавляющая часть продаж идет на экспорт (88% в 2023 г.).**

Операционные показатели продемонстрировали в целом положительную динамику: производство почти всех металлов выросло в 2024 г.: меди – на 2% г/г до 432,5 тыс. тонн, палладия – на 3% г/г до 2,8 млн тр. унций, а производство платины – на 1% г/г до 667 тыс. тр. унций. Исключением стал никель, объем производства которого снизился на 2% г/г до 205,1 тыс. тонн.

Рентабельность по EBITDA по итогам 2024 г. составила высокие 41%, хоть и снизилась на 7 п.п., из-за сокращения выручки и введения временных экспортных пошлин до конца 2024 г. По итогам 2025 г. мы ожидаем восстановления рентабельности, в том числе благодаря усилиям компании по сдерживанию операционных расходов.

Капитальные вложения снизились по итогам 2024 г. на 12% г/г до 227,7 млрд руб., в основном благодаря оптимизации расходов на обслуживание основных фондов. На этом **фоне свободный денежный поток (СДП) составил 186,4 млрд руб.**

Долговая нагрузка по итогам 2024 г. находится на комфортном уровне – 1,7х в терминах «Чистый долг»/EBITDA. **Риски ликвидности – низкие,** благодаря невысокой доле краткосрочных обязательств (28% от общего долга), а также существенному запасу денежных средств, покрывающих 64% от короткого долга. Дополнительным фактором поддержки выступает существенный объем неиспользованных кредитных линий (727,3 млрд руб.) и хороший доступ к рынкам капитала.

Планы по сокращению инвестиционной программы и невыплате дивидендов за 2024 г. будут способствовать улучшению ключевых метрик

В конце 2024 г. компания **объявила о планах сокращения инвестиционной программы на 2025 г. (-12% к уровню 2024 г.)** и **оптимизации операционных расходов,** что должно позволить заметно нарастить СДП. Дополнительным фактором поддержки кредитных метрик мы также считаем **планы менеджмента не рекомендовать выплату дивидендов за 2024 г.**

На этом фоне мы ожидаем, что кредитный профиль Норникеля в ближайшие годы будет демонстрировать позитивную динамику, а **долговая нагрузка опустится ниже 1,5х.**

Потенциальный рост цен поддержит восстановление кредитных метрик

Ситуация на мировых рынках цветных металлов в ближайшие годы будет постепенно восстанавливаться на фоне ребалансировки спроса и предложения. По данным Норникеля, примерно половина мировых производителей никеля из-за низких цен терпит убытки, что может привести к закрытию существенной части низкорентабельных проектов и в среднесрочной перспективе сократит объем предложения. Помимо этого, решения международных регуляторов в 2024 (в том числе снижение ставок в США и ЕС, запуск экономического стимулирования в Китае) могут в перспективе поддержать спрос на базовые цветные металлы (никель, медь и прочие). На этом фоне мы ожидаем увидеть положительную динамику цен на продукцию компании в среднесрочной перспективе.

ПАО «ГМК «Норильский никель»: финансовые результаты по МСФО, млрд руб.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Г/Г
Выручка	877,7	1117,0	1316,9	1184,5	1231,7	1166,2	-5%
Скорр. EBITDA	513,7	552,4	775,9	620,0	589,6	481,8	-18%
Активы	1205,5	1529,5	1741,2	1223,2	1456,2	1659,8	14%
Капитал	265,4	345,1	355,7	602,5	681,0	823,1	21%
Чистый долг	432,2	328,2	347,6	675,3	679,3	826,1	22%
Операционный денежный поток	389,1	603,4	518,7	323,3	495,4	414,1	-16%
Капзатраты	-85,3	-128,7	-202,9	-287,2	-257,8	-227,7	-12%
СДП	303,8	474,7	315,7	36,1	237,6	186,4	-22%
EBITDA, рентабельность	59%	49%	59%	52%	48%	41%	
Чистый долг/EBITDA	0,8	0,6	0,5	1,1	1,2	1,7	
СДП/Чистый долг	72%	145%	91%	5%	35%	23%	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Департамент анализа финансовых рынков**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2025. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа финансовых рынков «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»). Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо сделки Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует Вам использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Данная информация является аналитической.

Настоящий документ содержит мнение аналитиков и не должен рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не может служить основанием для принятия инвестиционных решений и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности лица, которое может получить настоящий документ. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что инвестирование средств в финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены риску изменения их стоимости в результате колебаний курса этой валюты по отношению к рублю.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению аналитиков Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственности за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным иными подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи лицами, не являющимися квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Газпромбанк и/или его работники и/или аффилированные лица Газпромбанка могут иметь открытые позиции или заключать сделки, в том числе с финансовыми инструментами, а также выступать маркет-мейкером, агентом-организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента финансовых инструментов, упомянутых в настоящем документе.

Ни Газпромбанк, ни аналитики не несут ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, представляется исключительно в информационных целях и не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже финансовых инструментов, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

В целях выявления конфликтов интересов, предотвращения возникновения и реализации конфликтов интересов, а также управления ими Газпромбанк принимает все разумные меры.

Подробная информация о конфликтах интересов, меры по выявлению и контролю конфликтов интересов, а также предотвращению их последствий установлены в «Правилах управления конфликтом интересов при осуществлении Банком ГПБ (АО) профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг», которые размещены на официальном сайте Банка в сети Интернет.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о финансовых инструментах, указанных в настоящем документе, можно получить в Газпромбанке по запросу.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.