

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков [e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru) Кирилл Сычев [k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)

#### РУСАЛ (NR): хороший финансовый отчет за 1K15, бумаги компании малоликвидны

Сегодня РУСАЛ опубликовал финансовый отчет по итогам 1K15. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели: компания отразила в отчете увеличение выручки, а также кратный рост EBITDA г/г, что способствовало и снижению уровня долговой нагрузки. Так, в 1K15 рост выручки составил 16.7% г/г (до 2 477 млн. долл.), EBITDA увеличилась более чем в 4 раза г/г (до 721 млн. долл.). Рентабельность по EBITDA, в результате, выросла в 1K15 до 29.1% против 8.1% в прошлом году. Резкий рост EBITDA в 1K15, а также увеличение денежных остатков на балансе компании в 1K15 позволили снизить уровень долговой нагрузки к концу прошло квартала до 4.2x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 5.8x.

Рост выручки г/г по итогам 1K15 был обусловлен как увеличением реализации алюминия и сплавов (выросла на 9.5% г/г), так и повышением средней продажной цены, которая в 1K15 составила почти 2 300 долл. за тонну (+12.6% г/г). Причем в последнем случае выросли обе компоненты цены: средняя цена тонны металла на LME выросла на 5.4% г/г (до 1 801 долл. за тонну), тогда как премия за физическую поставку выросла четверть к уровню прошлого года (до 424 долл. за тонну). В то же время, хорошая динамика этих показателей обусловлена скорее эффектом низкой базы прошлого года. Так, отгрузки алюминия снижались на протяжении всего 2014 г, а по итогам всего прошло года сократились на 6.9% г/г. То же справедливо и для средней цены продажи, по крайней мере, для 1П14, тогда как во 2П14 конъюнктура стала улучшаться, а по итогам всего года средняя цена реализации выросла на 3% г/г. Если же вернуться к абсолютным значениям, то после достаточно слабого 2014 г, по объему продаж алюминия и его средней цене в 1K15 РУСАЛ вернулся на уровень 1K13, чему способствовала, в том числе, компенсация недопоставленных объемов металла в 4K14 из-за неблагоприятных погодных условий в портах. Вместе с тем, менеджмент РУСАЛа ранее охарактеризовал скачок биржевых цен на металл и быстрый рост премий ближе к концу прошло года как временное явление, а уже с начала этого года спотовые цены на алюминий заметно скорректировались к пику 4K14 (2 082 долл. за тонну в декабре). В этой связи производство алюминия в 2015 г пока предполагается сохранить на уровне прошлого года (около 3.6 млн. тонн), а, в случае дальнейшего ухудшения ценовой конъюнктуры, объем выпуска может быть снижен на 200 тыс. тонн (на 5.6% к уровню 2014 г). Напомним, РУСАЛ сокращает производство на протяжении последних 2-х лет: в 2014 г снижение составило 6.6% г/г (на 256 тыс. тонн), а в 2013 г – 7.6% г/г (на 316 тыс. тонн). Что касается кратного роста EBITDA г/г в 1K15, этот рост обусловлен, в большей степени, значительной девальвацией рубля в конце прошло года, что привело к существенному снижению номинированной в долларах себестоимости производства алюминия (на 17.5% г/г), поскольку значительная часть этих издержек компания несет в рублях.

Рост выручки на фоне снижения себестоимости привел и к значительному росту операционных поступлений в 1K15. Так, чистый операционный денежный поток (за вычетом процентов) составил 467 млн. долл., тогда как в 1K14 его значение было отрицательным. Кроме того, в 1K15 РУСАЛ сократил финансирование капрасходов на 26.9% г/г (до 87 млн. долл.) – до минимального уровня в 0.1x EBITDA. Это помогло довести значение свободного денежного потока за 1K15 до 380 млн. долл. (в 1K14 показатель составил -196 млн. долл.). Свободные средства были направлены на погашение обязательств по производным инструментам на 165 млн. долл. и долгу

#### Ключевые финансовые показатели РУСАЛа за 1K15

| млн. долл.                    | 1K15  | 1K14  | %г      |
|-------------------------------|-------|-------|---------|
| Выручка                       | 2 477 | 2 123 | 16.7%   |
| EBITDA                        | 721   | 173   | x4.2    |
| Операционная прибыль          | 583   | 30    | x19.4   |
| Чистая прибыль/(убыток)       | 572   | (325) | -       |
| Рентабельность по EBITDA      | 29.1% | 8.1%  | 21.0 пп |
| Операционная рентабельность   | 23.5% | 1.4%  | 22.1 пп |
| Чистая рентабельность         | 23.1% | -     | -       |
| Операц. ден. поток до изм. ОК | 661   | 179   | x3.7    |
| Чистый операцион. ден. поток* | 467   | (77)  | -       |
| CAPEX                         | 87    | 119   | -26.9%  |
| Свободный денежный поток      | 380   | (196) | -       |

| млн. долл.                 | 1K15   | 2014   | %г     |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| Активы                     | 14 630 | 14 540 | 0.6%   |
| в т.ч. денежные средства   | 620    | 570    | 8.8%   |
| Долг                       | 9 244  | 9 407  | -1.7%  |
| доля краткосрочного долга  | 9.6%   | 4.8%   | 4.8 пп |
| Чистый долг                | 8 624  | 8 837  | -2.4%  |
| Капитал                    | 2 510  | 2 237  | 12.2%  |
| CAPEX/EBITDA               | 0.1x   | 0.3x   | -      |
| Долг/EBITDA LTM            | 4.5x   | 6.2x   | -      |
| Чистый долг/EBITDA LTM     | 4.2x   | 5.8x   | -      |
| EBITDA/Проценты уплаченные | 5.0x   | 2.2x   | -      |
| Долг/Капитал               | 3.7x   | 4.9x   | -      |

\*за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика объема продаж и цен на алюминий в 1K15

|                               | 1K15  | 1K14  | %г     |
|-------------------------------|-------|-------|--------|
| Продажи алюминия, тыс. тонн   | 935   | 854   | 9.5%   |
| Средняя цена продажи, \$/тонн | 2 299 | 2 042 | 12.6%  |
| Средн. цена на LME, \$/тонна  | 1 801 | 1 708 | 5.4%   |
| Средн. премия к LME, \$/тонне | 424   | 339   | 25.1%  |
| Себестоим. алюминия, \$/тонн  | 1 437 | 1 741 | -17.5% |

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

(чистое погашение в 1К15 составило 147 млн. долл.), а также на пополнение запаса ликвидности на балансе (денежные остатки выросли на 8.8% к началу года). Долг РУСАЛа к концу 1К15 почти не изменился по сравнению с началом года и составил 9 244 млн. долл. Доля коротких обязательств в структуре долга хоть и выросла до 9.6%, удвоившись по сравнению с началом года, но сохранилась на низком уровне. Напомним, что в прошлом году РУСАЛ успешно пролонгировал 2 кредита на общую сумму 5.15 млрд. долл., что избавило компанию от возможного кросс-дефолта по остальному долгу. В соответствии с новыми условиями, выплаты по кредитам на 5.15 млрд. долл. переносятся с 2014 г. на 2016 г., а полное погашение долга на декабрь 2018 г. Кроме того, стороны согласовали двухлетний период, в течение которого будут платиться только проценты по долгу, а также действие cash sweep в течение этого срока, что позволит гасить долг в меру собственных возможностей.

Сокращение чистого долга и, в большей степени, быстрый рост EBITDA в 1К15 позволили РУСАЛу заметно снизить уровень долговой нагрузки. Так, соотношение чистого долга и EBITDA LTM снизилось к концу прошлого квартала до 4.2x, тогда как на начало года этот показатель еще составлял 5.8x. В целом, рост отгруженных объемов алюминия и сохранение относительно высоких цен реализации в 1К15, а также значительная девальвация рубля, привели к заметному усилению кредитных метрик РУСАЛа по итогам прошлого квартала и вернуло ситуацию с уровнем долга компании в управляемую плоскость. И если ситуация с дальнейшей динамикой цен на алюминий и премий вызывает определенное беспокойство, то все еще слабый рубль, сокращение инвестиций, дивиденды НорНикеля (884 млн. долл. в 2014 г) и достаточно комфортные условия погашения долга, на наш взгляд, по-прежнему будут оставаться сильными факторами поддержания ликвидности РУСАЛа.

В апреле РУСАЛ успешно исполнил offer по выпуску РУСАЛ Братск 08, по итогам которой практически весь выпуск был выкуплен с рынка. Более короткий РУСАЛ Братск 07 с offer в феврале следующего года характеризуется низкой ликвидностью и индикативно торгуется со спрэдом около 420 бп к кривой ОФЗ, что, на наш взгляд, адекватно отражает риски компании, учитывая, что улучшение кредитных метрик вполне может носить временный характер.

## Первичный рынок

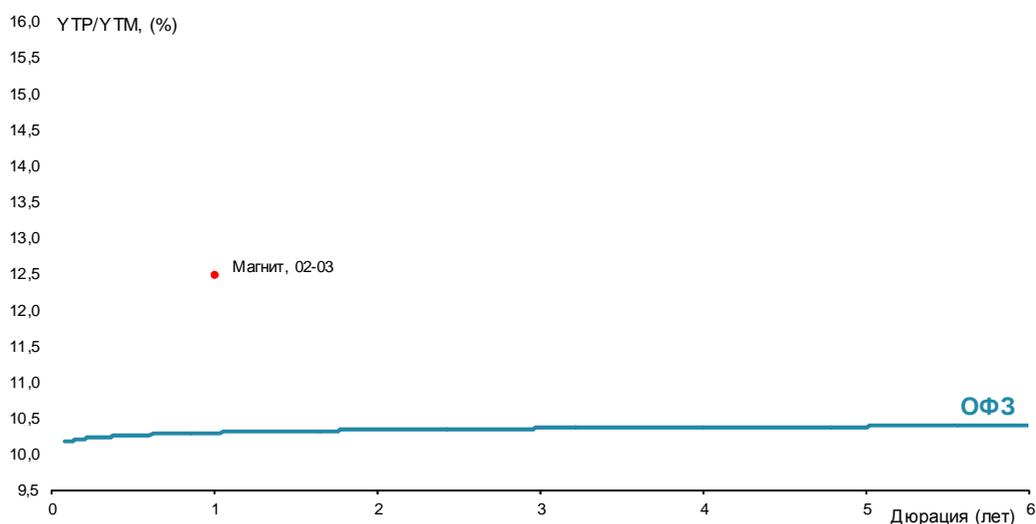
| Выпуск     | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/Дюрация | Офер Погаше |
|------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|---------------------|-------------|
| Магнит, 02 | BB+ / - / -      | да                                 | 5 000                        | 12.47                       | 07.05.2015     | 15.05.2015      | нет / 1 г           | 1 г / 3     |
| Магнит, 03 | BB+ / - / -      | да                                 | 5 000                        | 12.47                       | 07.05.2015     | 15.05.2015      | нет / 1 г           | 1 г / 3     |

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Последние размещения: корпоративные выпуски

| 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 | Амортиз. Дюрация |
|---------------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|------------------|
| МИБ, 02                   | - / Baa1 / BBB-  | да                                 | 3 000                        | н/д                      | 13.96-14.49                 | 13.69                          | 29.04.2015      | нет / 1.         |
| Русгидро, БО-09           | BB / Ba2 / BB+   | да                                 | 10 000                       | 3.0 / 100%               | 13.42-13.69                 | 13.16                          | 28.04.2015      | нет / 2.         |
| ОКей, БО-05               | - / - / B+       | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%               | 16.10-16.64                 | 16.37                          | 28.04.2015      | нет / 2.         |
| ЛК Уралсиб, БО-20         | NR               | нет                                | 1 500                        | н/д / 100%               | н/д                         | 10.92                          | 21.04.2016      | нет / 2.         |
| ЛК Уралсиб, БО-21         | NR               | нет                                | 2 000                        | н/д / 100%               | н/д                         | 10.92                          | 21.04.2016      | нет / 2.         |
| АИЖК, БО-03               | BB+ / Ba1 / -    | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%               | 13.92-14.48                 | 13.10                          | 20.04.2015      | нет / 1.         |
| Банк Пересвет, БО-04      | B+ / - / B+      | да                                 | 3 000                        | н/д / 100%               | 18.11-18.68                 | 18.11                          | 17.04.2015      | нет / 0          |
| Банк ФК Открытие, БО-П02  | BB- / Ba3 / -    | да                                 | 2 000                        | н/д / 100%               | 16.37-16.91                 | 16.39                          | 14.04.2015      | нет / 0          |
| Банк ФК Открытие, БО-П01  | BB- / Ba3 / -    | да                                 | 2 000                        | н/д / 100%               | 15.75-16.25                 | 16.00                          | 14.04.2015      | нет / 0          |
| Локо-Банк, БО-06          | - / B2 / B+      | да                                 | 3 000                        | 1.5 / 100%               | 18.11-18.68                 | 18.11                          | 09.04.2015      | нет / 0          |
| Банк ЗЕНИТ, БО-09         | - / Ba3 / BB-    | да                                 | 5 000                        | 2.2 / 100%               | 17.18-17.45                 | 16.75                          | 09.04.2015      | нет / 0          |
| Кредит Европа Банк, БО-08 | - / B1 / BB      | да                                 | 3 000                        | н/д / 100%               | 15.56-16.64                 | 15.56                          | 03.04.2015      | нет / 0          |
| Татфонбанк, БО-13         | B / B2 / -       | да                                 | 2 000                        | н/д / 100%               | 16.09-17.71                 | 15.56                          | 03.04.2015      | нет / 0          |
| МКБ, БО-09                | BB- / B1 / BB-   | да                                 | 3 000                        | н/д / 100%               | 15.56                       | 15.56                          | 25.03.2015      | нет / 0          |
| Связь-Банк, БО-04         | B+ / - / -       | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%               | 15.56                       | 15.56                          | 24.03.2015      | нет / 0          |
| Россельхозбанк, БО-17     | - / Ba1 / BB+    | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%               | 15.87-16.43                 | 16.15                          | 26.02.2015      | нет / 0          |
| Связь-Банк, БО-03         | BB / - / BB      | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%               | 16.10-16.64                 | 16.10                          | 26.02.2015      | нет / 0          |
| АФК Система, БО-01        | BB / B1 / BB-    | да                                 | 10 000                       | н/д / 100%               | 17.72-18.27                 | 17.72                          | 19.02.2015      | нет / 1.         |
| Газпромбанк, БО-20        | BBB-/Ba1/BB+     | да                                 | 5 000                        | 2.7 / 100%               | 16.50-16.75                 | 15.90                          | 09.02.2015      | нет / 0          |



# 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>

|                                    |                     |                                                                                |
|------------------------------------|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Начальник Департамента</b>      | Кирилл Копелович    | <a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>                   |
| <b>Зам.начальника Департамента</b> | Константин Поспелов | <a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a> |
| <b>Зам.начальника Департамента</b> | Виталий Киселев     | <a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>                     |

## Управление продаж

|                               |                    |                                                                |
|-------------------------------|--------------------|----------------------------------------------------------------|
| Валютные и рублевые облигации | Юлия Шабанова      | <a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a> |
| Валютные и рублевые облигации | Максим Симагин     | <a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>     |
| Валютные и рублевые облигации | Александр Валканов | <a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>   |
| Валютные и рублевые облигации | Юлия Паршина       | <a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>   |

## Аналитическое управление

|                                 |                     |                                                                            |
|---------------------------------|---------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| Акции                           |                     | <a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>                   |
| Облигации                       |                     | <a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>               |
| Макроэкономика                  | Владимир Евстифеев  | <a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>             |
| Макроэкономика/кредитный анализ | Кирилл Сычев        | <a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>                   |
| Кредитный анализ                | Наталья Толстошеина | <a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>       |
| Кредитный анализ                | Евгений Чердаков    | <a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>             |
| Кредитный анализ                | Дмитрий Чепрагин    | <a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>             |
| Акции                           | Евгения Лобачева    | <a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a> |

## Управление рынков долгового капитала

|                    |                       |                                                                      |
|--------------------|-----------------------|----------------------------------------------------------------------|
|                    |                       | <a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>                     |
| Рублевые облигации | Денис Ручкин          | <a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>           |
|                    | Фарида Ахметова       | <a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>       |
|                    | Марина Никишова       | <a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>       |
|                    | Вера Панова           | <a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>       |
|                    | Алексей Басов         | <a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>               |
|                    | Екатерина Гашигуллина | <a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a> |

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.