

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Наталья Толстошеина [n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru) Дмитрий Чепрагин [d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)

#### Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-): нейтральные финансовые результаты за 1K16

Вчера Газпром нефть опубликовала финансовые результаты за 1K16, которые мы оцениваем как нейтральные. Выручка Газпром нефти от продаж за 1K16 увеличилась на 0.5% г/г до 330 млрд руб., EBITDA margin – на 0.8 пп г/г до 29.2%. Долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 1K16 не изменилась к началу года и составила 1.6х.

Положительное влияние на динамику выручки от продаж в 1K16 оказало увеличение выручки от реализации нефти на 20.6% г/г до 63.8 млрд руб. на фоне роста объема продаж нефти на 36.9% г/г до 5.2 млн тонн. В свою очередь, росту объема реализации нефти способствовало увеличение ее добычи на Приразломном и Новопортовском месторождениях и покупки нефти на внутреннем рынке, а также снижение объемов переработки. В 1K16 выручка от реализации нефтепродуктов сократилась на 4.1% г/г до 243.6 млрд руб. в связи с существенным снижением выраженных в рублях цен реализации нефтепродуктов на экспорт (-29.4% г/г) и в страны СНГ (-23.3% г/г).

В 1K16 году скорректированная с учетом доли в ассоциированных и совместных предприятиях EBITDA компании выросла на 3.2% г/г до 96.4 млрд руб. в результате увеличения объема реализации нефти и оптимизации структуры выпускаемой продукции.

В 1K16 операционный денежный поток до изменений оборотного капитала увеличился на 6.4% г/г до 76.8 млрд руб. В отчетном периоде в результате сокращения оборотного капитала компания аккумулировала 17.9 млрд руб., в то время как в 1K15 Газпром нефть увеличила оборотный капитал на 5.7 млрд руб. В результате, в 1K16 чистый операционный денежный поток вырос на 50.6% г/г до 83.5 млрд руб., что было достаточно для финансирования расходов на CAPEX (83.9 млрд руб.) практически в полном объеме. В отчетном периоде компания за счет накопленной подушки ликвидности погасила часть кредитов и займов, что способствовало сокращению совокупного долга на конец 1K16 к началу года на 10.4% до 733.2 млрд руб. Чистый долг на 31.03.2016 уменьшился к началу года незначительно, на 2.9% до 635.8 млрд руб., при этом долговая нагрузка Газпром нефти не изменилась к началу года и составила 1.6х. Несмотря на сокращение подушки ликвидности в виде остатка денежных средств и краткосрочных депозитов, ее объем на конец 1K16 остался значительным (97.3 млрд руб.) и достаточным для единовременного погашения около 90% краткосрочного долга. По нашим оценкам, финансовые результаты Газпром нефти, отражающие сохранение крепкого финансового профиля компании, являются нейтральными для ее рейтингов, которые соответствуют рейтингам России.

На рынке евробондов выпуски Газпром нефти предлагают премию в размере 30-40 бп. к аналогичным по дюрации бумагам Газпрома, что нам видится справедливым. В тоже время, на локальном рынке облигации компании выглядят менее привлекательно, так как премия к выпускам материнской компании составляет не более 20 бп.

#### Ключевые финансовые показатели Газпром нефти по МСФО за 1K16

| млрд руб.                      | 1K16  | 1K15  | %г      |
|--------------------------------|-------|-------|---------|
| Выручка от продаж              | 330.0 | 328.2 | 0.5%    |
| EBITDA                         | 96.4  | 93.4  | 3.2%    |
| Операционная прибыль           | 49.0  | 50.1  | -2.1%   |
| Чистая прибыль                 | 41.6  | 37.7  | 10.4%   |
| Рентабельность по скор. EBITDA | 29.2% | 28.5% | 0.8 пп  |
| Операционная рентабельность    | 14.9% | 15.3% | -0.4 пп |
| Чистая рентабельность          | 12.6% | 11.5% | 1.1 пп  |

|                               |      |       |       |
|-------------------------------|------|-------|-------|
| Операц. ден. поток до изм. ОК | 76.8 | 72.2  | 6.4%  |
| Чистый операцион. ден. поток  | 83.5 | 55.4  | 50.6% |
| CAPEX                         | 83.9 | 70.1  | 19.6% |
| Свободный денежный поток      | -0.4 | -14.7 | -     |

| млрд руб.                    | 1K16    | 2015    | %г      |
|------------------------------|---------|---------|---------|
| Активы                       | 2 437.1 | 2 485.5 | -1.9%   |
| в т.ч. ден. ср-ва и депозиты | 97.3    | 163.4   | -40.4%  |
| Долг                         | 733.2   | 818.1   | -10.4%  |
| доля краткосрочного долга    | 14.8%   | 18.0%   | -3.2 пп |
| Чистый долг                  | 635.8   | 654.7   | -2.9%   |
| Капитал                      | 1 302.8 | 1 248.5 | 4.3%    |
| CAPEX+M&A                    | 84.2    | 349.3   | -       |
| CAPEX/EBITDA                 | 0,9х    | 0,9х    | -       |
| (CAPEX+M&A)/EBITDA           | 0,9х    | 0,9х    | -       |
| Долг/EBITDA LTM              | 1,8х    | 2,0х    | -       |
| Чистый долг/EBITDA LTM       | 1,6х    | 1,6х    | -       |
| Долг/Капитал                 | 0,6х    | 0,7х    | -       |

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Корпоративные события

Наталья Толстошеина  
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин  
d.chepragin@zenit.ru

## АЛРОСА (BB-/Ba1/BV): сильные финансовые результаты за 1K16

Крупнейшая российская алмазодобывающая компания, АЛРОСА, опубликовала финансовые результаты за 1K16, которые мы оцениваем как сильные. В 1K16 выручка компании увеличилась на 37.2% г/г до 102.3 млрд руб., EBITDA – на 38.4% г/г до 59.3 млрд руб. Кроме того, заметно снизилась долговая нагрузка компании: отношение net debt/EBITDA LTM на конец 1K16 уменьшилось до 1.0x против 1.7x на начало 2016 г.

Существенный рост финансовых результатов АЛРОСА стал следствием увеличения объемов реализации алмазов в 1K16 на 34.4% г/г до 12.1 млн карат (в том числе алмазов ювелирного качества на 27.1% г/г до 8.9 млн карат) в связи с улучшением конъюнктуры алмазно-бриллиантового рынка. Девальвация рубля в 1K16 по сравнению с 1K15 в полной мере компенсировала негативное влияние от снижения долларовых цен на алмазы ювелирного качества в 1K16 на 9.3% г/г на динамику рублевой выручки. В 1K16 показатель EBITDA margin остался на высоком уровне и составил 58% (+0.5 пп г/г).

В 1K16 расходы компании на CAPEX уменьшились на 7.7% г/г до 7 млрд руб., при этом отношение CAPEX/EBITDA снизилось до 0.1x против 0.2x за 1K15. В результате существенного роста чистого операционного денежного потока в 1K16 (+75.4% г/г до 65.7 млрд руб.) и сохранения умеренных расходов на CAPEX свободный денежный поток компании вырос на 93% г/г до 58.6 млрд руб.

Аккумуляция свободного денежного потока способствовало существенному увеличению подушки ликвидности: остаток денежных средств на счетах компании на конец 1K16 вырос к началу года в 3.7 раза до 76 млрд руб. По состоянию на 01.01.2016 и на 31.03.2016 более 99% долга компании было номинировано в долларах, поэтому укрепление рубля на конец 1K16 к началу года способствовало уменьшению выраженного в рублях долга компании на 7.2% до 207.1 млрд руб. Чистый долг АЛРОСА на конец 1K16 уменьшился к началу года на 35.3% до 131.2 млрд руб., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM - до 1.0x против 1.7x на начало 2016 г.

В конце мая 2016 г. АЛРОСА за счет собственных средств погасила кредит Альфа-банка в размере 350 млн долл., в результате у компании не осталась финансовых обязательств с погашением до конца 2016 г. В следующем году компании предстоит погасить или пролонгировать кредиты и займы на сумму 1 090 млн долл., в 2018 г. – 600 млн долл., в 2020 г. – 1 000 млн долл. В целом, риски рефинансирования компании мы оцениваем как незначительные, учитывая комфортный уровень долговой нагрузки и большой запас денежных средств на счетах на 31.03.2016.

В апреле 2016 г. Moody's повысило корпоративный рейтинг АЛРОСА на одну ступень до суверенного уровня («Ba1»), прогноз по рейтингу – негативный. Учитывая существенное улучшение финансовых метрик АЛРОСА, в перспективе мы не исключаем повышения рейтингов компании от S&P («BB-», прогноз – позитивный) и Fitch («BB», прогноз – стабильный), которые в настоящее время на две ступени ниже рейтингов России от соответствующих агентств.

Несмотря на то, что АЛРОСА предоставила довольно сильную отчетность, на наш взгляд, опубликованные данные имеют ограниченный потенциал влияния на котировки единственного выпуска евробондов. Это обусловлено тем, что на текущий момент доходности ALROSA'20 находятся на минимальных уровнях за последние годы и движение в бумагах, в большей степени, продиктовано общерыночным трендом.

## Ключевые финансовые показатели АЛРОСА за 1K16

| млн руб.                              | 1K16    | 1K15    | %г      |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|
| Выручка                               | 102 339 | 74 580  | 37.2%   |
| EBITDA                                | 59 342  | 42 863  | 38.4%   |
| Операционная прибыль                  | 49 616  | 37 800  | 31.3%   |
| Чистая прибыль                        | 49 889  | 22 231  | 124.4%  |
| Рентабельность по EBITDA              | 58.0%   | 57.5%   | 0.5 пп  |
| Операционная рентабельность           | 48.5%   | 50.7%   | -2.2 пп |
| Чистая рентабельность                 | 48.7%   | 29.8%   | 18.9 пп |
| Операц. ден. поток до изм. обор. кап. | 60 890  | 43 074  | 41.4%   |
| Чистый операцион. денеж. поток*       | 65 663  | 37 432  | 75.4%   |
| CAPEX                                 | 7 043   | 7 634   | -7.7%   |
| Свободный денежный поток              | 58 620  | 30 378  | 93.0%   |
| млн руб.                              | 1K16    | 2015    | %г      |
| Активы                                | 475 478 | 435 065 | 9.3%    |
| в т.ч. денежные средства              | 75 963  | 20 503  | х3,7    |
| Долг                                  | 207 119 | 223 159 | -7.2%   |
| доля краткосрочного долга             | 11.5%   | 11.5%   | 0 пп    |
| Чистый долг                           | 131 156 | 202 656 | -35.3%  |
| Капитал                               | 200 130 | 151 485 | 32.1%   |
| CAPEX/EBITDA                          | 0,1x    | 0,3x    | -       |
| Долг/EBITDA LTM                       | 1,5x    | 1,9x    | -       |
| Чистый долг/EBITDA LTM                | 1,0x    | 1,7x    | -       |
| Долг/Капитал                          | 1,0x    | 1,5x    | -       |

\* за вычетом процентных платежей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

| Выпуск | Рейтинг,<br>S&P/M/F | Возможность<br>включения в<br>Ломбард ЦБ | Размещаемый объем,<br>млн. руб. | Ориентир<br>УТР/УТМ,<br>% годовых | Закрытие книги | Дата<br>размещения | Амортизация/<br>Дюрация | Оферта/<br>Погашение |
|--------|---------------------|------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|----------------|--------------------|-------------------------|----------------------|
|--------|---------------------|------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|----------------|--------------------|-------------------------|----------------------|

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

| Выпуск                             | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность<br>включения в<br>Ломбард ЦБ | Размещенный объем,<br>млн. руб. | Bid cover/<br>Размещ. объем | Ориентир УТР/УТМ,<br>% годовых | Фактическая<br>УТР/УТМ,<br>% годовых | Дата<br>размещения | Амортизация/<br>Дюрация |
|------------------------------------|------------------|------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|--------------------|-------------------------|
| РЖД, БО-17                         | BB+ / Ba2 / BBB- | да                                       | 25 000                          | н/д / 100%                  | 10.09                          | 10.09                                | 27.05.2016         | нет / 8.12 г            |
| Росбанк, БО-14                     | - / Ba2 / BBB-   | да                                       | 10 000                          | 1.7 / 100%                  | 10.67-10.88                    | 10.67                                | 27.05.2016         | нет / 2.26 г            |
| Башнефть БО-02                     | - / Ba1 / BB+    | да                                       | 10 000                          | н/д / 100%                  | н/д                            | 10.78                                | 24.05.2016         | нет / 5.12 г            |
| Сбербанк, БО-18                    | - / Ba2 / BBB-   | да                                       | 10 000                          | н/д / 100%                  | 10.15-10.25%                   | 10.15                                | 24.05.2016         | нет / 2.66 г            |
| ДОМО, БО-03                        | NR               | нет                                      | 2 500                           | н/д / 100%                  | н/д                            | 14.49                                | 20.05.2016         | нет / 1 г               |
| Почта России, БО-02                | - / - / BBB-     | да                                       | 5 000                           | н/д / 100%                  | 10.78-11.20                    | 10.25                                | 19.05.2016         | нет / 2.66 г            |
| Банк ДельтаКредит, БО-20           | - / Ba2 / BBB-   | да                                       | 5 000                           | н/д / 100%                  | 11.04-11.30                    | 11.30                                | 18.05.2016         | нет / 2.64 г            |
| МегаФон, БО-001P-01                | BB+ / Ba1 / BB+  | да                                       | 10 000                          | 3 / 100%                    | 10.46-10.67                    | 10.2                                 | 12.05.2016         | нет / 2.66 г            |
| Башнефть, БО-06                    | - / Ba1 / BB+    | да                                       | 10 000                          | н/д / 100%                  | н/д                            | 11.20                                | 11.05.2016         | нет / 5.94 г            |
| Башнефть, БО-08                    | - / Ba1 / BB+    | да                                       | 5 000                           | н/д / 100%                  | н/д                            | 11.20                                | 11.05.2016         | нет / 5.94 г            |
| Регион-Инвест, БО-06               | NR               | нет                                      | 10 000                          | н/д / 100%                  | 13.50-14.00                    | 14.22                                | 10.05.2016         | нет / 0.50 г            |
| Внешэкономбанк, ПБО-001P-02        | BB+ / Ba1 / BBB- | да                                       | 15 000                          | 1.3 / 100%                  | 11.46-11.73                    | 11.35                                | 06.05.2016         | нет / 2.59 г            |
| Икс 5 Финанс, БО-06                | BB- / - / -      | да                                       | 5 000                           | 2.1 / 100%                  | 10.78-10.99                    | 10.78                                | 05.05.2016         | нет / 1.42 г            |
| Синергия, БО-05                    | - / - / B+       | да                                       | 2 000                           | н/д / 100%                  | 13.16-13.69                    | 13.32                                | 04.05.2016         | да / 2.72 г             |
| Трансфин-М, БО-43                  | B / - / -        | да                                       | 1600                            | н/д / 64%                   | н/д                            | 13.42                                | 04.05.2016         | нет / 1 г               |
| Мираторг Финанс, БО-06             | - / - / B        | да                                       | 5 000                           | 2.5 / 100%                  | 12.36-12.89                    | 12.36                                | 29.04.2016         | нет / 2.60 г            |
| Абсолют Банк, С01                  | - / B1 / B+      | да                                       | 5 000                           | н/д / 100%                  | 14.49-15.02                    | 15.02                                | 29.04.2016         | нет / 3.96 г            |
| Газпромбанк, 11 (вторичное)        | BB+ / Ba2 / BB+  | да                                       | 250                             | н/д / 100%                  | Цена 100.1%-100.2%             | Цена 100.1%                          | 28.04.2016         | н/д                     |
| МОЭСК, БО-08                       | BB- / Ba2 / BB+  | да                                       | 8 000                           | 3.9 / 100%                  | 10.78-11.04                    | 10.57                                | 28.04.2016         | нет / 2.65 г            |
| МРСК Северного Кавказа, БО-001P-01 | NR               | нет                                      | 1 350                           | н/д / 100%                  | н/д                            | 13.42                                | 28.04.2016         | нет / 3.82 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**  
**Зам.начальника Департамента**  
**Зам.начальника Департамента**

Кирилл Копелович  
Константин Поспелов  
Виталий Киселев

[kopelovich@zenit.ru](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto:v.kiselev@zenit.ru)

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации  
Валютные и рублевые облигации

Максим Симагин  
Александр Валканов  
Юлия Паршина

[bondsales@zenit.ru](mailto:bondsales@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Акции  
Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

Макроэкономика  
Кредитный анализ  
Кредитный анализ

Владимир Евстифеев  
Наталия Толстошеина  
Дмитрий Чепрагин

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)

Рублевые облигации

Фарида Ахметова  
Марина Никишова  
Алексей Басов

[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto:a.basov@zenit.ru)

## Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин  
Иван Рыжиков

[t.mukhametshin@zenit.ru](mailto:t.mukhametshin@zenit.ru)  
[i.ryzhikov@zenit.ru](mailto:i.ryzhikov@zenit.ru)

Доверительное управление активами

Яков Петров

[y.petrov@zenit.ru](mailto: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.