БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

## Корпоративные события

Наталия Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

### АЛРОСА (BB/Ba1/BB+): в 3К16 долговая нагрузка продолжила снижаться

Вчера компания АЛРОСА опубликовала финансовые результаты за 3К16 и в целом за 9М16, которые мы оцениваем как умеренно позитивные. В 3К16 выручка компании сократилась на 18.3% кв/кв до 68.9 млрд руб., EBITDA – на 25.5% кв/кв до 38.7 млрд руб. В то же время, в 3К16 заметно вырос свободный денежный поток компании по сравнению со 2К16, в то время как долговая нагрузка АЛРОСА в терминах net debt/EBITDA LTM уменьшилась до 0.5х на конец 3К16 против 0.7х на начало квартала.

Основной причиной снижения выручки и EBITDA АЛРОСА в 3К16 кв/кв стало сокращение объема реализации алмазов на 13.5% кв/кв до 8.3 млн карат, в том числе алмазов ювелирного качества – на 21.6% кв/кв до 5.8 млн карат. Кроме того, дополнительное давление на динамику финансовых результатов компании оказали укрепление рубля к доллару в 3К16 кв/кв и ухудшение ценовой конъюнктуры на рынке алмазов: в 3К16 средняя цена реализация ювелирных алмазов составила 165 долл./карат, в то время как во 2К16 цена находилась на уровне 169 долл./карат. В 3К16 EBITDA margin уменьшилась на 5.4 пп г/г до 56.2%. В целом по итогам 9М16 выручка компании выросла на 48.2% г/г до 255.6 млрд руб., EBITDA – на 67% г/г до 150 млрд руб., EBITDA margin – на 6.6 пп г/г до 58.7%.

В 3К16 расходы компании на CAPEX незначительно изменились по сравнению со 2К16 и составили 7.3 млрд руб. (7.6 млрд руб. за 2К16). При этом, в 3К16 инвестиции компании на пополнение оборотного капитала были менее значительными по сравнению со 2К16 (2.5 млрд руб. против 9.3 млрд руб. за 2К16). В результате, в 3К16 чистый операционный денежный поток компании вырос на 46.2% кв/кв до 31.9 млрд руб., свободный денежный поток – на 73.9% кв/кв до 24.6 млрд руб. Аккумулирование значительного свободного денежного потока позволило компании осуществить в 3К16 дивидендные выплаты в размере 15.4 млрд руб. без расширения кредитного плеча, а также пополнить подушку ликвидности. Так, сумма остатка денежных средств и краткосрочных депозитов на 30.09.2016 увеличилась к началу 3К16 на 11.8 млрд руб. до 80.3 млрд руб., что было достаточно для единовременной выплаты долга с погашением до конца 2018 г. На конец 3К16 чистый долг компании сократился к началу квартала на 14.8 млрд руб. до 91.1 млрд руб., отношение net debt/EBITDA LTM уменьшилось до 0.5х на конец 3К16 против 0.7х на начало квартала.

В настоящее время рейтинги АЛРОСА от Moody's соответствует рейтингу России, в то время как рейтинги компании от S&P («BB»/позитивный) и от Fitch («BB+»/стабильный) на одну ступень ниже суверенного уровня. По нашему мнению, финансовые результаты АЛРОСА за 3К16 и 9М16, свидетельствующие о высокой рентабельности бизнеса, низких рисках рефинансирования и комфортном уровне долговой нагрузке, являются позитивными для рейтингов компании от S&P и Fitch.

Единственный евробонд ALRSRU'20, на наш взгляд, имеет лучшие альтернативы на рынке, например, GMKNRM'20, который торгуется всего с 20 бп. дисконтом к бумагам Алроса.

**Ключевые финансовые показатели АЛРОСА за 3К16**

| млн руб. | 3К16 | 2К16 | %% |
|---|---|---|---|
| Выручка | 68 896 | 84 328 | -18.3% |
| EBITDA | 38 707 | 51 962 | -25.5% |
| Операционная прибыль | 33 709 | 44 452 | -24.2% |
| Чистая прибыль | 26 560 | 40 496 | -34.4% |
| Рентабельность по EBITDA | 56.2% | 61.6% | -5,4 пп |
| Операционная рентабельность | 48.9% | 52.7% | -3,8 пп |
| Чистая рентабельность | 38.6% | 48.0% | -9,5 пп |
| Операц. ден.поток до изм. обор. кап. | 41 769 | 50 571 | -17.4% |
| Чистый операцион. денеж. поток* | 31 872 | 21 799 | 46.2% |
| CAPEX | 7 259 | 7 646 | -5.1% |
| Свободный денежный поток | 24 613 | 14 153 | 73.9% |
| **млн руб.** | **9М16** | **2015** | **%%** |
| Активы | 492 483 | 435 065 | 13.2% |
| *в т.ч. денежные средства и кр.депо.* | 80 265 | 20 503 | 291.5% |
| Долг | 171 407 | 223 159 | -23.2% |
| *доля краткосрочного долга* | 14.0% | 11.5% | 2,4 пп |
| Чистый долг | 91 142 | 202 656 | -55.0% |
| Капитал | 249 758 | 151 485 | 64.9% |
| CAPEX/EBITDA | 0,1x | 0,3x | - |
| Долг/EBITDA LTM | 1,0x | 1,9x | - |
| Чистый долг/EBITDA LTM | 0,5x | 1,7x | - |
| Долг/Капитал | 0,7x | 1,5x | - |

**за вычетом процентных платежей*

*Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ*

# Корпоративные события

Наталия Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru
Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

## Совкомфлот (BB+/Ba1/BB): расширение флота и выплата дивидендов привели к росту долговой нагрузки в 3К16

В конце прошлой недели Совкомфлот, крупнейший российский танкерный оператор, опубликовал финансовые результаты за 3К16 и в целом за 9М16, которые мы оцениваем как довольно слабые. В 3К16 выручка (тайм-чартерный эквивалент) и EBITDA компании уменьшились на 12.2% г/г и на 16.4% г/г. Кроме того, долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM выросла до 4.0x на конец 3К16 против 3.0x на начало 3К16.

В 3К16 выручка Совкомфлота (тайм-чартерный эквивалент) составила 289 млн долл. (-12.2% г/г), EBITDA – 171 млн долл. (-16.4% г/г). Уменьшение выручки и EBITDA в 3К16 было обусловлено снижением фрахтовых ставок на спотовом рынке в танкерном сегменте, которые, по данным компании, сократились более чем на 50% г/г. В 3К16 EBITDA margin уменьшилась на 2.9 пп г/г до 59.1%. В целом по итогам 9М16 выручка Совкомфлота (тайм-чартерный эквивалент) снизилась на 8.6% г/г до 865 млн долл., EBITDA – на 6.5% г/г до 539 млн долл.

В 3К16 чистый операционный денежный поток (после выплаты процентных расходов) Совкомфлота уменьшился на 32.6% г/г до 130 млн долл. В отчетном периоде компания приобрела 9 современных танкеров ледового класса и 2 ледокольных судна снабжения морских добывающих платформ, в результате по итогам 3К16 расходы Совкомфлота на CAPEX составили 544 млн долл. (нарастающим итогом с начала 2016 г. расходы на CAPEX составили 604 млн долл.). Кроме того, в 3К16 компания выплатила дивиденды в размере 94.5 млн долл. Для финансирования инвестиционной деятельности Совкомфлот использовал часть денежных средств на счетах и привлек новый долг. В результате, остаток денежных средств на счетах сократился с 497 млн долл. на 30.06.2016 до 318 млн долл. на конец 3К16, совокупный долг вырос с 2.8 млрд долл. до 3.2 млрд долл., чистый долг – с 2.3 млрд долл. до 2.9 млрд долл. Долговая нагрузка Совкомфлота в терминах net debt/EBITDA LTM увеличилась до 4.0x на конец 3К16 против 3.0x на начало 3К16 (3.5x на 01.01.2016). Несмотря на рост долга, объем краткосрочного долга остался незначительным и составил 11.5% кредитного портфеля компании на конец 3К16. Кроме того, остаток денежных средств на счетах на конец 3К16 был достаточным для единовременного погашения около 87% краткосрочного долга.

По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты Совкомфлота за 3К16 и по итогам 9М16 в целом являются нейтральными для рейтингов компании, поскольку определяющее влияние на них оказывают близкие к монопольным рыночные позиции компании и контроль со стороны государства. Так, рейтинги Совкомфлота от S&P и Moody's соответствуют суверенному уровню.

На фоне выпусков компаний с более сильным кредитным профиле евробонды Совкомфлота смотрятся дорого. В этом контексте лучше выглядят бумаги Роснефти.

### Ключевые финансовые показатели Совкомфлота по МСФО за 3К16

| млн долл. | 3К16 | 3К15 | %% |
|---|---|---|---|
| Выручка (тайм-чартерный эквивален | 289 | 329 | -12.2% |
| EBITDA | 171 | 204 | -16.4% |
| Операционная прибыль | 92 | 136 | -32.1% |
| Чистая прибыль | 52 | 82 | -36.2% |
| Рентабельность по EBITDA | 59.1% | 62.0% | -2,9 пп |
| Операционная рентабельность | 31.9% | 41.3% | -9,4 пп |
| Чистая рентабельность | 18.0% | 24.8% | -6,8 пп |
| Чистый операционный денеж. поток* | 130 | 193 | -32.6% |
| CAPEX | 544 | 32 | x17,1 |
| Свободный денежный поток | -414 | 167 | |
| **млн долл.** | **9М16** | **2015** | **%%** |
| Активы | 7 054 | 6 702 | 5.3% |
| *в т.ч. денеж. сред-ва и депозиты* | 318 | 357 | -11.1% |
| Долг** | 3 189 | 2 962 | 7.7% |
| *доля краткосрочного долга* | 11.5% | 10.7% | 0,8 пп |
| Чистый долг** | 2 872 | 2 604 | 10.3% |
| Капитал | 3 582 | 3 481 | 2.9% |
| CAPEX/EBITDA | 1,1x | 1,3x | - |
| Долг/EBITDA LTM | 4,5x | 3,9x | - |
| Чистый долг/EBITDA LTM | 4,0x | 3,5x | - |
| EBITDA/Процентные платежи | 4,1x | 5,4x | - |
| Долг/Капитал | 0,9x | 0,9x | - |

** после выплаты процентных расходов*
*** включает обязательства по финансовому лизингу*

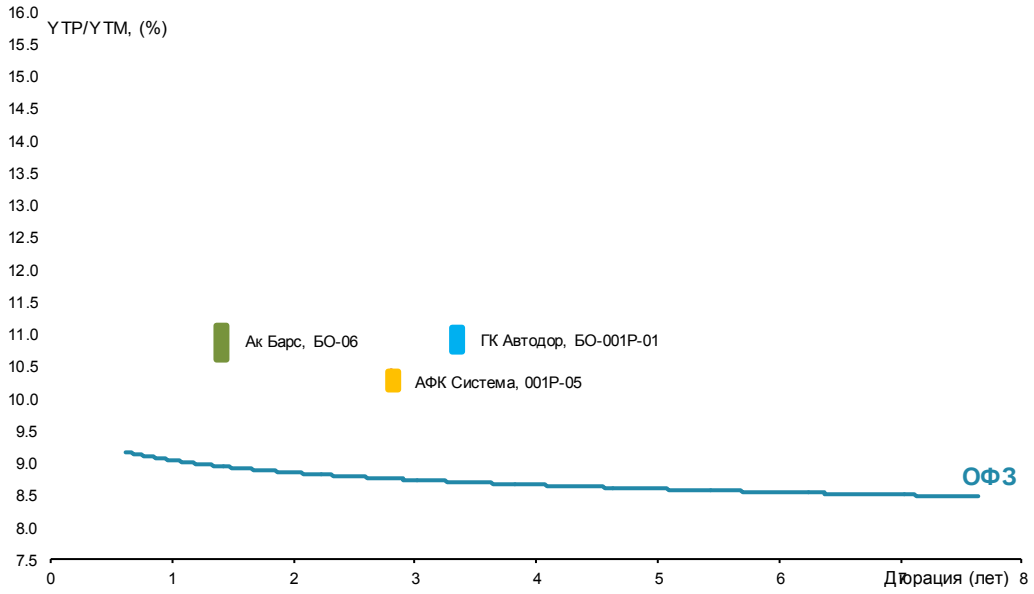
*Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ*

# Первичный рынок

| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир YTP/YTM, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/ Дюрация | Оферта/ Погашение |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ак Барс, БО-06 | - / B2 / BB- | да | 5 000 | 10.78-11.20 | середина ноября | середина ноября | нет / 1.85 г | 2 г / 5 лет |
| ДОК-15, 01 | NR | нет | 2 000 | 18.12 | 14.11.2016 | 16.11.2016 | нет / 4.97 г | нет / 10 лет |
| АФК Система, 001P-05 | BB / Ba3 / BB- | да | 10 000 | 10.17-10.37 | 17.11.2016 | 25.11.2016 | нет / 2.82 г | 3.25 г / 10 лет |
| ГК Автодор, БО-001P-01 | - / - / BBB- | да | 10 000 | 10.78-11.04 | 21.11.2016 | 25.11.2016 | нет / 3.36 г | нет / 4 г |

*Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ*

| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в | Размещенный объем, млн. руб. | Bid cover/ Размещ. объем | Ориентир YTP/YTM, % годовых | Фактическая YTP/YTM, | Дата размещения | Амортизация/ Дюрация |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Атомэнергопром, БО-01 | BB+ / Ba1 / BBB- | да | 15 000 | н/д / 100% | н/д | 9.55 | 14.11.2016 | нет / 1.87 г |
| Полипласт, БО-03 | NR | нет | 1 000 | н/д / 100% | н/д | 16.64 | 11.11.2016 | нет / 1.39 г |
| ГК Самолет, 01 | NR | нет | 1 500 | н/д / 100% | 14.20-14.75 | 14.20 | 11.11.2016 | нет / 1 г |
| АФК Система, 001P-04 | BB / Ba3 / BB- | да | 6 500 | н/д / 100% | 9.99-10.25 | 10.04 | 11.11.2016 | нет / 3.4 г |
| ГТЛК-БО-05 (вторичное) | BB- / Ba2 / BB- | да | 3 400 | н/д / 100% | 11.46 | 11.46 | 02.11.2016 | нет / 4.95 г |
| Локо-банк, БО-06 (вторичное) | - / B2 / B+ | да | 2 294 | н/д / 100% | 11.98-13.02 | 12.63 | 28.10.2016 | нет / 0.43 г |
| ГК Пионер, 001P-01 | B- / - / - | нет | 3 000 | н/д / 100% | 14.49-15.03 | 14.49 | 01.11.2016 | нет / 1.40 г |
| Башнефть, БО-09 | - / Ba1 / BB+ | да | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 9.52 | 27.10.2016 | нет / 4.72 г |
| МКБ-Лизинг, 01 | B+ / - / - | да | 3 000 | н/д / 100% | 12.63-13.16 | 12.89 | 27.10.2016 | нет / 1.41 г |
| Регион Капитал, БО-06 и БО-07 | B- / - / - | нет | 6 000 | н/д / 100% | н/д | 11.83 | 21.10.2016 | нет / 1.42 г |
| СУЭК-Финанс, 001P-01R | - / Ba3 / - | да | 8 000 | 1.4 / 100% | 10.57-10.88 | 10.78 | 26.10.2016 | нет / 2.65 г |
| Внешэкономбанк, 08 (вторичное) | BB+ / Ba1 / BBB- | да | 6 700 | н/д / 100% | 9.94 | 9.94 | 20.10.2016 | нет / 3.4 г. |
| Внешэкономбанк, 19 (вторичное) | BB+ / Ba1 / BBB- | да | 3 000 | н/д / 100% | 9.99 | 9.99 | 17.10.2016 | нет / 3.74 г |
| РЕСО-Лизинг, БО-05 | BB- / - / - | да | 3 000 | н/д / 100% | 12.63-13.16 | 13.00 | 14.10.2016 | нет / 3.85 г |
| Банк Интеза, 001P-01R | - / - / BBB- | да | 3 000 | н/д / 100% | 9.73-10.04 | 9.99 | 13.10.2016 | нет / 2.67 г |
| Фольксваген Банк РУС, 001P-01 | - / - / BBB+ | да | 5 000 | н/д / 100% | 9.88-10.14 | 10.04 | 11.10.2016 | нет / 1.43 г |
| Внешэкономбанк, 18 (вторичное) | BB+ / Ba1 / BBB- | да | 1 300 | 2.1 / 100% | н/д | 10.04 | 11.10.2016 | нет / 2.66 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** | Акции | research@zenit.ru |
| | Облигации | firesearch@zenit.ru |
| Макроэкономика | Владимир Евстифеев | v.evstifeev@zenit.ru |
| Кредитный анализ | Наталия 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** | | |
| | Тимур Мухаметшин | t.mukhametshin@zenit.ru |
| Брокерское обслуживание | 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.

БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

22.11.2016