

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков *e.cherdakov@zenit.ru* Кирилл Сычев *k.sychev@zenit.ru*

Уралкалий: слабый операционный отчет по итогам 2К13, евробонды компании оценены справедливо

Вчера Уралкалий (BBB-/Baa3/BBB-) раскрыл данные по объемам производства хлористого калия за 2К13. Объем выпуска по итогам прошлого квартала составил около 2.4 млн. тонн, а по итогам 1П13 в целом – 4.5 млн. тонн. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые: после увеличения производства хлоркалия в 1К13 на 10.5% г/г (до 2.1 млн. тонн), во 2К13 выпуск упал на 17.2% г/г, что привело к сокращению объемов производства по итогам 1П13 на 6.3% г/г. Негативным для компании фактором также является сохранение в течение 1П13 понижательного тренда в экспортных ценах на хлоркалий, о чем, в том числе, свидетельствуют заключенные трейдером БКК в 1К13 экспортные контракты. Так, цены отгрузки для индийской Indian Potash составила 427 долл. за тонну на условиях CFR, для китайских импортеров Sinochem и CNAMPGC – 400 долл. за тонну на условиях CFR, тогда как средние цены FOB Baltic и FOB Vancouver в 2012 г. находились на уровне 470-480 долл. за тонну. С учетом этого, мы предполагаем, снижение выручки Уралкалия по итогам 1П13 в целом может составить не менее 15% г/г.

Размещенный в конце апреля этого года дебютный 5-летний евробонд URKARM'18 (YTM 4.52/D 4.41) торгуется со спрэдом 130-140 бп к суверенной кривой, обеспечивая премию 40-70 бп к близким по дюрации бумагам Лукойла (BBB-/Baa2/BBB-) и Роснефти (BBB-/Baa1/BBB), что, на наш взгляд, выглядит справедливо.

Корпоративные события

Евгений Чердаков Кирилл Сычев
e.cherdakov@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

РусГидро: умеренно-позитивные результаты в финансовом отчете за 1К13, бумаги компании оценены справедливо

Вчера РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовую отчетность по итогам 1К13. Мы оцениваем раскрытые показатели умеренно-позитивно. В 1К13 выручка компании (с учетом госсубсидий) увеличилась на 3.7% г/г (до 88.35 млрд. руб.), показатель EBITDA – 19.7% г/г (до 23.1 млрд. руб.), что привело к повышению рентабельности по EBITDA до 26.2% (+3.5 пп к 1К12). Основным фактором увеличения выручки и EBITDA в 1К13 стали благоприятные погодные условия, обеспечившие хорошую водность и приток к большинству ГЭС и позволившие нарастить объемы генерации электроэнергии на 14.9% г/г (до 31 962 ГВт*ч), при этом без учета результатов ПАО ЕЭС Востока генерация увеличилась на 26.6% г/г (до 22 305 ГВт*ч). Свой вклад в рост финансовых результатов компании внесло и повышение нерегулируемых цен на электроэнергию: средняя цена реализации на рынке «На сутки вперед» (PCB) в 1-й ценовой зоне выросла на 6% г/г (до 1 051 руб. за МВт*ч), во 2-й ценовой зоне – на 17.7% г/г (до 744 руб. за МВт*ч). По данным «Совета рынка», существенный рост средних цен на PCB во 2-й ценовой зоне «вызван выводом в плановые и аварийные ремонты крупного генерирующего оборудования ГРЭС, снижением объемов ценопринимающего предложения, указываемых поставщиками в заявках сверх объема технологического минимума, и ростом цен в заявках отдельных станций». Кроме того, на результаты РусГидро повлияли рост цены мощности на конкурентном отборе мощности (КОМ) в 1К13, обусловленный повышением цены КОМ на 2013 г. в соответствии с ростом индекса потребительских цен, а также сокращение операционных расходов на 1.4% г/г (до 70.3 млрд. руб.).

Объем капложений РусГидро в 1К13 составил 8.3 млрд. руб. (или достаточно скромные 0.4x EBITDA), что на 38.3% меньше расходов на финансирование CAPEX в 1К12. Вместе с тем, пересмотренный план по объему капложений компании на 2013 г. предполагает снижение расходов на 11.8% по сравнению с 2012 г. – до 74.7 млрд. руб. (без учета затрат на БЭМО, который получает средства в рамках проектного финансирования), что соответствует 1.1x EBITDA LTM, тогда как изначально капризные в 2013 г. предполагалось сохранить примерно на уровне прошлого года. Снижение в 1К13 величины CAPEX г/г, а также увеличение чистого операционного денежного потока на 27.4% г/г (до 17.55 млрд. руб.) позволили РусГидро сформировать свободный денежный поток в размере 9.2 млрд. руб., тогда как в 1К12 его величина составляла лишь 278 млн. руб. Свободный денежный поток был частично направлен на пополнение запаса ликвидности на балансе компании (денежные средства и эквиваленты на конец 1К13 увеличились на 10.5% по сравнению с началом года), что несколько затормозило темпы роста чистого долга РусГидро, который на конец вырос на 14.7% к 2012 г. (до 116.1 млрд. руб.), и, наряду с увеличением скользящей EBITDA LTM (благодаря росту EBITDA в 1К13), позволило обеспечить лишь незначительное повышение уровня долговой нагрузки РусГидро. Так, на конец 1К13 долговая нагрузка составила приемлемые 1.7x в терминах Чистый долг/EBITDA LTM против 1.6x на начало года. С точки зрения кредитных метрик, единственным формальным «раздражителем» в балансе компании по-прежнему остается достаточно высокая доля краткосрочного долга (43.5% на конец 1К13), однако здесь нужно, во-первых отметить, что она снижается (на конец 2012 г. показатель составлял 52.3%), а к этому добавить, что денежные средства на балансе покрывают значительную часть короткого долга (63.2% на конец 1К13), а сама компания обладает широким доступом к госфинансированию, как напрямую (выкуп допэмиссий), так и косвенному (рефинансирование со стороны госбанков).

На рублевом рынке наиболее ликвидные выпуски РусГидро 07/08 (YTP 8.68%/D 3.79) с дюрацией около 4-х лет дают спрэд к ОФЗ около 190 бп и не сильно отклоняются от прочих крупных заемщиков с госучастием в рейтинговой категории «BB», торгуясь на уровне бумаг Аэрофлота (Fitch: BB-/Stable) и предлагая около 20 бп премии к длинным выпускам ТрансКонтейнера (-/Ba3/BB+) и АПРОСА (BB-/Ba3/BB-). В то же время, спрэд РусГидро 07/08 к наиболее ликвидному на участке кривой с дюрацией свыше 3-х лет выпуску ФСК 21 (YTP 8.00%/D 3.27) составляет 50-60 бп, что, на наш взгляд, близко к справедливому уровню и не предполагает значительных перспектив дальнейшего ценового роста бумаг компании. Относительно рублевого евробонда HYDRRM'15 (YTW 8.44/D 2.17) отметим, что он торгуется лишь с минимальным дисконтом (около 10 бп) к обращающимся на локальном рынке бумагам РусГидро.

Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 1К13

млн. руб.	1К13	1К12	%
Выручка	88 358	85 185	3.7%
ЕВITDA*	23 122	19 316	19.7%
Операционный (убыток)/прибыль	14 547	13 905	4.6%
Чистый (убыток)/прибыль	10 698	10 652	0.4%
Рентабельность по EBITDA	26.2%	22.7%	3.5 пп
Операционная рентабельность	16.5%	16.3%	0.1 пп
Чистая рентабельность	12.1%	12.5%	-0.4 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	23 339	19 066	22.4%
Чистый операцион. денеж. поток	17 553	13 773	27.4%
CAPEX	8 320	13 495	-38.3%
Свободный денежный поток	9 233	278	x33.2

млн. руб.	1К13	2012	%
Активы	892 686	854 747	4.4%
в т.ч. денежные средства	43 981	39 819	10.5%
Долг**	160 098	141 035	13.5%
доля краткосрочного долга	43.5%	52.3%	-8.8 пп
Чистый долг	116 117	101 216	14.7%
Капитал	540 174	538 395	0.3%
CAPEX/EBITDA	0.4x	1.3x	-
Долг/EBITDA LTM	2.4x	2.2x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.7x	1.6x	-
EBITDA/Процентные платежи	9.6x	5.7x	-
Долг/Капитал	0.3x	0.3x	-

* показан скорректирован на неденежные статьи

** показатель без учета забалансовых обязательств

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок

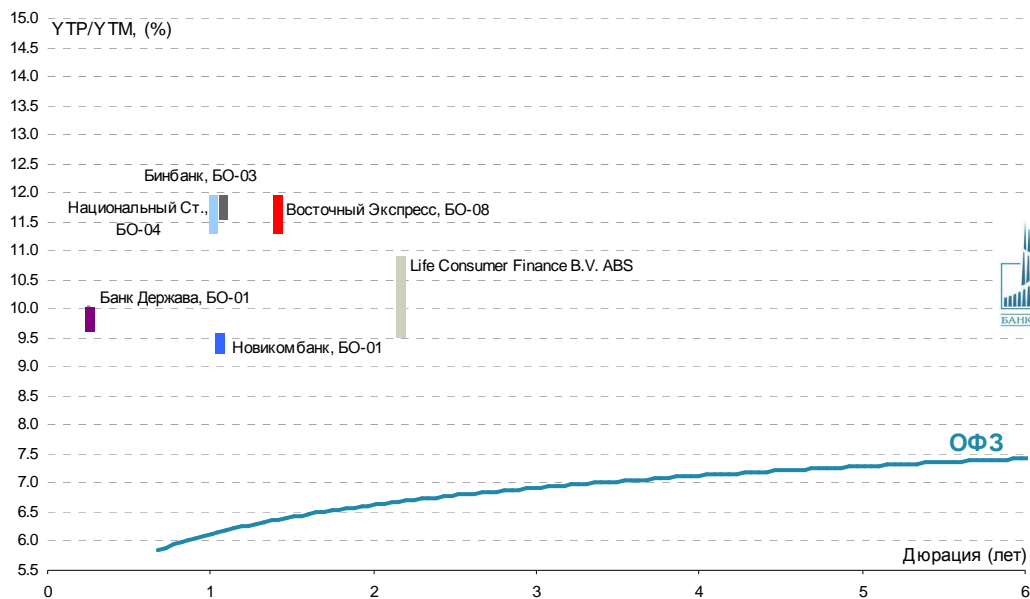
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Банк Держава, БО-01	- / B3 / -	да	1 000	9.75-10.25	08.07.2013	10.07.2013	нет / 0.25 г.	3 мес. / 10 лет
Бинбанк, БО-03	B / Saa1 / Wd	да	2 000	11.57-11.83	12.07.2013	16.07.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Новикомбанк, БО-01 (вторичное)	- / B2 / -	да	до 3 000	9.24-9.51	12.07.2013	16.07.2013	нет / 1 г.	нет / 1 г.
Восточный Экспресс Банк, БО-08	- / B1 / -	да	4 000	11.30-11.83	19.07.2013	23.07.2013	нет / 1.42 г.	1.5 г. / 5 лет
Банк Национальный Стандарт, БО-04	- / B3 / -	да	2 500	11.30-11.83	XX.07.2013	XX.07.2013	нет / 1 г.	1 г. / 5 лет
Life Consumer Finance B.V., 01 (ABS)	BBB / - / -	да	3 200	9.58-10.65	11.09.2013	XX.09.2013	да / 2.15 г.	нет / 4 г.

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

Последние размещения

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размерный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Номос-Банк, БО-05	- / Baa3 / BB	да	7 000	н/д / 100%	8.68-9.20	9.20	02.07.2013	нет / 1 г.
Внешпромбанк, БО-03	B+ / B2 / -	да	3 000	н/д / 100%	11.30-11.83	11.57	28.06.2013	нет / 1.42 г.
РЖД, БО-09	BBB / Baa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	н/д	Купон: 8.40	27.06.2013	н/д
Аптечная сеть 36.6, БО-02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	Конкурс	14.49	25.06.2013	нет / 1 г.
Экспобанк, 03	- / - / B	да	1 500	н/д / 100%	11.30-11.83	11.83	25.06.2013	нет / 1 г.
ЮТэйр-Финанс, БО-11	NR	нет	1 500	1.2 / 100%	12.28-12.82	12.55	21.06.2013	нет / 1 г.
ЮТэйр-Финанс, БО-12	NR	нет	1 500	1.2 / 100%	12.28-12.82	12.55	21.06.2013	нет / 1 г.
ЮТэйр-Финанс, БО-13	NR	нет	1 500	1.2 / 100%	12.28-12.82	12.55	21.06.2013	нет / 1 г.
МБА-Москва, 01	- / B3 / -	да	3 000	1.0 / 100%	не выше 11.04	11.04	20.06.2013	нет / 1.42 г.
Совкомбанк, 02	B / B2 / -	да	2 000	1.9 / 100%	11.30-11.83	11.57	18.06.2013	нет / 1 г.
Связной Банк, БО-01	- / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.63-13.16	12.89	14.06.2013	нет / 1 г.
Ростелеком, 16	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	7.54-7.85	7.64	13.06.2013	да / 1 г.
Транскапиталбанк, БО-02	- / B1 / -	да	2 000	н/д / 100%	9.99-10.25	9.94	11.06.2013	нет / 1 г.
Роснефть, 06	BBB / Baa1 / BBB	да	10 000	1.5 / 100%	8.00-8.16	8.11	11.06.2013	нет / 4.21 г.
Роснефть, 09	BBB / Baa1 / BBB	да	15 000	1.5 / 100%	8.00-8.16	8.11	11.06.2013	нет / 4.21 г.
Роснефть, 10	BBB / Baa1 / BBB	да	15 000	1.5 / 100%	8.00-8.16	8.11	11.06.2013	нет / 4.21 г.
ФСК ЕЭС, 23	BBB / Baa3 / -	да	10 000	н/д / 100%	1-й купон	Купон: 8.40	10.06.2013	н/д
ФСК ЕЭС, 28	BBB / Baa3 / -	да	20 000	н/д / 100%	не более 8.20	Купон: 8.40	10.06.2013	н/д
Альфа Укрфинанс, 01	NR	нет	3 000	1.2 / 100%	13.16-13.96	13.96	07.06.2013	нет / 1 г.
РТК-Лизинг, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.16	07.06.2013	нет / 1 г.



Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	YTR/YTM	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	Globaltrans: - / Ba3 / BB	101.25	9.54	1.52	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/BB-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		101.50	9.19	1.52	
Лента, 03	B+ / - / -	101.75	9.47	2.33	Новое предложение среди компаний потребительского сектора, премия более 50 бп к бумагам X5 при одинаковых рейтингах
ЛенСпецСМУ, 02	B / - / -	107.16	10.78	2.85	Один из самых доходных выпусков строительного сектора, с учетом сопоставимого кредитного качества премию более 50 бп к кривой ЛСР лишь за более длинную дюрацию считаем избыточной
Роснефть, 04	BBB- / Baa1 / BBB	102.09	8.20	3.64	Наиболее ликвидное предложение среди качественных корпоративных заемщиков с госучастием: спрэд к ОФЗ на уровне 120 бп
Роснефть, 05		101.44	8.11	3.64	
ГТЛК, 01	BB- / - / -	101.18	9.26	2.23	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
Русский Стандарт, БО-03	B+ / Ba3 / B+	101.39	8.69	1.08	Доходное предложение среди частных банков категории В+/BB-, более 50 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		101.91	9.26	1.51	
Русфинанс Банк, БО-03	- / Ba1 / BBB+	102.32	8.25	1.26	Спрэд около 250 бп к ОФЗ довольно широкий для рейтинговой категории BBB, премия не менее 50 бп к спредам Росбанка с аналогичным рейтингом
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / B	99.25	11.75	2.42	Дополнительные 150 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 240 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 04.07.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	YTM	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa1 / BBB	104.49	4.68	3.38	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая около 130 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		104.73	5.15	4.00	
VTB'18 (6.875)		106.53	5.34	4.23	
VTB'20		103.99	5.87	5.84	
RUSB'17	B+ / Ba3 / B+	104.11	8.03	3.30	Старший выпуск предлагает достаточно высокую доходность, торгуясь близко к уровням субординированного выпуска HCFBRU'20
CRBKMO'14	- / B1 / BB-	103.59	4.76	1.01	Выпуск интересен для buy&hold с учетом короткой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ / Ba1 / -	104.76	6.26	4.81	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию к сраршему выпуску GPBRU'17 около 130 бп и имеет потенциал сужения спреда на уровне 50 бп
RSHB'21 (sub)	- / Baa2 / BBB-	100.33	5.87	2.69	Очень широкая премия около 250 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHRU'18	BB- / - / B+	91.16	10.38	3.98	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спрэдом около 600 бп к суверенной кривой и предлагая не менее 120 бп к бумагам Альянс Ойл, что, на наш взгляд, выглядит избыточно.
FESHRU'20		91.66	10.49	5.11	
EVRAZ'17	B+ / B1 / BB-	99.04	7.69	3.32	Спрэды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 50 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения

Примечание:

23.04.2013 исключен выпуск ВКМОСC'17 (sub). С момента включения в список рекомендованных бумаг в декабре 2012 г. выпуск подорожал более чем на 200 бп, сузив спрэд к старшим выпускам материнского ВТБ до 80 бп, и, на наш, взгляд, уже в значительной мере отыграл свой потенциал ценового роста. В то же время, в список рекомендованных бумаг включен субординированный выпуск RSHB'21 (YTW 4.7/D 2.82), предлагающий достаточно щедрую премию к собственным старшим выпускам.

19.03.2013 исключен выпуск О'Кей, 02. С момента включения в список рекомендованных бумаг в середине января выпуск продемонстрировал неплохую динамику котировок, подорожав примерно на 100 бп, и не исчерпал полностью весь потенциал ценового роста. Вместе с тем, вышедшие на вторичные торги дебютные выпуски Ленты (S&P: В+/Стабильный) предлагают лучшую доходность по сравнению с бумагами О'Кей (Fitch: В+/Стабильный) при сопоставимой дюрации, при этом Лента, на наш взгляд, характеризуется более сильным кредитным профилем, а ее бумаги обладают более высоким потенциалом сужения спреда к бенчмарку - выпуску X5 Финанс БО-01. В связи с этим, мы исключили из перечня торговых идей выпуск О'Кей, 02, заменив его на выпуски Лента, 01-03.

05.03.2013 исключен выпуск Промсвязьбанк, БО-7. С конца декабря прошлого года выпуск подорожал примерно на 150 бп (спрэд к ОФЗ сузился на 50-60 бп), что ограничивает потенциал дальнейшего роста котировок с учетом относительно короткой дюрации бумаг. В качестве более доходной альтернативы бумагам Промсвязьбанка рекомендуем обратить внимание на новые выпуски Русский Стандарт, БО-03/БО-04.

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

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова

j.shabanova@zenit.ru

Валютные и рублевые облигации

Максим Симагин

m.simagin@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

Макроэкономика/кредитный анализ

Кирилл Сычев

k.sychev@zenit.ru

Кредитный анализ

Евгений Чердаков

e.cherdakov@zenit.ru

Количественный анализ

Дмитрий Чепрагин

d.chepragin@zenit.ru

Акции

Евгения Лобачева

eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин

d.ruchkin@zenit.ru

Андрей Пашкевич

a.pashkevich@zenit.ru

Фарида Ахметова

f.akhmetova@zenit.ru

Марина Никишова

m.nikishova@zenit.ru

Вера Панова

vera.panova@zenit.ru

Алексей Басов

a.basov@zenit.ru

Екатерина Гашигуллина

e.gashigullina@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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.