

# 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): операционный и финансовые отчеты за 9М13 без позитивных изменений, бумаги торгуются на distress-уровнях

Сегодня Русал опубликовал производственные и финансовые результаты за 9М13. Представленные компанией данные отражают продолжение нисходящего тренда цен на рынке алюминия на фоне все еще избыточного, с учетом существующих в мире запасов, предложения, а также сокращение производства на неэффективных мощностях. Так, выпуск первичного алюминия компанией за 9М13 сократился на 5.8% г/г (до 2 953 тыс. тонн), при этом менеджмент намерен снизить производство металла по итогам всего 2013 г. на 9% г/г, то есть наибольшее сокращение выпуска в этом году нам еще предстоит увидеть в отчетности Русала за 4К13.

Выручка Русала по итогам 9М13 снизилась на 7.6% г/г (до 7 635 млн. долл.), что стало следствием как сокращения физических объемов отгрузки (продажи алюминия и сплавов снизились на 7% г/г – до 2 967 тыс. тонн), так и снижения средних цен реализации компании на 1.7% г/г (до 2 179 долл./тонна). В то же время, показатель EBITDA Русала снизился по итогам 9М13 на 20.7% г/г, что с одной стороны, стало следствием более медленных темпов снижения продажной себестоимости (по сравнению с выручкой) и административных расходов (по сравнению с валовой прибылью), а с другой – заметно меньшими по сравнению с прошлым годом списаниями неденежных убытков, отраженных в отчетности. Как следствие, рентабельность по EBITDA за 9М13 снизилась до 7.2% (-1.2 пп г/г). Отметим, что по итогам 9М13 средняя цена тонны алюминия на LME снизилась на 7.6% г/г и составила 1 871 долл., притом, что cash-cost тонны алюминия Русала составил 1 919 долл. (-1.5% г/г). В этих условиях положительная операционная рентабельность компании была обеспечена, в основном, благодаря повышению средней премии за физическую поставку металла к биржевой цене на 38.7% г/г (до 269 долл./тонна). В этой связи озвученное совсем недавно руководством LME намерение сократить очереди на отгрузку металла, вероятно, повлечет за собой снижение биржевой премии, однако, на наш взгляд, это не несет существенных рисков для Русала в краткосрочной перспективе, поскольку, во-первых, на текущий момент не ясно, как быстро новый порядок может быть внедрен, и, во-вторых, снижение запасов в конечном итоге транслируется в рост уже биржевых цен.

Инвестиционная активность Русала в течение 9М13 находилась на умеренном уровне: капвложения в абсолютном выражении составили 384 млн. долл. (+5.8% г/г), в относительном – выросли до 0.7x EBITDA (против 0.5x за 9М12), однако здесь решающим фактором стало сжатие EBITDA. Свободный денежный поток Русала за 9М13 (чистый операционный денежный поток за вычетом CAPEX и процентных платежей), оказался в отрицательной области и составил -519 млн. долл. Кроме того, по итогам 9М13 компания направила на погашение долга около 680 млн. долл. Эти расходы были профинансированы, главным образом, за счет поступлений от продажи части пакета акций НорНикеля и полученных от него же дивидендов, что дало в сумме около 1 140 млн. долл. В то же время, снижение долга не привело к каким-либо существенным изменениям в части долговой нагрузки. Ситуация остается стабильно тяжелой: на конец 3К13 чистый долг компании сохранился на уровне выше 10 млрд. долл., а отношение чистый долг/EBITDA повысилось до 13.2x (против 11.8x на начало года) из-за сокращения денежных потоков. Пожалуй, единственным светлым моментом здесь является преимущественно долгосрочная структура долга компании (краткосрочный долг составлял чуть более 15% на конец 3К13), поскольку платежеспособность компании сейчас, в большей степени, определяется дивидендами НорНикеля и доступом к рефинансированию.

#### Ключевые финансовые показатели РУСАЛа по МСФО за 9М13

млн. долл.	9М13	9М12	%г
Выручка	7 635	8 267	-7.6%
ЕБИТДА	550	694	-20.7%
Операционная прибыль	28	31	-9.7%
Чистый убыток	(611)	(117)	x5.2
Рентабельность по EBITDA	7.2%	8.4%	-1.2 пп.
Операционная рентабельность	0.4%	0.4%	0.0 пп.
Чистая рентабельность	-	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	568	685	-17.1%
Чистый операцион. ден. поток*	(135)	475	-
CAPEX	384	363	5.8%
Свободный денежный поток	(519)	112	-

млн. долл.	9М13	2012	%г
Активы	22 928	25 210	-9.1%
в т.ч. денежные средства	463	505	-8.3%
Долг	10 605	11 334	-6.4%
доля краткосрочного долга	15.1%	8.2%	6.9 пп.
Чистый долг	10 142	10 829	-6.3%
Капитал	9 439	10 732	-12.0%
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.5x	-
Долг/EBITDA LTM	13.8x	12.4x	-
ч. Долг/EBITDA LTM	13.2x	11.8x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	1.2x	1.5x	-
Долг/Капитал	1.1x	1.1x	-

\*за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных показателей РУСАЛа за 9М13

тыс. тонн	9М13	9М12	%г
Производство алюминия	2 953	3 135	-5.8%
продажи алюминия и сплавов	2 967	3 192	-7.0%
Производство бокситов	8 817	9 577	-7.9%
Производство глинозема	5 440	5 671	-4.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуски Русала остаются в числе самых торгуемых бумаг среди эмитентов металлургического сектора, при этом средняя цена по наиболее длинному Русал 08 (УТР 25.61/D 1.36) торгуется сейчас на distress-уровнях по цене около 82% от номинала, предлагая доходность 25.6% годовых к оферте в апреле 2015 г. С точки зрения предлагаемого спреда, альтернативой бумагам Русала являются выпуски Мечела (-/ВЗ/-), доходность которых выше на 5-10 фигур при более длинной дюрации и заметно меньшей ликвидности, при этом, пожалуй, единственным преимуществом выпусков Мечела является их присутствии в списках ломбарда/репо ЦБ.

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

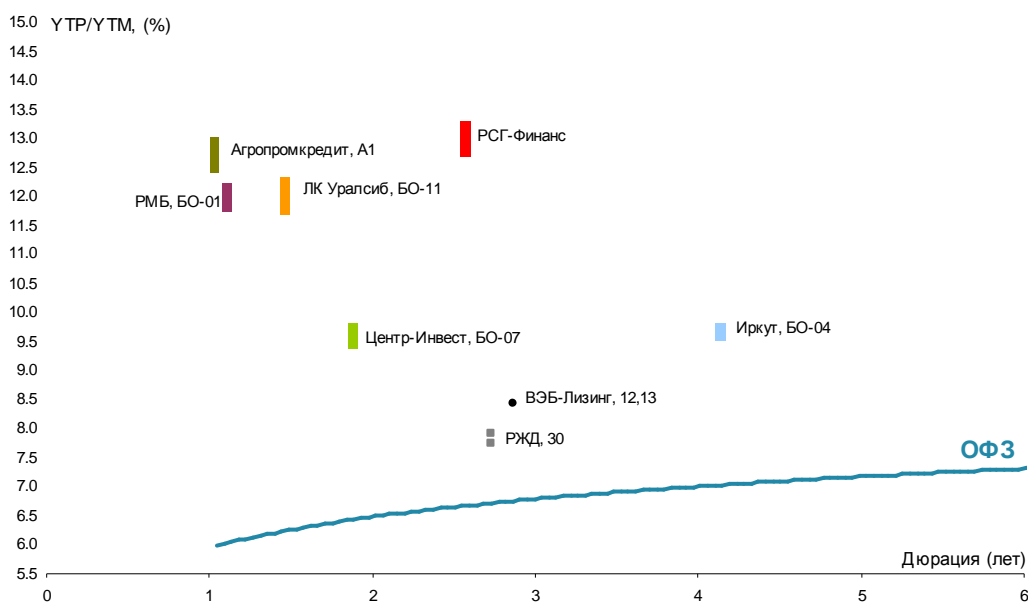
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Управление отходами, 01	NR	нет	2 800	1-й купон: 11.00	н/д	07.11.2013	н/д	5 лет / 10.5 л
РЖД, БО-15	BBB / Baa1 / BBB	да	25 000	1-й купон: 7.30	07.11.2013	11.11.2013	н/д	нет / 25 лет
ВЭБ-Лизинг, 12	BBB / - / BBB	да	5 000	8.42	06.11.2013	12.11.2013	да / 2.87 г.	нет / 5.5 лет
ВЭБ-Лизинг, 13	BBB / - / BBB	да	5 000	8.42	06.11.2013	12.11.2013	да / 2.87 г.	нет / 5.5 лет
РМБ, БО-01	- / B3 / -	да	1 500	11.57-12.10	12.11.2013	14.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Иркут, БО-04	- / Baa2 / -	да	5 000	9.46-9.73	12.11.2013	18.11.2013	нет / 4.09 г.	5 лет / 10 лет
ЛК Уралсиб, БО-11	- / - / B+	да	2 000	11.73-12.28	15.11.2013	19.11.2013	да / 1.47 г.	нет / 3 г.
Центр-Инвест, БО-07	- / Baa3 / -	да	2 000	9.41-9.73	15.11.2013	19.11.2013	нет / 1.87 г.	2 г. / 5 лет
РСГ-Финанс	B- / - / -	да	3 000	12.63-13.16	20.11.2013	26.11.2013	нет / 2.59 г.	нет / 3 г.
РЖД, 30	BBB / Baa1 / BBB	да	15 000	7.74-7.90	21.11.2013	26.11.2013	нет / 2.73 г.	3 г. / 15 лет
Агропромкредит, А1	- / B2 / -	да	1 500	12.36-12.89	XX.11.2013	XX.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

## 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	Амортизации Дюрация
КБ МИА, БО-01	- / Baa2 / -	да	1 500	н/д / 100%	8.68-9.20	8.79	06.11.2013	нет / 1.44 г.
Номос-Банк, 12 (вторичное)	- / Baa3 / BB-	да	до 2 200	н/д / 100%	8.70-8.90	н/д	06.11.2013	нет / 1.23 г.
Трансфин-М, БО-20	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	06.11.2013	нет / 2.64 г.
Трансфин-М, БО-21	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	06.11.2013	нет / 2.64 г.
Трансаэро, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.12-12.66	12.55	31.10.2013	нет / 1.80 г.
АйМаниБанк, 01	- / B3 / -	да	1 500	н/д / 100%	13.10-13.65	13.65	31.10.2013	нет / 1 г.
МКБ, БО-07	BB- / B1 / BB-	да	5 000	2.0 / 100%	9.31-9.41	9.31	30.10.2013	нет / 2.68 г.
Икс 5 Финанс, БО-03	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	9.10-9.31	9.05	30.10.2013	нет / 2.69 г.
ГК Пионер, 01	B- / - / -	да	2 000	н/д / 100%	14.49-15.03	15.03	30.10.2013	нет / 1.40 г.
Трансфин-М, БО-19	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	30.10.2013	нет / 2.64 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	30.10.2013	нет / 2.66 г.
Домашние деньги, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	18.81-19.91	19.91	29.10.2013	нет / 1 г.
Райффайзенбанк, БО-01	BBB / Baa3 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	7.80-7.95	7.80	29.10.2013	нет / 1.89 г.



# Торговые идеи

## ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	- / B1 / -	102.30	8.43	1.24	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		102.06	8.67	1.23	
ГЕОТЕК Сейсморазведка, 01	В / - / -	100.02	10.72	2.59	Дебютный выпуск лидера российского рынка нефтесервисных услуг в сегменте сейсморазведки, более 200 бп премии к бумагам БК Евразия
ГТЛК, 01	ВВ- / - / -	101.50	9.40	1.98	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.26	9.47	1.99	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / B2 / В+	101.15	9.44	1.29	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 100 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		100.90	9.33	1.22	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	100.60	10.24	1.12	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет 30-40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 80-180 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.09	11.46	2.18	Дополнительные 80 бп к спрэду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 180 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 11.11.2013

## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa2 / BBB	106.35	3.99	3.13	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая 70-100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		107.31	4.41	3.78	
VTB'18 (6.875)		109.35	4.57	3.89	
VTB'20		106.36	5.43	5.68	
RCCF'17	В+ / B2 / В	98.58	8.38	2.27	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	ВВ+ / Ba3 / ВВ+	106.21	5.90	4.63	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию около 140 бп к старшему и более короткому выпуску GPBRU'17 и имеет потенциал сужения спреда на уровне не менее 50 бп
RSHB'21 (sub)	- / Ba3 / ВВ+	100.28	5.88	2.34	Выпуск интересен за счет относительно небольшой дюрации и широкой премии (порядка 200 бп) к собственным старшим выпускам
FESHRU'18	ВВ- / - / В+	90.26	10.81	3.79	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спрэдом свыше 800 бп к суверенной кривой
FESHRU'20		89.95	10.96	4.97	
EVRAZ'18	В+ / B1 / ВВ-	99.77	6.81	3.90	Спреды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 120 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали
EVRAZ'18 (9.5)		109.75	6.91	3.75	

Данные в таблице по состоянию на 11.11.2013

# 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 Пospelов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@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	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Количественный 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>
	Андрей Пашкевич	<a href="mailto:a.pashkevich@zenit.ru">a.pashkevich@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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.