

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

**РУСАЛ (NR): нейтральные данные в финансовом отчете за 1K14 – рентабельность компании поддержали рост премий и девальвация рубля, кроме того, достигнуты договоренности о рефинансировании большей части долга**

Сегодня крупнейший мировой производитель алюминия раскрыл финансовую отчетность за 1K14. Мы, в целом, нейтрально оцениваем опубликованные данные. Так, финансовые результаты РУСАЛа в 1K14 продолжали сокращаться: выручка снизилась на 20.8% г/г (до 2 123 млн. долл.), показатель EBITDA – на 29.7% г/г (до 173 млн. долл.), что привело к уменьшению рентабельности по EBITDA до 8.1% (в 1K13 – 9.1%). Сокращению выручки способствовало как снижение объема продаж алюминия (на 14.1% г/г), так давление со стороны цен. Отметим, что в 1K14 цены на LME обновили минимум: средняя цена на бирже снизилась на 14.7% г/г (до 1 708 долл./т), что отчасти компенсировало рост премий за физическую поставку, которые также достигли рекордных уровней (средняя премия выросла на 27.3% г/г). В итоге, средняя цена продажи алюминия для РУСАЛа в 1K14 снизилась более плавно – на 11.4% г/г (до 2 042 долл./т). Отметим также, что в ближайшее время можно ожидать сохранения премий на высоких уровнях: во-первых, объем металла на складах LME к концу 1K14 снизился по сравнению с началом года, а, кроме того, около 45% от хранящихся объемов уже законтрактовано и ожидает отгрузки. К этому нужно еще добавить, что в марте РУСАЛ выиграл судебный спор против LME, заблокировав тем самым пересмотр правил отгрузки металла со складов биржи, что должно было привести к снижению сроков ожидания отгрузки и вполне могло спровоцировать опережающее сокращение премий. Дополнительную поддержку операционной рентабельности РУСАЛа в 1K14 оказали также работа по повышению внутренней эффективности за счет консервации ряда неэффективных мощностей, а также девальвация рубля, которые позволили снизить себестоимость в алюминиевом сегменте на 11.7% г/г (до 1 741 долл./т).

Свободный денежный поток компании по итогам 1K14, также как и годом ранее, находился в отрицательной зоне, составив -196 млн. долл. (рост на 12.6% г/г). Это, в основном, стало следствием отрицательного чистого операционного денежного потока (после вычета уплаченных процентов показатель составил -77 млн. долл.), а также небольшого роста CAPEX (на 8.2% г/г), которые в 1K14 составили 119 млн. долл. Дефицит средств был покрыт, главным образом, за счет денежных средств на балансе – их объем сократился на 22.9% (до 552 млн. долл.) к началу года.

Объем долга РУСАЛа на конец 1K14 практически не изменился к началу года и составил 10 892 млн. долл. В то же время, снижение EBITDA в 1K14 и сокращение запасов ликвидности на балансе привело к дальнейшему повышению долговой нагрузки компании. Так, ее уровень в терминах чистый долг / EBITDA LTM вырос до 17.9x, тогда как на начало года показатель составлял 15.5x. Впрочем, долговая нагрузка компании и ранее находилась на запредельном уровне, а способность к обслуживанию долга уже достаточно давно определялась внешними факторами – доступом к рефинансированию и своевременным поступлением дивидендов по акциям НорНикеля (BBV-/Baa2/BB+). Так что, в этом смысле не произошло каких-либо значимых изменений. Гораздо более критичным выглядит резкий рост объема краткосрочных обязательств: к концу 1K14 почти вся задолженность (точнее 91.3%) компании была классифицирована как краткосрочная, что, вероятно, было связано

### Ключевые финансовые показатели РУСАЛа по МСФО за 1K14

млн. долл.	1K14	1K13	%
Выручка	2 123	2 682	-20.8%
EBITDA	173	246	-29.7%
Операционная прибыль	30	64	-53.1%
Чистый убыток	(325)	19	-
Рентабельность по EBITDA	8.1%	9.2%	-1.0 пп
Операционная рентабельность	1.4%	2.4%	-1.0 пп
Чистая рентабельность	-	0.7%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	179	252	-29.0%
Чистый операцион. ден. поток*	(77)	(64)	20.3%
CAPEX	119	110	8.2%
Свободный денежный поток	(196)	(174)	12.6%
млн. долл.	1K14	2013	%
Активы	19 268	20 480	-5.9%
в т.ч. денежные средства	552	716	-22.9%
Долг	10 892	10 825	0.6%
доля краткосрочного долга	91.3%	15.5%	75.8 пп.
Чистый долг	10 340	10 109	2.3%
Капитал	5 328	6 650	-19.9%
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	18.8x	16.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	17.9x	15.5x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	1.1x	1.0x	-
Долг/Капитал	2.0x	1.6x	-

\* за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

### Динамика объема продаж и цен на алюминий в 1K14

	1K14	1K13	%
Продажи алюминия, тыс. тонн	854	994	-14.1%
Средняя цена продажи, \$/тонна	2 042	2 306	-11.4%
Средн. цена на LME, \$/тонна	1 708	2 003	-14.7%
Средн. премия к LME, \$/тонна	336	264	27.3%
Себестоим. алюминия, \$/тонна	1 741	1 971	-11.7%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

с неопределенностью относительно достижения договоренности с кредиторами о рефинансировании и/или пролонгации кредитных соглашений. В этой связи можно отметить, что, согласно комментариям менеджмент РУСАЛа, компания уже смогла договориться о рефинансировании 70% долга, в том числе Сбербанк предоставит рефинансирование кредитов на 5.6 млрд. долл. до 2021 г.

Выпуски Русала продолжают торговаться на уже привычных distress-уровнях, впрочем, на фоне распродаж, последовавших за обострением кризиса на Украине, бумаги перестали так уж выделяться на общем фоне. В марте бумаги двигались вместе с рынком: так, с началом политического обострения более короткий РУСАЛ Братск 07 потерял около 10 фигур в цене и опускался до 90% от номинала, сейчас же котировки стабилизировались на уровне немного выше 93%. Отметим, впрочем, что основной объем выпуска (73%) была выкуплена в ходе оферты, исполненной 4 марта. Более ликвидный РУСАЛ Братск 08 за тот же период потерял в цене около 5 фигур, локальный минимум был достигнут на уровне 85.12%, тогда как текущие котировки находятся на уровне 86.75% от номинала.

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

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	Оферта/ Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	----------------------	-------------------

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	Амортизация Дюрация
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, АЗО	BBB / Ваа1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгулай-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ва3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Ваа1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 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>

<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>

<b>Аналитическое управление</b>	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>
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

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.