

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### Черкизово (Moody's: B2/Stable): позитивный финансовый отчет по итогам 1K14, однако бумаги компании малоликвидны

Вчера Группа «Черкизово» раскрыла финансовые результаты за 1K14, которые мы оцениваем позитивно. Так, по итогам прошлого квартала выручка компании показала умеренное снижение в долларовом выражении (на 1.6% г/г) и составила 377 млн. долл., тогда как EBITDA удвоилась, достигнув 56 млн. долл. Как следствие, значительно выросла и рентабельность по EBITDA компании – до 14.9%, тогда как в 1K13 показатель находился на минимальном уровне в 7.3%. Величина долга Черкизово к концу 1K14 не изменилась в долларовом выражении к началу года, составил 848 млн. долл., тогда как долговая нагрузка снизилась в терминах чистый долг/EBITDA до 4x против 4.3x на начало года, что стало следствием роста EBITDA по итогам прошлого квартала. Отметим, что в 1K14 существенное влияние на динамику финансовых результатов Черкизово оказало ослабление курса рубля (отчетность компания представляет в долларах), которое (по данным Bloomberg) в 1K14 составило, в среднем, 12.7% по отношению в 1K13.

В разрезе операционных сегментов основным драйвером роста EBITDA стало свиноводство: выручка сегмента по итогам 1K14 выросла на 28.3% г/г (до 87 млн. долл.), при этом EBITDA составила около 30 млн. долл. (в 1K13 был убыток на 2 млн. долл.), а рентабельность по EBITDA восстановилась до нормального для сегмента уровня в 34.8%. В птицеводстве выручка сегмента снизилась на 3.1% г/г (до 202 млн. долл.), при этом EBITDA выросла на 36.8% г/г (до 27 млн. долл.), что позволило повысить рентабельность по EBITDA сегмента до 13.4% (против 9.5% в 1K13). В то же время, мясопереработка показала слабые результаты: выручка сегмента упала на 8.5% г/г (до 119 млн. долл.), а EBITDA – сразу в 2 раза г/г (до 7 млн. долл.). Как следствие, рентабельность по EBITDA сегмента в 1K14 опустилась до 5.6% (против 11.1% в 1K13). Отметим, что на динамику показателей сегментов повлияло, опять же, ослабление рубля, а также рост объемов продаж и восстановление цен, в первую очередь, на свинину, на фоне стабильных цен на зерно и комбикорма.

Напомним, что в 1K14 компания увеличила продажи в сегменте птицеводства на 12.6% г/г (до 90.5 тыс. т), тогда как средняя долларовая цена реализации снизилась на 11.9% г/г (до 2.23 долл./кг). В свиноводстве Черкизово показало достаточно умеренное (по меркам прошлого года) увеличение продаж – на 17.2% г/г (до 40.4 тыс. т). Вместе с тем, показатели роста в сегменте выглядят неплохо, абстрагируясь от высокой базы прошлых периодов (в 2013 г. объемы реализации свинины выросли на 51.7% г/г, а для 1K13 рост продаж г/г и вовсе составил 58.4%). Высокие темпы роста продаж по итогам 2013 г. были обусловлены, с одной стороны, выходом свиноводческих комплексов на полную мощность, а с другой – желанием компании компенсировать потерю выручки и повысить маржу на фоне сильного сокращения цен на живых свиней, триггером для которого стало вступление России в ВТО в августе 2012 г. Вместе с тем, куда больше позитива принесло восстановление цен на свинину. Так, устойчивый рост цен на живых свиней начался еще во 2П13, а к апрелю 2014 г. оптовые цены на живых свиней уже выросли примерно на 40% к началу года, превысив 100 руб./кг. Восстановление цен подстегнул введенный Роспотребнадзором в конце января запрет на импорт живых свиней и свиноводческой продукции из всех стран ЕС в ответ на вспышки АЧС, зафиксированный в Литве и Польше. Если обратиться к статистике Черкизово, то в 1K14 средняя долларовая цена реализации выросла на

#### Ключевые финансовые показатели Черкизово по US GAAP за 1K14

млн. долл.	1K14	1K13	%
Выручка	377	383	-1.6%
EBITDA	56	28	x2.0
Операционная прибыль	35	6	x5.8
Чистая прибыль/(убыток)	25	(1)	-
Рентабельность по EBITDA	14.9%	7.3%	7.5 пп
Операционная рентабельность	9.3%	1.6%	7.7 пп
Чистая рентабельность	6.6%	-	-
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	49	24	x2.0
Чистый операц. денеж. поток	33	29	13.8%
CAPEX	39	38	2.6%
Свободный денежный поток	(6)	(9)	-33.3%

млн. долл.	1K14	2013	%
Активы	1992	2047	-2.7%
в т.ч. ден. ср-ва и эквиваленты	16	64	-75.0%
Долг	848	845	0.4%
доля краткосрочного долга	41.3%	38.0%	3.3 пп
Чистый долг	832	781	6.5%
Капитал	922	978	-5.7%
CAPEX+M&A	100	172	-
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.9x	-
(CAPEX+M&A)/EIBITDA	1.8x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	4.1x	4.7x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	4.0x	4.3x	-
EIBITDA/Процентные расходы*	2.4x	3.8x	-
Долг/Капитал	0.9x	0.9x	-

\* процентные расходы за вычетом госсубсидий

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных показателей Черкизово за 1K14

	1K14	1K13	%
<b>Птицеводство</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	90.5	80.4	12.6%
Ср. цена реализации, руб./кг*	77.90	76.92	1.3%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.23	2.53	-11.9%
<b>Свиноводство</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	40.4	34.4	17.2%
Ср. цена реализации, руб./кг*	73.55	57.36	28.2%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.10	1.89	11.1%
<b>Мясопереработка</b>			
Объем продаж, тыс. тонн	29.7	29.4	0.8%
Ср. цена реализации, руб./кг*	152.52	147.16	3.6%
Ср. цена реализации, долл./кг*	4.36	4.84	-9.9%

\* - цены без учета НДС

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

11.1% г/г (до 2.1 долл./кг) даже на фоне роста курса доллара. Наконец, результаты сегмента мясопереработки не принесли существенных изменений с точки зрения объема продаж, который в 1К14 сохранился на уровне прошлого года и составил около 29.7 тыс. т, однако сегмент оказался в ценовых ножницах: в долларах цена реализации снизилась на 9.9% г/г (до 4.36 долл./кг) на фоне роста цен на сырье.

По итогам 1К14 операционный денежный поток Черкизово вырос на 13.8% г/г и составил 33 млн. долл. при этом объем капвложений сохранился на уровне 1К13, составив 39 млн. долл. или 0.7x EBITDA. В результате, как и по итогам прошлого года, свободный денежный поток компании ушел в минус (-6 млн. долл.). Впрочем, финансирование инвестиций было лишь вторым по масштабам источником затрат: в 1К14 Черкизово приобрело птицеводческую компанию ЛИСКО-Бройлер, расходы по сделке в прошлом квартале составили более 60 млн. долл. Отметим, что после приобретения новых мощностей Черкизово повысило прогноз на текущий год по объемам производства в сегменте птицеводства до 415 тыс. тонн, что на 18.6% больше прежнего ориентира (350 тыс. тонн). Приобретение ЛИСКО, по оценкам Черкизово, сделало компанию крупнейшим в России производителем бройлеров с суммарной мощностью более 500 тыс. тонн в живом весе. Таким образом, общие инвестиционные расходы Черкизово (CAPEX+M&A) в 1К14 составили около 100 млн. долл., из которых за счет средств операционного денежного потока покрыта была лишь примерно треть. Для финансирования этих расходов был использован почти весь запас ликвидности на балансе (объем денежных средств сократился с 64 млн. долл. на начало года до 16 млн. к концу 1К14), а также привлечен долг на 23 млн. долл.

Объем долга Черкизово в долларах на конец 1К14 практически не изменился по сравнению с началом года и составил 848 млн. долл. Стабильная величина долга, несмотря на новые заимствования в 1К14, стала результатом валютной переоценки долгового портфеля, который сформирован, главным образом, за счет рублевых обязательств. В то же время, чистый долг Черкизово вырос к концу 1К14 на 6.5%, что стало следствием сокращения денежных средств на балансе компании, однако этот рост был более чем компенсирован кратным ростом EBITDA в 1К14. В итоге, уровень долговой нагрузки в терминах чистый долг / EBITDA снизился до 4x против 4.3x на начало года. Впрочем, долговая нагрузка Черкизово остается на достаточно высоком уровне, что дополнительно усугубляется большой долей краткосрочных обязательств в структуре долга, которая на конец 1К14 выросла до 41.3%. Также отметим, что Черкизово обновило прогноз по объему инвестпрограммы на 2014 г. – расходы теперь ожидаются на уровне 6.5 млрд. руб. (ранее 7 млрд. руб.).

Подводя итог, отметим, что, на наш взгляд, отчетность за 1К14 позитивна для кредитного профиля Черкизово. Так, компания показала фундаментально хорошие результаты, отразив начало восстановления привычного уровня операционной рентабельности на фоне роста цен на свинину и птицу, а кроме того – укрепив свой лидирующий статус в российской птицеводческой отрасли. Вместе с тем, давление на кредитное качество Черкизово по-прежнему оказывает долговая нагрузка и структура задолженности, что смягчается наличием доступа к рефинансированию (объем неиспользованных кредитных линий на конец прошлого года составлял 608 млн. долл.). По нашим оценкам, заявленный объем инвестиций в 6.5 млрд. руб. может быть профинансирован за счет операционного денежного потока компании и не потребует существенного увеличения задолженности. В то же время, рост EBITDA продолжится на фоне восстановления и сохранения более высоких цен, а также увеличения объемов производства в птицеводстве. Таким образом, если не будет каких-либо новых M&A-сделок до конца года, мы предполагаем, что к концу года уровень долговой нагрузки вполне может скорректироваться до 3.4x-3.6x в терминах чистый долг / EBITDA.

Внутренний долговой рынок продолжает оставаться под давлением событий на Украине, в связи с чем в отдельных бумагах компаний потребительского сектора ликвидность сейчас практически отсутствует. Это в полной мере относится и к Черкизово БО-04, который индикативно торгуется со спрэдом около 170 бп к ОФЗ, что достаточно близко к спрэдам бумаг X5 (B+/B2/-) и Группы О'Кей (Fitch:B+/Stable) сопоставимой дюрации и лишает выпуск Черкизово привлекательности.

# Первичный рынок

Чепрагин Дмитрий Кирилл Сычев  
d.chepragin@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

## Элемент Лизинг, БО-03 (В/-/-): заявленные ориентиры выпуска вряд ли могут быть интересны в текущих условиях

Со вторника и до конца недели ООО «Элемент Лизинг» начал принимать заявки инвесторов на приобретение облигаций серии БО-03 объемом 2 млрд руб. Срок обращения займа составляет 5 лет, при этом условиями выпуска предусмотрена годовая оферта. Техническое размещение на ФБ ММВБ запланировано на 3 июня. Ориентир ставки купона установлен в диапазоне 12.5-13.00% годовых, что соответствует УТР на уровне 13.10-13.65% годовых. Организатором размещения выступает ОАО АКБ "СОЮЗ".

Компания ООО «Элемент Лизинг», занимающая по данным Эксперт РА 27-ое место в рейтинге крупнейших лизинговых компаний РФ с общим объемом активов 9.2 млрд руб. на конец 2013 г., является одним из лидеров рынка в сегменте небольших лизинговых контрактов. Элемент Лизинг входит в структуру Группы «Базовый Элемент», которая объединяет такие компании, как РУСАЛ, СК Ингосстрах, «Группа ГАЗ» и др. Конечным бенефициаром компании является О. Дерипаска. Основой деятельности компании является предоставление в лизинг спецтехнику и коммерческий автотранспорт, преимущественно продукцию Группы ГАЗ, розничным клиентам и предприятиям МСБ через довольно обширную региональную сеть, которая представлена в 75 городах РФ. С точки зрения роста компания занимает 17-е место по объему нового бизнеса в рейтинге лизинговых компаний РФ по итогам 2013 г. В 2013 г. компания заключила лизинговых сделок на сумму 11.4 млрд руб., а объем лизингового портфеля составил 11.8 млрд руб. Основными источниками фондирования являются кредиты крупнейших российских банков, а также иностранных финансовых институтов, при этом компания характеризуется высокой долей собственных средств (17.8% пассивов на 01.01.14), а также умеренной концентрацией кредиторов (на 5 крупнейших банков приходилось 43.0% пассивов).

Элемент Лизинг первый из компаний третьего эшелона, который решил разместить краткосрочный долг в недавно открывшееся окно размещений. На текущий момент на рынке облигации Элемент Лизинг представлен двумя выпусками, по Элемент Лизинг, БО-01 предусмотрена оферта в начале сентября 2014 г., а Элемент Лизинг серии 02 был выкуплен на 59% по оферте в сентябре 2012 г., в связи с чем оба выпуска характеризуются низкой ликвидностью и не репрезентативны в качестве ориентира для нового выпуска. В качестве ориентира на рынке, на наш взгляд, можно рассмотреть банки рейтинговой группы «В», по которым индикативные биды в среднем находятся на уровне 500 бп. Верхняя граница ориентира доходности Элемент Лизинг, БО-03 предлагает к ним премию в размере не более 60 бп, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 560 бп. На наш взгляд, справедливая премия к сопоставимым по рейтингам банкам начинается от 50 бп., что объясняется более высокой прозрачностью банковского бизнеса, наличием четких регулятивных требований, а также доступом к рефинансированию в ЦБ. Поэтому заявленные ценовые ориентиры вряд ли могут быть интересны в текущих условиях.

## Элемент Лизинг, БО-03

### Основные параметры выпусков

Эмитент	ООО Элемент Лизинг
Рейтинги (S&P/M/F)	В / - / -
Ломбардный список ЦБ	да
Номинальный объем	2 000 млн. руб.
Оферта	Через 1 года @ 100%
Срок обращения	5 лет
Купонный период	91 день
Ориентир по купону	12.50 - 13.00% годовых
Ориентир по УТР	13.10 - 13.65% годовых
Дюрация	1 года
Организаторы	ОАО АКБ "СОЮЗ"

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

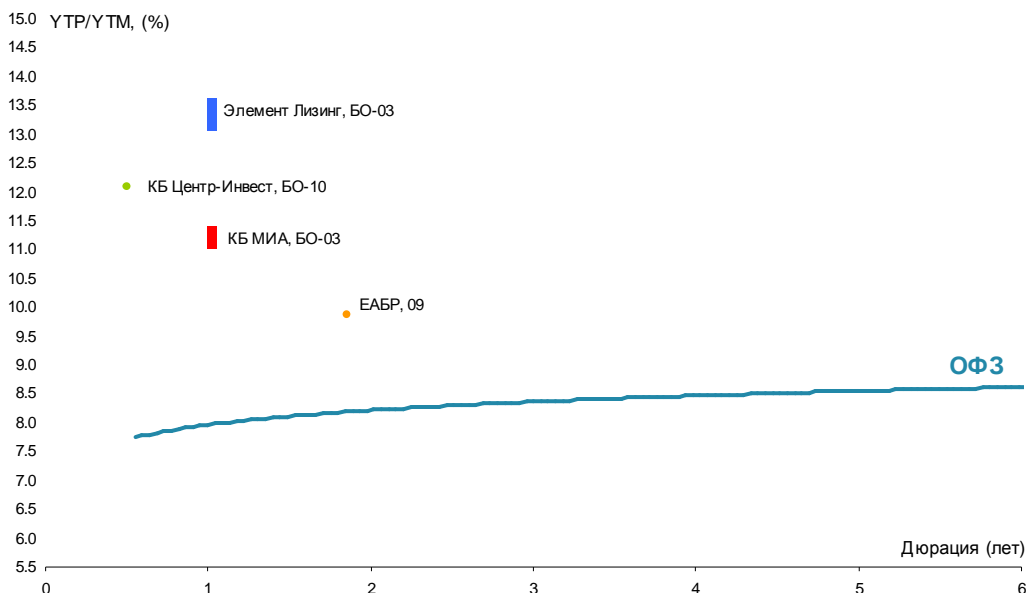
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ва3 / -	да	3 000	12.10	22.05.2014	28.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 5 лет
ЕАБР, 09	BBB / А3 / -	да	5 000	9.88	27.05.2014	02.06.2014	нет / 1.86 г	2 г / 7 лет
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	13.10-13.65	30.05.2014	03.06.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
КБ МИА, БО-03	- / Ва2 / -	да	2 000	11.04-11.30	04.06.2014	06.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

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
АИЖК, БО-02	BBB- / Ваa1 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.27-10.60	10.00	27.05.2014	нет / 1.84 г
Башнефть, БО-05	- / Ва2 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.99	26.05.2014	нет / 3.68 г
Юникредит Банк, БО-21	BBB / Ваa2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваa3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваa3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
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	- / Ваa3 / 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, А30	BBB / Ваa1 / -	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
Разгуляй-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



# 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

		<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>
	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.