

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

АЛРОСА (ВВ-/Ваз/ВВ): сильный финансовый отчет по итогам 1К14, евробонд оценен справедливо

Сегодня АЛРОСА, крупнейшая алмазодобывающая компания, опубликовала финансовую отчетность за 1К14. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. Компания отразила в отчетности рекордные темпы роста финансовых результатов: выручка увеличилась на 42.7% г/г (до 56.3 млрд. руб.), а показатель EBITDA – на 64.9% г/г (до 26.1 млрд. руб.), что привело к повышению рентабельности по EBITDA до 46.4% (против 40.1% в 1К13). В то же время, быстрые темпы роста EBITDA на фоне увеличения остатков денежных средств на балансе (к концу 1К14 выросли на 74.1% по сравнению с началом года) компании позволили АЛРОСА также снизить уровень долговой нагрузки до минимального за последние пару лет уровня – 1.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 1.9x на начало года).

Столь сильная динамика финансовых результатов АЛРОСА в 1К14 обусловлена рядом факторов, среди которых можно отметить хорошую рыночную конъюнктуру, что позволило заметно увеличить физические объемы реализации алмазов. Так, по итогам прошлого квартала общие продажи выросли на 23.3% г/г (до 12.7 млн. кар.), при этом продажи ювелирных алмазов росли опережающими темпами – на 25% г/г (до 9.5 млн. кар.). В условиях роста спроса АЛРОСА активно распродала стоки, поскольку рост добычи в 1К14 составил лишь 5.3% г/г (до 7.9 млн. тонн). Влияние динамики цен было скорее нейтральным: по итогам 1К14 средневзвешенная цена реализации алмазов сохранилась на уровне прошлого года, составив 119 долл. за кар. (+0.3% г/г), при этом небольшое снижение цен на ювелирные алмазы (на 1.6% г/г) было компенсировано ростом цен на технические камни. Кроме того, заметный вклад в рост выручки АЛРОСА в 1К14 внесло и ослабление рубля (средний курс к доллару снизился на 12.7% г/г по данным Bloomberg) с учетом того, что около 90% доходов от продажи алмазов формируется за счет реализации на экспорт. В то же время, опережающий рост EBITDA в 1К14, помимо фактора увеличения выручки, был также обеспечен за счет повышения валовой маржи до 49.9% против 48.7% в 1К13.

На фоне роста выручки АЛРОСА, в том числе за счет распродажи запасов, впечатляющие темпы роста в 1К14 продемонстрировал и чистый операционный денежный поток, который увеличился в 2.3 раза г/г (до 27.4 млрд. руб.) и более чем компенсировал рост расходов на финансирование капвложений. Объем CAPEX в 1К14 вырос на 26.7% г/г и составил 8.3 млрд. руб. или умеренные 0.3x EBITDA. Как следствие свободный денежный поток АЛРОСА в 1К14 также показал кратный рост – в 3.6 раза по сравнению с 1К13 (до 19.1 млрд. руб.). Свободный денежный поток АЛРОСА в 1К14 был использован для сокращения долговой нагрузки: так, около 12.4 млрд. руб. составило чистое погашение долга, а оставшаяся часть пополнила запас ликвидности на балансе (денежные остатки к концу 1К14 выросли до 16.1 млрд. руб. против 9.3 млрд. руб. на начало года). Величина долга к концу 1К14 мало изменилась по сравнению с началом года, составив около 136.9 млрд. руб. (-1.2% к 4К13). Сохранение долга на прежнем уровне (в рублевом выражении), несмотря на состоявшиеся в 1К14 погашения, было обусловлено переоценкой валютной части долгового портфеля АЛРОСА, которая формирует порядка 84% всех обязательств (из рублевого долга у компании практически только бонды на 20 млрд. руб.). Тем не менее, высокие темпы роста EBITDA и увеличение денежной позиции в 1К14 стали основными предпосылками понижения долговой нагрузки до самого низкого за 2 последних года уровня в 1.5x чистый долг/EBITDA LTM (на начало года показатель

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА по итогам 1К14

млн. руб.	1К14	1К13	%%
Выручка	56 291	39 459	42.7%
ЕБИТДА	26 098	15 825	64.9%
Операционная прибыль	21 900	11 985	82.7%
Чистая прибыль	6 059	6 258	-3.2%
Рентабельность по EBITDA	46.4%	40.1%	6.3 пп
Операционная рентабельность	38.9%	30.4%	8.5 пп
Чистая рентабельность	10.8%	15.9%	-5.1 пп
Операц. ден. поток до изм. обор. кап.	25 783	15 022	71.6%
Чистый операцион. денеж. поток*	27 424	11 866	x2.3
CAPEX	8 338	6 579	26.7%
Свободный денежный поток	19 086	5 287	x3.6

млн. руб.	1К14	2013	%%
Активы	357 871	354 871	0.8%
в т.ч. денежные средства	16 143	9 270	74.1%
Долг	136 931	138 591	-1.2%
доля краткосрочного долга	35.8%	40.6%	-4.8 пп
Чистый долг	120 788	129 321	-6.6%
Капитал	167 646	159 461	5.1%
CAPEX+M&A	8 338	45 156	-
CAPEX/EBITDA	0.3x	0.6x	-
(CAPEX+M&A)/EITDA	0.3x	0.7x	-
Долг/EITDA LTM	1.7x	2.0x	-
Чистый долг/EITDA LTM	1.5x	1.9x	-
EITDA/Процентные платежи	26.1x	7.3x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.9x	-

* за вычетом процентных платежей

Источник: отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов АЛРОСА в 1К14

млн. карат	1К14	1К13	%%
Добыча алмазов	7.9	7.5	5.3%
Реализация алмазов	12.7	10.3	23.3%
т.ч. ювелирных	9.5	7.6	25.0%
технических	3.2	2.7	18.5%
Ср. цена реализ. алмазов, \$/карат	119.0	118.6	0.3%
ср. цена реализ. ювел. алмаз., \$/карат	155.0	157.5	-1.6%
ср. цена реализ. техн. алмаз., \$/карат	12.0	9.1	31.9%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

составлял 1.9х).

В то же время, на конец 1К14 у АЛРОСА по-прежнему сохранялась достаточно высокая доля краткосрочных обязательств в структуре долга (35.8%). Напомним, что это стало следствием срыва в апреле этого года сделки по продаже компанией своих газовых активов, которые должна была приобрести Роснефть. В результате продажи АЛРОСА ожидала получить около 1.38 млрд. долл., которые могли быть направлены на погашение краткосрочного долга, который, в общем-то, и был, в свое время, привлечен компанией только для выкупа этих активов у ВТБ. Вместе с тем, насколько мы понимаем, АЛРОСА уже решила эту проблему за счет получения длинных кредитов от Альфа-Банка и ЮниКредит Банка на 1.44 млрд. долл. – этого объема достаточно для рефинансирования всех краткосрочных обязательств. Как следствие, в начале этого месяца S&P подтвердило рейтинг АЛРОСА на уровне ВВ- со стабильным прогнозом, тогда как с середины этого февраля рейтинг находился в списке CreditWatch с негативным прогнозом, что было во многом обусловлено как раз опасениями агентства относительно недостаточного уровня ликвидности и рисков рефинансирования.

На текущий момент евробонд ALRSRU'20 отыграл ценовые потери, понесенные в ходе 2-х волн распродаж, случившихся за последние 4 месяца, торгуясь по 110.39 от номинала. Спрэд бумаги к суверенной кривой составляет около 210 бп, то есть дает премию 50-60 бп к близкому по дюрации выпуску НЛМК (ВВ+/Ваа3/ВВВ-) и сопоставимый дисконт к евробонду Металлоинвеста (ВВ/Ва2/ВВ), что мы считаем, в целом, справедливым, принимая во внимание куда более слабую конъюнктуру на рынках черной металлургии и сырья для нее. На локальном рынке бумаги АЛРОСА индикативно торгуются со средним спрэдом около 110 бп к кривой ОФЗ – это даже немного уже среднего спреда близких по дюрации выпусков НЛМК и отражает, на наш взгляд, ограниченную ликвидность бондов АЛРОСА.

Первичный рынок

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

Газпромбанк БО-09 (ВВВ-/Ваа3/ВВВ-): новый выпуск смотрится интересно, начиная с нижней границе ориентира доходности

Сегодня Газпромбанк в течение дня проведет сбор заявок на приобретение выпуска трехлетних облигаций серии БО-09 объемом 10 млрд руб. Индикатив ставки купона составляет 9.60-9.80% годовых, что соответствует доходности к полуторалетней оферте в диапазоне 9.83-10.04% годовых на дюрации 1.43г. Техническое размещение облигаций на бирже запланировано на 27 июня.

После долгой паузы, вызванной геополитической напряженностью на Украине, Газпромбанк был один из первых, кто в конце мая вышел на первичный рынок. Банку удалось успешно разместить выпуск серии БО-08 (УТР 9.99%/ D 1 год) объемом 10 млрд руб. по нижней границе доходности с переподпиской в 1.3х. После чего на первичном рынке посыпался шквал предложений от банковского сектора, причем выпуски существенно разнились, как категорией заемщиков, так и параметрами по доходности и дюрации. На фоне стабилизации конъюнктуры рынка все размещения проходили по нижней границе доходности или с существенным понижением ориентиров доходности. Таким образом, Газпромбанк решил вновь протестировать спрос со стороны инвесторов на новый долг в весьма подходящий момент, что позволило удлинить дюрацию по выпуску, а также снизить параметры доходности по сравнению с предложением месяцем ранее. Так маркируемый ориентир доходности по выпуску Газпромбанк, БО-09 соответствует спреду к кривой ОФЗ в диапазоне 180-200 бп., предлагая премию в размере 30-50 бп. к более короткому собственному выпуску серии БО-08. Учитывая минимальный наклон кривой ОФЗ на участке от года до двух лет, премия в размере 30 бп. к торгующемуся выпуску за не столь значительное удлинение дюрации нам видится сверх достаточной, в связи с чем, новый выпуск Газпромбанка, на наш взгляд, смотрится интересно, начиная с нижней границе доходности.

Газпромбанк, БО-09

Основные параметры выпусков

Эмитент	ОАО "Газпромбанк"
Рейтинги (S&P/M/F)	ВВВ- / Ваа3 / ВВВ-
Ломбардный список ЦБ	да
Серия БО-09	10 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Через 1.5 года @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	9.60-9.80% годовых
Ориентир по УТР	9.83-10.04% годовых
Дюрация	1.43 года
Организаторы	ОАО "Газпромбанк"

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

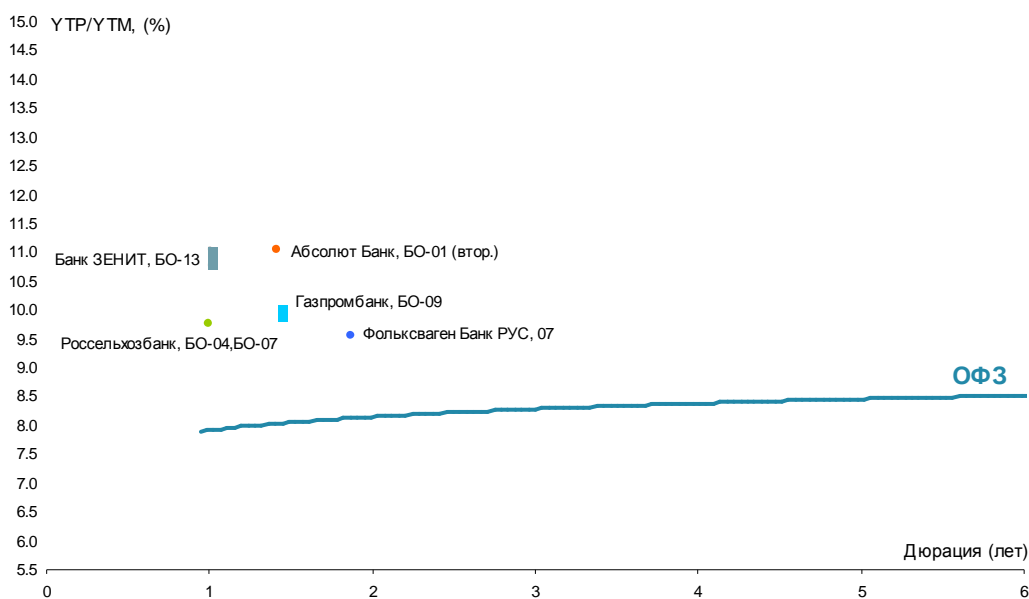
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашения
Россельхозбанк, БО-04	- / Ваа3 / BBB-	да	5 000	9.78	18.06.2014	25.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	9.78	18.06.2014	25.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	9.57	19.06.2014	25.06.2014	нет / 1.87 г	2 г / 5 лет
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	не более 11.04	23.06.2014	25.06.2014	нет / 1.42 г	нет / 1.5 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ва3 / BB-	да	5 000	10.78-11.04	24.06.2014	26.06.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	9.83-10.04	24.06.2014	27.06.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 3 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д	25.06.2014	27.06.2014	н/д	н/д / 6 лет
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д	25.06.2014	27.06.2014	н/д	н/д / 6 лет
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д	25.06.2014	27.06.2014	н/д	нет / 10 лет
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д	25.06.2014	30.06.2014	н/д	н/д / 10 лет
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д	Конкурс	30.06.2014	н/д	н/д / 10 лет

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
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ва3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, 03	B+ / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.63-12.89	12.68	20.06.2014	нет / 0.5 г
Т-Генерация, 01	NR	нет	1 150	н/д / 100%	н/д	12.36	20.06.2014	нет / 3.89 г
Трансфин-М, БО-24	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	16.06.2014	нет / 2.64 г
Альфа-Банк, БО-10	BB+ / Ва1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.51-10.78	9.99	11.06.2014	нет / 1.86 г
Русфинанс Банк, БО-08	BBB- / Ва1 / BBB+	да	4 000	4.4 / 100%	10.14-10.41	9.94	10.06.2014	нет / 1 г
КИТ Финанс Капитал, БО-03	NR	нет	2 000	н/д / 100%	Конкурс	8.16	09.06.2014	нет / 2.72 г
КБ МИА, БО-03	- / Ва2 / -	да	2 000	н/д / 100%	11.04-11.30	11.04	06.06.2014	нет / 1 г
РГС Недвижимость, 01	NR	нет	3 200	н/д / 100%	н/д	11.30	06.06.2014	нет / 0.5 г
ДельтаКредит, БО-01	- / Ваа3 / BBB+	да	3 000	н/д / 100%	н/д	10.83	05.06.2014	нет / 3.61 г
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.10-13.65	13.37	03.06.2014	нет / 1 г
ЕАБР, 09	BBB / А3 / -	да	5 000	1.8 / 100%	9.88-10.15	9.88	02.06.2014	нет / 1.86 г
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ва3 / -	да	3 000	1.5 / 100%	12.10-12.36	12.10	28.05.2014	нет / 0.5 г
АИЖК, БО-02	BBB- / Ваа1 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.27-10.60	10.00	27.05.2014	нет / 1.84 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

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
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.