

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Евраз (В+/Вз/ВВ-): сильный финансовый отчет за 1П14, бумаги компании по-прежнему предлагают хорошую компенсацию за риск

Вчера Евраз опубликовал финансовую отчетность по итогам 1П14, которую мы оцениваем как сильную. Несмотря на снижение выручки в 1П14 на 7% г/г (до 6 805 млн. долл.), показатель EBITDA компании вырос на 16.8% г/г (до 1 080 млн. долл.), что позволило увеличить рентабельность по EBITDA в 1П14 до 15.9% (рост на 3.2 пп г/г). Величина долга Евраза на конец 1П14 снизилась на 8.3% к 4К13 и составила 7 204 млн. долл. Сокращение долга и рост EBITDA в 1П14 привели к заметному сокращению долговой нагрузки, которая опустилась уровня 2.9x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года этот показатель составлял 3.4x.

Сокращение выручки Евраза в 1П14 было обусловлено как снижением отгрузок, так и снижением цен на продукцию, причем, если в стальном сегменте влияние сокращения продаж преобладало, то в горнорудном сегменте, наоборот, основным фактором было продолжающееся падение цен на металлургическое сырье, тогда как цены на готовую продукцию демонстрировали признаки восстановления. Так, отгрузки металлургической продукции в 1П14 снизились на 5.1% г/г, составив 6 922 тыс. тонн. Основным фактором стало снижение продаж плоского проката более чем в 2 раза г/г (до 570 тыс. тонн), что было частично компенсировано увеличением объемов отгрузок полуфабрикатов (+8.9% г/г, до 1 923 тыс. тонн), ж/д-продукции (+19.3%, до 1 046 тыс. тонн) и трубных изделий (+22.6%, до 521 тыс. тонн). На этом фоне результаты горнорудного сегмента выглядят гораздо лучше в сопоставлении г/г: производство ж/р-агломерата выросло на 18.7% г/г (до 5 717 тыс. тонн), тогда как выпуск коксующегося концентрата чуть снизился по сравнению с прошлым годом (-2.7% г/г, до 6 669 тыс. тонн). Вместе с тем, по итогам 1П14 средние цены реализации в долларах в основном продолжили демонстрировать понижительную динамику в годовом сопоставлении, что отчасти нивелировалось слабым рублем. Так, средние цены для американских предприятий Евраза остались примерно на уровне прошлого года, за исключением строительного проката, где рост составил около 5% г/г. Средние долларовые цены на российском рынке в 1П14 снизились на 4-5% г/г по основным продуктовым группам, кроме полуфабрикатов, для которых рост цен составил 6-7% г/г. В рамках горнорудного сегмента по-прежнему наблюдается заметное снижение цен, которое в 1П14 для ж/р-продукции составило 15-20% г/г, а для коксующегося концентрата – около 20% г/г.

Рост операционной рентабельности Евраза произошел благодаря ужесточению контроля за расходами, обеспечившему опережающие темпы снижения издержек. Так, в 1П14 себестоимость продаж компании сократилась на 11.8% г/г, тогда как SG&A-расходы – на 10.8% г/г.

По итогам 1П14 чистый операционный денежный поток Евраза показал весьма впечатляющую динамику, увеличившись почти в 2.5 раза г/г, и составил 486 млн. долл. Этот рост, вкупе со снижением капитальных расходов более чем на четверть г/г, вывели свободный денежный поток “в плюс” – показатель составил около 120 млн. долл., тогда как в прошлом году он составлял -294 млн. долл. CAPEX Евраза в 1П14 составил 366 млн. долл. (-25.9% г/г) или 0.3x EBITDA. Свободный денежный поток Евраза, наряду с частью ликвидных активов на балансе (денежные средства сократились на 15.3% к 4К13, до 1 418 млн. долл.), были использованы сокращения долга. К концу 1П14 долг Евраза снизился на 8.3% к началу года и составил 7 204 млн. долл. Доля краткосрочных обязательств в структуре долга также уменьшилась – до 17.3% на конец 1П14 (против 23.1% на начало года). Снижение долга на фоне

Ключевые финансовые показатели Евраза за 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%
Выручка	6 805	7 319	-7.0%
ЕВITDA	1 080	925	16.8%
Операционная прибыль	297	145	x2.0
Чистая прибыль/(убыток)	1	(146)	-
Рентабельность по EBITDA	15.9%	12.6%	3.2 пп
Операционная рентабельность	4.4%	2.0%	2.4 пп
Чистая рентабельность	-	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	970	743	30.6%
Чистый операцион. ден. поток*	486	200	x2.4
CAPEX	366	494	-25.9%
Свободный денежный поток	120	(294)	-

млн. долл.	1П14	2012	%
Активы	16 333	17 689	-7.7%
в т.ч. ликвидные активы	1 418	1 675	-15.3%
Долг**	7 204	7 857	-8.3%
доля краткосрочного долга	17.3%	23.1%	-5.8 пп
Чистый долг	5 786	6 182	-6.4%
Капитал	5 080	5 463	-7.0%
CAPEX/EBITDA	0.3x	0.5x	-
Долг/EBITDA LTM	3.6x	4.3x	-
Чистый долг/EBITDA	2.9x	3.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	4.1x	3.1x	-
Долг/Капитал	1.4x	1.4x	-

* за вычетом уплаченных процентов и налогов

** включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

роста EBITDA позволило компании снизить уровень долговой нагрузки ниже 3х к концу 1П14: отношение чистый долг / EBITDA опустилось до 2.9х, тогда как еще на начало года оно составляло 3.4х. Опережающее сокращение долговой нагрузки Евраза является безусловным позитивом: кредитные метрики компании, особенно уровень долговой нагрузки, все еще отстают от показателей более «качественных» металлургов, однако радует уже само движение в правильном направлении. Еще одним заслуживающим упоминания достижением компании стала успешная сделка по привлечению 5-летнего синдицированного кредита на сумму в 425 млн. долл., которая была завершена в этом месяце. Как сообщил Евраз, полученные средства были направлены на рефинансирование короткого долга. С одной стороны, кредит был привлечен по повышенной ставке, с другой – достижением стал уже факт самой сделки в условиях сокращения доступа российских компаний к западному фондированию, тем более что Евраз нельзя назвать первоклассным заемщиком в полном смысле в текущих непростых для отрасли условиях.

Средний спрэд рублевой кривой Евраза к ОФЗ составляет сейчас около 580 бп, что означает премию более 450 бп к ММК (-/Ва3/ВВ+) и НЛМК (ВВ+/Ваа3/ВВВ-), что выглядит слишком широко, даже учитывая куда более слабый кредитный профиль Евраза. В евробондах у компании, в целом, схожая картина, хотя ликвидность там выше, а премии – ниже. За прошедшее 1.5 месяца с середины июля, отмеченной стартом последней волны распродаж, в терминах спрэдов короткие евробонды Евраза выглядели хуже рынка, расширив спрэд к кривой UST, в среднем, на 150-160 бп, сейчас бумаги торгуются со спрэдом к UST на уровне в 600 бп. Длинные бумаги двигались вместе с рынком и расширили спрэд к UST примерно на 100 бп, при этом исключением стал EVRAZ'20, который показал весьма неплохую динамику и расширил спрэд к UST лишь на 70 бп за тот же период. Это стало следствием того, что бумага наиболее активно восстанавливалась после распродаж, текущие котировки находятся на уровне 91.96% от номинала, то есть выпуск отыграл почти ¼ ценовых потерь. В целом, длинные выпуски торгуются сейчас со спрэдом около 660 бп к UST. Если сравнивать бумаги Евраза с близкими по дюрации евробондами НЛМК (ВВ+/Ваа3/ВВВ-) и Северстали (ВВ+/Ва1/ВВ+), то можно отметить, что для коротких бумаг Евраза премия к евробондам Северстали составляет около 270 бп, тогда как для длинных выпусков премия к бумагам Северстали и НЛМК составляет уже 280-300 бп. На наш взгляд, это делает евробонды Евраза интересными для тех инвесторов, которые готовы принимать более высокий кредитный риск.

Башнефть (-/Ва2/ВВ): сильный финансовый отчет по итогам 1П14, несмотря на рост долга, бумаги компании не особо привлекательны

Вчера Башнефть опубликовала финансовый отчет по итогам 1П14, который мы оцениваем как сильный. В 1П14 выручка компании выросла на 18.9% г/г (до 309.8 млрд. руб.), а EBITDA – на 21.4% г/г (до 53.4 млрд. руб.), при этом рентабельность по EBITDA Башнефти сохранилась на уровне прошлого года, составив 17.2% (+0.3 пп г/г). В 1П14 компания существенно нарастила долг, который вырос на 81.3% к началу года и достиг 164.6 млрд. руб. Вместе с тем, долговая нагрузка компании к концу 1П14 выросла не так значительно, составив 0.9х чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 0.7х. Умеренное повышение уровня долговой нагрузки было обусловлено ростом EBITDA, а также тем, что две трети от привлеченного долга не было израсходовано сразу, эти средства пополнили счета компании (объем денежных средств на балансе вырос в 3.5 раза к началу года).

Рост финансовых результатов Башнефти по итогам 1П14 был обеспечен за счет увеличения экспортных поставок нефти, объем которых в натуральном выражении вырос на 22.6% г/г (до 2.5 млн. тонн). Впрочем, неплохой рост показали и поставки в страны Таможенного Союза (ТС), которые выросли на 16.1% г/г (до 0.3 млн. тонн), и продажи на внутреннем рынке (рост в 4.3 раза г/г, до 0.5 млн. тонн). Совокупные отгрузки нефти Башнефти в 1П14 выросли на 36.5% г/г и достигли 3.3 млн. тонн. В то же время, индикативная цена нефти Urals в 1П14 была стабильна относительно уровня прошлого года и составила 107.4 долл. за барр. (+0.7% г/г). Объем поставок нефтепродуктов и продуктов нефтехимии также вырос, но куда более умеренно – на 8.9% г/г (до 13 млн. тонн). Прирост был обеспечен за счет экспортных продаж, которые выросли на 9% г/г (до 4.5 млн. тонн), тогда как отгрузки на внутренний рынок стагнировали (снизились на 0.4% г/г, до 5 млн. тонн), поставки в страны ТС и вовсе упали почти в 2 раза – до 0.2 млн. тонн (-45.4% г/г). Отметим, что в течение 1П14 экспортные цены на нефтепродукты демонстрировали разнонаправленную и достаточно умеренную динамику (рост либо снижение в пределах 4% г/г), тогда как внутренние рублевые цены демонстрировали уверенный рост (в зависимости от

Динамика операционных результатов Евраза в 1П14

тыс. тонн	1П14	1П13	%
Металлургический сегмент			
Кокс (товарная продукция)	528	754	-30.0%
Чугун	6 122	6 259	-2.2%
Сталь	7 793	8 148	-4.4%
Стальная продукция*, в т.ч.			
Полуфабрикаты	6 922	7 291	-5.1%
Строительный прокат	1 923	1 766	8.9%
Ж/д-продукция	2 552	2 572	-0.8%
Плоский прокат	1 046	877	19.3%
Трубные изделия	570	1 285	-55.6%
Прочее	521	425	22.6%
	310	367	-15.5%
Горнорудный сегмент			
Ж/р-агломерат (Россия)	5 717	4 815	18.7%
Окатыши (Россия)	3 147	3 119	0.9%
Куковская руда (Украина)	1 450	1 461	-0.8%
Прочее ЖРС	1 034	1 107	-6.6%
Коксующийся уголь (добыча)	9 760	9 083	7.5%
Конц. коксующегося угля (пр-во)	6 669	6 851	-2.7%
Энергетический уголь (добыча)	757	495	52.9%
Энергетический концентрат (пр-во)	28	63	-55.6%

*за исключением внутригрупповых поставок

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 1П14

млрд. руб.	1П14	1П13	%
Выручка	309.8	260.5	18.9%
ЕБИТДА	53.4	44.0	21.4%
Операционная прибыль	42.6	34.8	22.3%
Чистая прибыль	29.8	25.3	17.9%
Рентабельность по EBITDA	17.2%	16.9%	0.3 пп
Операционная рентабельность	13.7%	13.4%	0.4 пп
Чистая рентабельность	9.6%	9.7%	-0.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	54.5	44.9	21.3%
Чистый операцион. денежный поток	47.1	22.8	x2.1
CAPEX	19.2	14.5	32.6%
Свободный денежный поток	27.9	8.3	x3.4

млрд. руб.	1П14	2013	%
Активы	502.9	447.8	12.3%
в т.ч. денежные средства	57.5	16.4	x3.5
Долг	164.6	90.8	81.3%
доля краткосрочного долга	14.6%	13.1%	1.5 пп
Чистый долг	107.1	74.4	43.9%
Капитал	178.6	236.3	-24.4%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.3x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	1.1x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	1.5x	0.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.9x	0.7x	-
EBITDA/Процентные платежи	11.5x	13.7x	-
Долг/Капитал	0.9x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

наименования, на 6-18% г/г). Тем не менее, все нефтяные компании в течение 1П14 стремились нарастить экспортные продажи, что было связано, главным образом, с ослаблением курса рубля (средний курс снизился к доллару на 12.7% г/г по данным Bloomberg). Девальвация рубля оказала заметную поддержку и номинированным в рублях финансовым результатам Башнефти в 1П14, с учетом ее преимущественно экспортной структуры реализации продукции.

По итогам 1П14 Башнефть показала весьма впечатляющий рост операционных поступлений: чистый операционный денежный поток увеличился более чем в 2 раза г/г и достиг 47.1 млрд. руб. Объем капвложений в 1П14 вырос на 32.6% г/г, составив 19.2 млрд. руб. весьма умеренные 0.4x EBITDA. На фоне увеличения операционных поступлений свободный денежный поток Башнефти по итогам 1П14 вообще вырос в 3.4 раза к уровню прошлого года и составил 27.9 млрд. руб. Впрочем, даже этой суммы было недостаточно для покрытия всех расходов компании в 1П14. Начнем с того, что Башнефть в 1П14 потратила около 39 млрд. руб. на финансирование M&A – сделок, из которых основной объем (36.1 млрд. руб.) пришелся на покупку 100% акций Бурнефтегаза (новый добывающий актив в Тюменской области). Кроме того, еще 17.9 млрд. руб. Башнефть потратила на выкуп собственных акций. Расходы в таких масштабах потребовали привлечения долгового финансирования, которое привело к значительному росту задолженности компании. Так, долг Башнефти на конец 1П14 вырос на 81.3% по сравнению с началом года и достиг 164.6 млрд. руб., при этом структура долга сильно не изменилась, а доля краткосрочного долга на конец 1П14 составила 14.6% (против 13.1% на начало года). Впрочем, повышение долговой нагрузки Башнефти было куда менее драматичным: отношение чистого долга к EBITDA LTM к концу 1П14 выросло до 0.9x, тогда как на начало года оно находилось на уровне 0.7x. Это было обусловлено, в меньшей степени, ростом EBITDA в 1П14, однако основным фактором стало то, что около 2/3 привлеченных долговых средств не были потрачены и пополнили резерв ликвидности на балансе компании (денежные остатки выросли 3.5 раза к началу года – до 57.5 млрд. руб.). Подводя итог, отметим, что, на наш взгляд, итоги 1П14 усилили кредитный профиль Башнефти, при этом повышение долговой нагрузки вовсе не стало критичным для компании, показатель сохранился на достаточно невысоком уровне. А после того, как сделка по покупке Бурнефтегаза была завершена, агентство Fitch подтвердило рейтинг Башнефти на уровне BB/Positive, заметив, что эта сделка усилит позиции компании в нефтедобыче, при этом Башнефть все еще сохраняет достаточно большой потенциал увеличения долговой нагрузки в рамках текущего рейтинга.

Средний спрэд кривой бумаг Башнефти составляет сейчас 120-130 бп к ОФЗ, что, вероятно, в большей степени обусловлено опережающим ростом доходностей суверенной кривой в связи с последовательным ужесточением западных санкций, которое можно было наблюдать в последнее время. Вместе с тем, более короткие бумаги Газпром нефти (BBB-/Ваа2/BBB) индикативно торгуются сейчас со спрэдом 140-150 бп, а средний спрэд по бумагам Роснефти (BBB-/Ваа1/-) составляет сейчас 110-120 бп, что даже на фоне санкций и связанных с ними проблем этих компаний, на наш взгляд, не добавляет привлекательности выпускам Башнефти. Кроме того, вокруг самой Башнефти сейчас также есть определенный негатив, который связан с арестом ее акций, что уже, скорее всего, сорвало планировавшееся на сентябрь IPO. Отметим, что вчера Мосгорсуд признал законным арест акций Башнефти как обеспечительной меры в рамках расследования уголовного дела о растрате и легализации денежных средств в отношении Урала Рахимова, который в прошлом занимал пост главы компании, а также бизнесмена Левона Айрапетяна.

Динамика операционных результатов Башнефти в 1К14

тыс. тонн	1П14	1П13	%%
Добыча нефти	8 489	7 768	9.3%
Первичная переработка нефти	10 799	10 501	2.8%
Производство нефтепродуктов	9 959	9 612	3.6%
Глубина переработки нефти	84.9%	85.3%	-0.4 пп
Выход светлых нефтепродуктов	60.5%	60.7%	-0.2 пп

Источник: Данные Компании

Корпоративные события

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

Группа ЛСР (-B2/B): сильный отчет за 1П14, выпуски компании имеют более доходные альтернативы

Вчера Группа ЛСР, один из крупнейших девелоперов коммерческой и жилой недвижимости в Петербурге, опубликовал финансовую отчетность по итогам 1п/г 2014г. Финансовые показатели компании традиционно выглядят достаточно сильно. В частности, компания восстановила темпы роста, сгенерировала сильный денежный поток, увеличила запас ликвидности и снизила показатели долговой нагрузки. Компания показала внушительный рост выручки, который составил 55% г/г. Насколько мы понимаем, здесь важным фактором стало изменение положений учетной политики, в соответствии с которыми выручка признается только после получения разрешения на ввод объекта в эксплуатацию. Это обстоятельство повлекло пересчет данных за 1П13 и существенно занизило базу сравнения. Но даже с поправкой на этот факт, рост выручки компании составил бы порядка 17% г/г, что повторяет посткризисный максимум 2012г.

Основным драйвером роста компании традиционно является сегмент девелопмента, а именно показатели Петербургского подразделения компании, объемы которого обеспечили более половины роста. Компания зафиксировала увеличение показателей рентабельности на уровне EBITDA и операционной прибыли на 3-4 пп., что было обусловлено контролем коммерческих и административных расходов. На фоне увеличения объемов строительства, особенности учетной политики, подразумевающие невысокую «синхронность» признания доходов и реального движения денежных средств, продолжают играть «в плюс» для компании. Чистый операционный денежный поток ЛСР увеличился в 7.5 раз до 8.1 млрд руб. в основном благодаря увеличению поступлений от продаж объектов, находящихся в процессе строительства, которые классифицируются в отчетности в качестве предоплат до момента их ввода в эксплуатацию. Это обстоятельство в сочетании со снижением объема капвложений, позволили компании показать рекордный для полугодия объем свободного денежного потока на уровне 7.3 млрд. руб., который пополнил запас ликвидности на балансе.

Совокупный долг компании практически не изменился с начала года и остался вблизи отметки 35 млрд. руб., а отношение Долг/EBITDA приблизилось к уровню 2x за счет роста бизнеса и увеличения рентабельности ЛСР. Из общей картины отчетности несколько выбивается ухудшение срочной структуры долга и рост его краткосрочной части до 30%, но, учитывая то, что денежный запас компании превышает весь краткосрочный долг почти в полтора раза, риски рефинансирования ЛСР в течение ближайших месяцев можно признать минимальными.

В обращении на рублевом рынке находятся 3 выпуска ЛСР на участке дюрации до 1 года. При этом последние сделки в годовом выпуске ЛСР БО-4 проходили на уровне YTM 10.6%, что трансформируется в спред к кривой ОФЗ на уровне 200 бп. В качестве более доходной альтернативы выпуску в секторе строительных компаний можно выделить бумагу ЛенСпецСМУ 02, которая предлагает спред более 350 бп за годовое увеличение дюрации. При более широком взгляде на рынок можно выделить выпуск Мираторг БО-03, спред которого к ОФЗ также составляет более 350 бп при дюрации 1.5 года.

Ключевые финансовые показатели
Группы ЛСР по МСФО за 6 мес. 2014г.

млн. руб.	1П14	1П13	%
Выручка	32 408	20 848	55.5%
EBITDA	5 348	2 867	86.6%
Операционная прибыль	3 535	1 350	x1.6
Чистая прибыль	1 054	-985	-
Рентабельность по EBITDA	16.5%	13.8%	+2.8 пп.
Операционная рентабельность	10.9%	6.5%	+4.4 пп.
Чистая рентабельность	3.3%	отр.	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	5 383	2 910	85.0%
Чистый операцион. ден. поток	8 052	939	x7.5
CAPEX	797	2 071	-61.5%
Свободный денежный поток	7 255	(1 132)	-

млн. руб.	1П14	2013	%
Активы	175 020	151 562	15.5%
в т.ч. денежные средства	14 575	5 900	x1.5
Долг	35 315	34 062	3.7%
доля краткосрочного долга	30.6%	23.3%	+7.2 пп.
Чистый долг	20 740	28 162	-26.4%
Капитал	57 253	60 259	-5.0%
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	2.1x	2.4x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	1.2x	2x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.2x	1.3x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.6x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

РУСАЛ (NR): нейтральные данные в отчете за 1П14, компании удалось договориться о пролонгации половины долга

Вчера крупнейший мировой производитель алюминия раскрыл финансовую отчетность за 1П14. Мы нейтрально оцениваем опубликованный отчет. По итогам 1П14 выручка РУСАЛа снизилась на 15.7% г/г (до 4 384 млн. долл.), а EBITDA – на 6.4% г/г (до 393 млн. долл.), что привело к росту рентабельности по EBITDA до 9% (+0.9 пп г/г). Величина долга компании на конец 1П14 практически не изменилась по сравнению с началом года, составив 10 971 млн. долл. (+1.3% к 4К13). В то же время, долговая нагрузка к концу 1П14 выросла до 17х чистый долг / EBITDA LTM (против 15.5х на начало года), что было связано, главным образом, с сокращением денежных остатков на балансе компании (снизились почти в 2 раза к началу года).

Сокращению выручки РУСАЛа по итогам 1П14 было обусловлено снижением физических объемов продаж алюминия на 12.6% г/г (до 1 747 тыс. тонн) и падением средней цены реализации металла на 4% г/г (до 2 100 долл./тонна). В то же время, отметим, что средняя цена алюминия на LME в 1П14 снизилась сильнее – на 8.7% г/г (до 1 753 долл./тонна), что для РУСАЛа отчасти сгладил рост премии за поставку металла на 29% г/г (до 347 долл./тонна). Впрочем, цена LME во 2К14 все же была выше минимального уровня 1К14, когда средняя цена на бирже составляла 1 708 долл./тонна. Кроме того, согласно отчету РУСАЛа во 2П14 компания ожидает, что премия за физическую поставку будет продолжать расти, что связано с дефицитом металла на рынке (без учета Китая), стимулирующее снижение складских запасов LME, примерно половина которых уже законтракована. В течение 1П14 премии уже показали опережающий рост, особенно впечатляющие темпы показали премии для поставок в Европу и Азию, которые увеличились более чем в 1.5 раза к уровню начала года. Дополнительную поддержку операционной рентабельности РУСАЛа в 1П14 оказали повышение внутренней эффективности, благодаря остановке ряда неэффективных производств, а также девальвация рубля, которые позволили снизить себестоимость в алюминиевом сегменте на 9.8% г/г (до 1 752 долл./т).

Чистый операционный денежный поток РУСАЛа по итогам 1П14 составил -183 млн. долл., оказавшись, как и годом ранее, в отрицательной зоне. Причиной этого, в основном, стала высокая стоимость обслуживания долга компании: процентные платежи в 1П14 составили 366 млн. долл., что почти эквивалентно EBITDA за этот период. Расходы на капвложения в 1П14 выросли на 6.3% г/г и составили 237 млн. долл. или 0.6х EBITDA. В итоге, общий дефицит средств РУСАЛа в 1П14 достиг 420 млн. долл. (рост в 1.5 раза г/г) и был покрыт, главным образом, за счет ликвидности на балансе (объем денежных средств снизился почти в 2 раза к началу года, до 377 млн. долл.), а также небольшого увеличения долга. Задолженность РУСАЛа к концу 1П14 выросла на 1.3% г/г (до 10 971 млн. долл.), при этом сдерживающее влияние на рост долга оказало ослабление рубля в течение 1П14. Снижение ликвидности на балансе привело к увеличению чистого долга на 4.8% к 4К13, что, совместно со снижением EBITDA в 1П13, привело к повышению долговой нагрузки компании до 17х в терминах чистый долг / EBITDA LTM к концу 1П14, тогда как на начало года показатель составлял 15.5х. Впрочем, показатель долговой нагрузки РУСАЛа уже достаточно давно находится на запредельном уровне. Более критичным выглядит переход почти всей суммы долга в краткосрочную категорию. Так, на конец 1П14 долговой портфель компании был на 95.5% сформирован за счет краткосрочных обязательств. Вместе с тем, в этом месяце РУСАЛ сообщил, что достиг соглашения с кредиторами о пролонгации кредитов на общую сумму в 5.15 млрд. долл., что составляет чуть более 46% совокупного долга компании на конец 1П14. Насколько мы понимаем, компания продолжит переговоры о реструктуризации оставшейся части долга, поскольку не обладает возможностью к ее погашению за счет своих собственных средств и не хочет снова занимать, чтобы погашать старые долги. В ближайшее время компания, вероятно, сфокусируется на сокращении CAPEX и будет направлять генерируемый денежный поток на сокращение долга. Кроме того, РУСАЛ рассматривает возможность продажи непрофильных активов (российские активы по выпуску фольги, нигерийский алюминиевый завод и казахская угольная компания), которая может принести около 1 млрд. долл.

Бумаги Русала торгуются на уже привычных distress-уровнях, при этом какают жизнь есть только в коротком РУСАЛ Братск 08 с полугодовой дюрацией, где сделки проходят по 95.1-95.5% от номинала, что транслируется в спрэд к кривой ОФЗ на уровне 860-950 бп.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа за 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%г
Выручка	4 384	5 203	-15.7%
EBITDA	393	420	-6.4%
Операционная прибыль	99	67	47.8%
Чистый убыток	(209)	(439)	-52.4%
Рентабельность по EBITDA	9.0%	8.1%	0.9 пп
Операционная рентабельность	2.3%	1.3%	1.0 пп
Чистая рентабельность	-	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	358	445	-19.6%
Чистый операцион. ден. поток*	(183)	(56)	x3.3
CAPEX	237	223	6.3%
Свободный денежный поток	(420)	(279)	50.5%

млн. долл.	1П14	2013	%г
Активы	19 995	20 480	-2.4%
в т.ч. денежные средства	377	716	-47.3%
Долг	10 971	10 825	1.3%
доля краткосрочного долга	95.5%	15.5%	80 пп
Чистый долг	10 594	10 109	4.8%
Капитал	6 141	6 550	-6.2%
CAPEX/EBITDA	0.6х	0.8х	-
Долг/EBITDA LTM	17.6х	16.6х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	17.0х	15.5х	-
EBITDA/Проценты уплаченные	1.1х	1.0х	-
Долг/Капитал	1.8х	1.6х	-

*за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика объема продаж и цен на алюминий в 1П14

	1П14	1П13	%г
Продажи алюминия, тыс. тонн	1 747	1 998	-12.6%
Средняя цена продажи, \$/тонна	2 100	2 188	-4.0%
Средн. цена на LME, \$/тонна	1 753	1 919	-8.7%
Средн. премия к LME, \$/тонна	347	269	29.0%
Себестоим. алюминия, \$/тонна	1 752	1 942	-9.8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

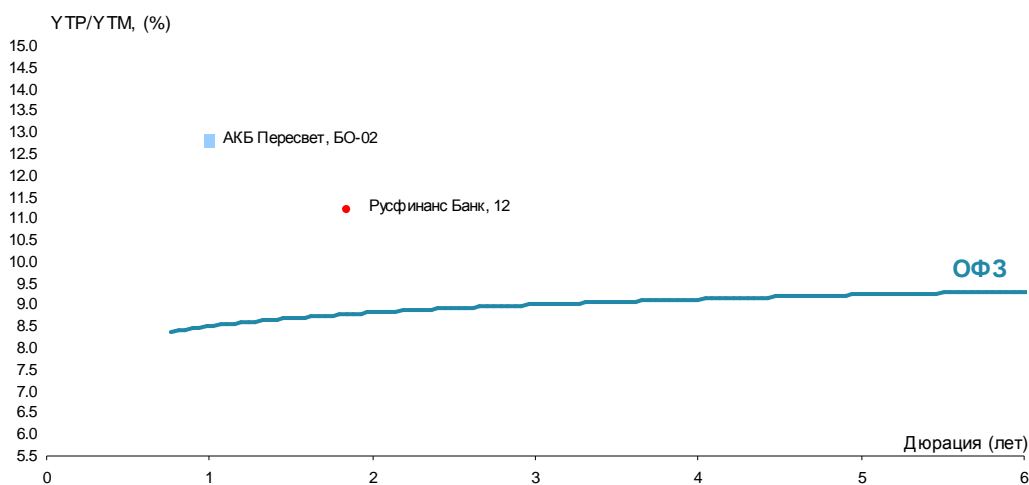
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашения
Русфинанс Банк, 12	BBB- / Ba1 / BBB	да	3 000	11.18	н/д	28.08.2014	нет / 1.85 г	2 г / 5 лет
АКБ Пересвет, БО-02	B+ / B3 / -	да	2 000	12.77-12.88	28.08.2014	29.08.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

Цветом выделены в 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
Хорус Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	13.42	21.08.2014	нет / 3.82 г
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.57-10.78	10.57	12.08.2014	нет / 1 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 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.