

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Газпром нефть (ВВВ-/Ваа2/ВВВ): умеренно-позитивная отчетность по итогам 9М14, в ходе последних распродаж евробонды компании попали в число аутсайдеров

Вчера Газпром нефть опубликовала финансовую отчетность и операционные результаты по итогам 9М14. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. В 3К14 компания показала лучшие квартальные результаты в этом году, что привело к улучшению показателей и за 9М14 в целом. Темпы роста добычи углеводородов по итогам 9М14 ускорились до 5.1% г/г (до 48.5 млн. тонн нэ), нефтедобычи – до 2.6% г/г (до 38.7 млн. тонн), выпуск нефтепродуктов вырос на 5.2% г/г (до 32.1 млн. тонн). В то же время, газодобыча по-прежнему росла опережающими темпами – на 16.1% г/г (до 12.3 млрд. кубометров). Выручка и EBITDA Газпром нефти по итогам 9М14 показали сопоставимый рост, увеличившись на 13.3% г/г (до 1 062.3 млрд. руб.) и на 11.1% г/г (до 251.6 млрд. руб.) соответственно. В итоге, рентабельность по EBITDA составила 23.7% (-0.5 пп г/г), сохранившись на уровне прошлого года. В то же время, долговая нагрузка компании на конец 3К14 показала заметный рост и вышла на уровень 0.9x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 0.6x на конец 2К14 и на начало года). Впрочем, этот рост показателя был обусловлен как ростом задолженности, так и рублевой переоценкой номинированной в валюте части долга Газпром нефти.

Увеличение выручки Газпром нефти за 9М14 был традиционно обеспечен за счет роста объемов реализации нефтепродуктов (на 6.2% г/г – до 36.8 млн. тонн). Наибольший вклад в рост отгрузок внесло увеличение продаж на внутреннем рынке, которые выросли на 9.8% г/г (до 21.1 млн. тонн), тогда объем экспортных поставок также показал небольшой прирост (на 2.1% г/г) – до 11.9 млн. тонн. Рост доходов от продажи нефтепродуктов был также связан с увеличением средних цен, которые для отгрузок на внутренний рынок выросли за 9М14 на 7.2% г/г (до 25.8 тыс. руб./тонна), а для экспортных отгрузок рост цен составил 6.6% г/г (до 25.7 тыс. руб./тонна). Продажи сырой нефти за 9М14 заметно сократились, снизившись на 12.8% г/г (до 9 млн. тонн) в натуральных показателях, причиной чего стало, прежде всего, падение отгрузок на экспорт на 12.4% г/г (до 5.5 млн. тонн), к чему еще добавилось сокращение поставок в СНГ (были прекращены поставки в Казахстан) на 70.3% г/г (до 0.9 млн. тонн). Примерно 3/4 объемов «казахской» нефти были перенаправлены на внутренний рынок, в результате продажи внутри страны увеличились более чем в 2.5 раза (до 2.6 млн. тонн). Отметим, что Газпром нефть продолжает планомерно сокращать продажи сырой нефти: по итогам 2013 г. они уже снизились на 20.7% г/г (до 14.2 млн. тонн). Это, вероятно, связано с падающей маржинальностью экспорта сырой нефти, в этих условиях компания нарастила переработку собственной нефти, одновременно снижая закупки нефти для перепродажи. В то же время, выручка от продажи нефти за 9М14 снизилась лишь на 3.3% г/г – сокращение физических продаж было частично компенсировано за счет роста цен. Так, средняя цена реализации тонны нефти за 9М14 выросла на 11.3% г/г (до 27.6 тыс. руб./тонна) для поставок на экспорт и на 13.3% г/г (до 11.5 тыс. руб./тонна) – для внутренних отгрузок.

Свободный денежный поток Газпром нефти за 9М14 сократился на 39.1% г/г и составил 47.2 млрд. руб. Такое снижение было обусловлено опережающим ростом капитальных расходов на фоне куда более умеренных темпов роста операционных поступлений. Так, чистый операционный денежный поток за 9М14 вырос всего на 3.8% г/г (до 228.2 млрд. руб.), тогда как CAPEX за тот же период вырос на 27.1% г/г

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти по МСФО за 9М14

млрд. руб.	9М14	9М13	%г
Выручка	1 062.3	937.9	13.3%
EBITDA	251.6	226.4	11.1%
Операционная прибыль	188.4	169.1	11.4%
Чистая прибыль	143.1	141.1	1.4%
Рентабельность по скор. EBITDA	23.7%	24.1%	-0.5 пп
Операционная рентабельность	17.7%	18.0%	-0.3 пп
Чистая рентабельность	13.5%	15.0%	-1.6 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	256.5	233.8	9.7%
Чистый операцион. ден. поток	228.2	219.9	3.8%
CAPEX	181.0	142.4	27.1%
Свободный денежный поток	47.2	77.5	-39.1%

млрд. руб.	9М14	2013	%г
Активы	1 821.0	1 563.6	16.5%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	147.0	127.9	14.9%
Долг	418.4	313.9	33.3%
доля краткосрочного долга	12.3%	16.7%	-4.4 пп
Чистый долг	271.4	185.9	46.0%
Капитал	1 089.5	998.0	9.2%
CAPEX+M&A	237.9	214.5	-
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.7x	-
(CAPEX+M&A)/EIBITDA	0.9x	0.7x	-
Долг/EIBITDA LTM	1.3x	1.0x	-
Чистый долг/EIBITDA LTM	0.9x	0.6x	-
Долг/Капитал	0.4x	0.3x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика основных операционных показателей Газпром нефти за 9М14

	9М14	9М13	%г
Добыча углевод-в, млн. тонн н.э.	48.5	46.2	5.1%
Добыча нефти, млн. тонн	38.7	37.7	2.6%
Добыча газа, млрд. кубометров	12.3	10.6	16.1%
Выпуск нефтепродуктов, млн. тонн	32.1	30.5	5.2%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

и составил 181 млрд. руб. или 0.7x EBITDA. Свободный денежный поток Газпром нефти за 9М14 был направлен на финансирование дивидендных выплат (на 25 млрд. руб.), а оставшаяся часть была использована для оплаты M&A-расходов, что также потребовало привлечения заемного финансирования. В отчетном периоде Газпром нефть закрыла ряд сделок, включая увеличение доли в «СеверЭнергии» (СП с Новатэком) до 50%, а также приобретение 100% доли в «Газпром нефть Шельф» (владеет долей в 18.3% в разработке Приразломного месторождения), доведение до 100% доли в «Газпромнефть – Аэро Шереметьево» и приобретение 18.2 % доли в «Газпром Ресурс Нортгаз» (владеет 50% «Нортгазе»). Долг компании к концу 3К14 вырос на треть по сравнению с началом года и достиг 418.4 млрд. руб., при этом доля краткосрочных обязательств снизилась до 12.3% (-4.4 пп к началу года). Отметим, что чистое привлечение долга за период составило около 61.7 млрд. руб., часть из которых была направлена на оплату приобретений, часть – осталась на счетах, что привело к увеличению ликвидных остатков на балансе до 147 млрд. руб. (+14.9% к началу года). То есть, более значимым фактором (по сравнению с реальными объемами нового привлечения) увеличение долга за 9М14 для компании стало ослабление рубля – к значению начала года его курс потерял более 20%, что привело к значительной рублевой переоценке номинированной в валюте части долгового портфеля. Это стало главным фактором повышения уровня долговой нагрузки, который повысился до 0.9x чистый долг / EBITDA LTM (против 0.6x и на конец 2К14, и на начало года), несмотря на рост EBITDA за 9М14 и рост запасов ликвидности на балансе к концу 3К14. Тем не менее, достигнутый уровень по-прежнему является весьма умеренным.

Опубликованный финансовый отчет, с нашей точки зрения, является умеренно-позитивным для рейтингов компании. Ранее мы предполагали, что в этом году не исключены позитивные рейтинговые действия со стороны S&P, которое могло бы «подтянуть» свой рейтинг до уровня других агентств. Однако эскалация кризиса на Украине свела на нет эти перспективы. Так, недавно все международные агентства ухудшили прогноз по текущим рейтингам компании до «негативного». Мы считаем, что опасения агентств отчасти оправданы в связи с усложнением доступа к новому финансированию со стороны западных банков, а также введенных ограничений на поставку оборудования для российского энергетического сектора. Вместе с тем, Газпром нефть сейчас не испытывает острой потребности в рефинансировании, сохраняя умеренный уровень долговой нагрузки, а также может ограничить рост расходов на CAPEX (критически важное оборудование для текущих проектов уже закуплено). В то же время, результаты Газпром нефти за 4К14, как и всех компаний нефтегазового сектора, неизбежно испытают на себе последствия снижения цен на нефть, которое, с одной стороны, отчасти будет компенсировано ослаблением курса рубля, но это же ослабление, с другой стороны, приведет к дальнейшему увеличению номинированному в валюте долга.

Евробонды SIBNEF'22 и SIBNEF'23 в ходе очередной волны распродаж, которая стартовала в начале этого месяца, потеряли 320-330 бп в цене и попали в число аутсайдеров рынка по динамике спрэдов за этот период. Так, спрэд евробондов к UST расширился примерно на 40-50 бп и составляет сейчас около 460 бп, что даже на 20 бп меньше, чем у близких по дюрации бумаг Роснефти (BBB-/Baa2/-). Что касается рублевых бумаг Газпром нефти, то для них характерна весьма невысокая ликвидность, биды в бумагах с годовой дюрацией транслируются в спрэд к ОФЗ на уровне 140-150 бп, с таким же спрэдом проходили последние крупные сделки в длинных бумагах Газпром нефти. В целом, короткие рублевые выпуски Газпром нефти могут представлять определенный интерес, предлагая премию на уровне МТС (BBB-/Baa3/BB+), то есть высококачественных эмитентов второго эшелона.

Корпоративные события

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

Вымпелком (ВВ/ВаЗ/-): нейтральный финансовый отчет по итогам 9М14, короткие еврообонды компании могут представлять интерес

Вчера Вымпелком опубликовал отчет за 3К14 и 9М14 в целом. Результаты 3К14 не внесли каких-либо существенных изменений в накопленную динамику: выручка и операционная прибыль продолжили сокращаться сопоставимыми с предыдущими кварталами темпами. Так, выручка в 3К14 продолжила сокращаться, снизившись на 9.5% г/г (до 5.1 млрд. долл.), тогда как темпы снижения EBITDA составили 10.9% г/г (до 2.2 млрд. долл.). По итогам 9М14 в целом снижение выручки составило 10.3% г/г (до 15.2 млрд. долл.), показателя EBITDA – 12.1% г/г (до 6.37 млрд. долл.), при этом рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне прошлого года, составив 41.8% (-0.8 пп г/г). Долговая нагрузка Вымпелкома по итогам 9М14 составила 2.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, что чуть ниже уровня 2К14 (2.6x), но выше, чем в начале года (2.3x). Основным фактором повышения долговой нагрузки, на фоне стабильной величины долга и увеличения запасов ликвидности на балансе, стало сокращение EBITDA в течение отчетного периода.

В свою очередь, основной причиной падения консолидированных показателей выручки и EBITDA Вымпелкома за 9М14 стала динамика результатов на ключевых рынках присутствия компании – в России и на Украине. Так, снижение долларовой выручки по итогам 9М14 для украинского бизнеса компании составило 30.4% г/г (до 846 млн. долл.), тогда как аналогичное сокращение EBITDA составило 34.1% г/г (до 392 млн. долл.). В России сокращение выручки составило 15.2% г/г (до 5.88 млрд. долл.), а EBITDA – 18.3% г/г (до 2.4 млрд. долл.). Снижение финансовых результатов в обоих случаях обусловлено, главным образом, заметной девальвацией нацвалют. Средний курс гривны к доллару за 9М14 снизился на 37.5% г/г, тогда как для рубля ослабление за тот же период составило около 12.1% г/г. К девальвации нацвалют добавилось и то, что в Украине, на фоне экономического кризиса, население стало стараться экономить и на такой неэластичной услуге как сотовая связь, в России же абонентская база Вымпелкома продолжает стагнировать (количество мобильных абонентов к концу 9М14 снизилось на 1.4% г/г), поступления от услуг мобильной связи снижаются и в рублях (на 10.6% г/г), тогда как по темпам роста доходов от мобильной передачи данных (рост на 20.3% г/г за 9М14) компания все еще отстает от остальных операторов “большой тройки”. Динамика показателей в России является, главным образом, наследием недофинансирования в развитие мобильной инфраструктуры в прошлом. Вместе с тем, отметим, что Вымпелком уже принимает шаги в части реорганизации российского сегмента бизнеса, в том числе включающего более активное строительство и модернизацию сетей, что должно повлечь рост лояльности вследствие улучшения клиентского сервиса и качества услуг.

По сравнению с прошлым годом Вымпелком действительно заметно нарастил инвестиционный бюджет. По итогам 9М14 расходы на CAPEX выросли на 18.2% г/г, достигнув 3.1 млрд. долл. или 20.3% от выручки, что близко к целевому уровню в 21% от выручки. На капрасходы по итогам 9М14 была направлена львиная доля операционных поступлений за период. Как результат свободный денежный поток за период составил всего 791 млн. долл., что, впрочем, уже неплохо, учитывая, что по итогам 1П14 показатель находился в отрицательной зоне. Свободный денежный поток был направлен на пополнение запасов ликвидности на балансе Вымпелкома, объем которых к концу 9М14 вырос на 23.3% к началу года и составил 6 млрд. долл. Долг Вымпелкома мало изменился по сравнению с началом года, увеличившись на 1% (до 27.7 млрд. долл.), при этом доля краткосрочного долга увеличилась до 10% (+3.1 пп). В то же время, величина чистого долга снизилась на 3.8% к началу года (до 21.7 млрд. долл.) в связи с увеличением ликвидной позиции, в том числе из-за того, что небольшая часть привлеченного в течение 9М14 долга осталась на счетах компании. Повышение же долговой нагрузки до 2.5x (против 2.3x на начало года) было обусловлено, главным образом, сокращением EBITDA за 9М14.

Опубликовав результаты, Вымпелком также подтвердил предыдущий прогноз по основным кредитным метрикам на 2014 г.: сокращение выручки и EBITDA не более чем на 5% г/г (что выглядит достаточно оптимистично с учетом текущих данных по итогам 9М14), долговая нагрузка на уровне 2.4x чистый долг / EBITDA LTM. В части долговой нагрузки отметим, что благоприятный исход в истории с алжирскими активами (приток наличности по сделке должен составить около 4 млрд. долл. с учетом дивидендов), не приведет непосредственно к сокращению величины долга,

Ключевые финансовые показатели Вымпелкома по МСФО за 1К14

млн. долл.	9М14	9М13	%
Выручка	15 237	16 994	-10.3%
EBITDA	6 370	7 247	-12.1%
Операционная прибыль	3 007	3 564	-15.6%
Чистая прибыль	154	1 163	-86.8%
Рентабельность по EBITDA	41.8%	42.6%	-0.8 пп
Операционная рентабельность	19.7%	21.0%	-1.2 пп
Чистая рентабельность	1.0%	6.8%	-5.8 пп
Денеж. поток до измен. в ОК	6 478	7 330	-11.6%
Чистый операцион. денеж. поток	3 880	4 341	-10.6%
CAPEX	3 089	2 613	18.2%
Свободный денежный поток	791	1 728	-54.2%
CAPEX/EBITDA	48.5%	36.1%	12.4 пп
CAPEX/Выручка	20.3%	15.4%	4.9 пп

млн. долл.	9М14	2013	%
Активы	45 833	49 747	-7.9%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	5 978	4 850	23.3%
Долг	27 714	27 453	1.0%
доля краткосрочного долга	10.0%	6.9%	3.1 пп
Чистый долг	21 736	22 603	-3.8%
Капитал	6 991	9 078	-23.0%
Долг/EBITDA LTM	3.2x	2.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.5x	2.3x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3.8x	4.7x	-
Долг/Капитал	4.0x	3.0x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

поскольку полученные деньги будут использованы для замещения внутригрупповых обязательств, но поможет сэкономить на выплатах по процентам.

Цены евробондов Вымпелкома снижаются с начала месяца в рамках очередной волны коррекции. Бумаги компании за прошедшие две недели показали худшую, по сравнению с рынком в целом динамику, и оказались в аутсайдерах, расширив спрэд к UST примерно на 50 бп вдоль всей кривой. Текущий спрэд по евробондам составляет, в среднем, 550-560 бп к UST. В то же время, евробонды МТС (BBB-/Baa3/BB+) за тот же период показали среднюю по рынку динамику, а расширение спреда к UST составило чуть более 30 бп, выпуски торгуются сейчас со средней премией около 500 бп к UST. В этих условиях интерес могут представлять короткие евробонды Вымпелкома, торгующиеся с премией в пределах 50 бп к длинным МТС. Рублевые бонды Вымпелкома с дюрацией около 1 года торгуются со спрэдом 250 бп к ОФЗ, предлагая около 100 бп премии к аналогичным по дюрации облигациям МТС, что, на наш взгляд, выглядит справедливо.

РУСАЛ (NR): внушительный рост рентабельности и успешная реструктуризация долга в финансовом отчете за 9М13

Вчера крупнейший производитель алюминия раскрыл финансовую отчетность и операционные показатели за 9М14. Мы позитивно оцениваем опубликованный отчет. Так, на фоне сокращения выручки компании на 10.1% г/г (до 6.9 млрд. долл.), показатель EBITDA вырос более чем в 1.5 раза г/г и достиг 863 млн. долл. (+56.9% г/г), в результате чего рентабельность по EBITDA за 9М14 увеличилась сразу до 12.6% (+5.4 пп г/г). В то же время, величина чистого долга РУСАЛа почти не изменилась по сравнению с началом года, составив к концу 3К14 около 9.9 млрд. долл. (-1.9% к 4К13), тогда как долговая нагрузка в терминах чистый долг / EBITDA LTM снизилась до 10.3x (против 15.5x на начало года), что стало следствием роста показателя EBITDA за 9М14. Кроме того, весьма важным для компании моментом является успешная пролонгация долга, соглашение о которой было достигнуто в августе этого года, в результате чего доля краткосрочного долга в обязательствах к концу 3К14 сократилась до 5.2%, тогда как на конец 2К14 она составляла 95.5%.

Сокращению выручки РУСАЛа по итогам 9М14 произошло на фоне снижения производства алюминия на 9% г/г (до 2.9 млн. тонн) и сокращения объемов продаж металла на 10.7% г/г (до 2.65 млн. тонн). Свой вклад внесло и снижение средней цены реализации, которая за 9М14 составила 2 154 долл./тонна, что чуть ниже (на 1.1%) уровня прошлого года. Отметим, что средняя цена алюминия на LME за этот период также изменилась не сильно (снизилась на 2% г/г, до 1 833 долл./тонна), в то же время премия за физическую поставку металла заметно выросла и составила за 9М14 около 382 долл. (+42% г/г). В связи с намерением LME довести до конца начатую ранее складскую реформу, нацеленную на увеличение объемов отгрузки алюминия со складов биржи и, как следствие, значительного сокращения сроков ожидания отгрузки, можно ожидать постепенное снижение премии за физическую поставку (напомним, что РУСАЛ вначале успешно оспорил введение новых правил в лондонском суде, однако недавно апелляционный суд принял сторону LME). Вместе с тем, РУСАЛу удалось выиграть время: за прошедшие месяцы, во-первых, выросла биржевая цена на алюминий, во-вторых, премия достигла локальных максимумов (в 3К14 она составила 422 долл./тонна), что происходило из-за растущего мирового дефицита металла (без учета Китая), спровоцированного сокращением объемов производства металла из-за закрытия неэффективных мощностей (этот дефицит в 2014 г., по оценкам компании, составит около 1.4 млн. тонн). Сокращение выпуска алюминия, в том числе, из-за консервации неэффективных производств позволило РУСАЛу заметно сократить себестоимость производства в алюминиевом сегменте (на 8.9% г/г за 9М14, до 1 748 долл./тонна), что совместно с сокращением выручки, а также ослаблением рубля в течение 9М14 (средний курс рубля к доллару за этот период снизился более чем на 12% г/г) стало основными факторами отраженного в отчете повышения операционной рентабельности компании.

По итогам 9М14 свободный денежный поток РУСАЛа по-прежнему находился в отрицательной зоне, составив -275 млн. долл., в то же время, позитивным моментом является сокращение дефицита почти в 2 раза к уровню прошлого года. Отметим, что по итогам 9М14 чистый операционный денежный поток компании (за вычетом платежей по процентам) впервые с начала года был позитивным, составив 74 млн. долл. Расходы на CAPEX за 9М14 снизились на 9.1% г/г и составили 349 млн. долл. (или 0.4x EBITDA). Причиной формирования отрицательного свободного денежного потока РУСАЛа по-прежнему является значительный объем процентных платежей. Так, за 9М14 их объем составил 524 млн. долл., что эквивалентно почти 2/3 EBITDA

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа за 9М14

млн. долл.	9М14	9М13	%г
Выручка	6 861	7 635	-10.1%
ЕБИТДА	863	550	56.9%
Операционная прибыль	444	28	x15.9
Чистый убыток	11	(611)	-
Рентабельность по EBITDA	12.6%	7.2%	5.4 пп
Операционная рентабельность	6.5%	0.4%	6.1 пп
Чистая рентабельность	0.2%	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	826	568	45.4%
Чистый операцион. ден. поток*	74	(135)	-
CAPEX	349	384	-9.1%
Свободный денежный поток	(275)	(519)	-47.0%

млн. долл.	9М14	2013	%г
Активы	18 194	20 480	-11.2%
в т.ч. денежные средства	373	716	-47.9%
Долг	10 290	10 825	-4.9%
доля краткосрочного долга	5.2%	15.5%	-10.3 пп
Чистый долг	9 917	10 109	-1.9%
Капитал	4 957	6 550	-24.3%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	10.7x	16.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	10.3x	15.5x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	1.6x	1.0x	-
Долг/Капитал	2.1x	1.6x	-

*за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика объема продаж и цен на алюминий за 9М14

	9М14	9М13	%г
Продажи алюминия, тыс. тонн	2 651	2 967	-10.7%
Средняя цена продажи, \$/тонна	2 154	2 179	-1.1%
Средн. цена на LME, \$/тонна	1 833	1 871	-2.0%
Средн. премия к LME, \$/тонна	382	269	42.0%
Себестоим. алюминия, \$/тонна	1 748	1 919	-8.9%

тыс. тонн	9М14	9М13	%г
Производство алюминия	2 686	2 953	-9.0%
Производство глинозема	5 435	5 440	-0.1%
Производство бокситов	9 176	9 072	1.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

за этот период. В итоге, общий дефицит средств РУСАЛа был, главным образом, покрыт за счет накопленной на балансе ликвидности (денежные средства к концу 9М14 снизились почти в 2 раза по сравнению с началом года и составили 373 млн. долл.), а также дивидендов Норникеля, составивших 304 млн. долл.

Долг РУСАЛа к концу 9М14 составил около 10.3 млрд. долл., снизившись на 5% по сравнению с началом года. Компания немного сократила долг, кроме того, сокращение общей суммы произошло благодаря валютной переоценке рублевой части обязательств. Сокращение чистого долга происходило более медленными темпами из-за снижения денежных остатков на балансе, тем не менее, долговая нагрузка РУСАЛа к концу 3К14 сократилась до 10.3х чистый долг / EBITDA LTM, в то время как на начало года показатель составлял 15.5х. Столь заметное сокращение уровня долговой нагрузки стало возможным благодаря быстрому росту EBITDA за 9М14. Впрочем, куда более позитивной новостью в 3К14 стала пролонгация долга, в результате чего доля краткосрочных обязательств на конец 3К14 составила всего 5.2%, тогда как на конец 2К14 она достигала 95.5%. Напомним, что компания смогла пролонгировать 2 кредита на общую сумму в 5.15 млрд. долл., что избавило компанию от угрозы кросс-дефолта по остальному долгу. В соответствии с новыми условиями, выплаты по кредитам на 5.15 млрд. долл. переносятся с 2014 г. на 2016 г., а полное погашение тела долга – на декабрь 2018 г. Кроме того, стороны согласовали также на 2-летний grace-период, в течение которого будут платиться только проценты по долгу, а также действие cash sweeper на этот период, которое позволит погашать долг в меру возможностей компании. В ближайшее время РУСАЛ, вероятно, будет фокусироваться на сокращении CAPEX, чтобы увеличить свободный денежный поток. Компания также может продать ряд непрофильных активов (российские активы по выпуску фольги, нигерийский алюминиевый завод и казахская угольная компания), кроме того РУСАЛ может рассчитывать на 700 млн. долл. промежуточных дивидендов от Норникеля.

Короткий (дюрация около 0.4 г) и более ликвидный выпуск РУСАЛ Братск 08 торгуется сейчас со спрэдом 530-540 бп к кривой ОФЗ, тогда как текущие биды стоят чуть уже – со спрэдом около 500 бп. В то же время, последние крупные сделки в менее ликвидном РУСАЛ Братск 07 проходили со спрэдом около 450 бп к суверенной кривой. Спрэды по выпускам РУСАЛа, как и по всем корпоративным бумагам, заметно сузились за прошедшие месяцы, в большей степени, в связи с опережающим ростом доходностей ОФЗ. На наш взгляд, предлагаемая по РУСАЛ Братск 07 доходность не выглядит привлекательной, с учетом крайне высокой долговой нагрузки компании. В то же время, РУСАЛ Братск 08 на тех же уровнях доходности выглядит потенциально более интересно с учетом короткой дюрации выпуска.

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	Облигации	research@zenit.ru firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	evgenia.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

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.