

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Наталья Толстошеина [n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru) Кирилл Сычев [k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)

#### Уралкалий (BBB-/Baa3/BBB-): нейтральные результаты за 9M14, еврооблигации компании в текущих условиях имеют более интересные альтернативы

Вчера Уралкалий опубликовал пресс-релиз, в котором раскрыл отдельные производственные и финансовые результаты за 9M14. За 9M14 выручка компании выросла на 6% г/г до 2 622 млн долл., чистая выручка (за вычетом расходов на фрахт, перевалку и оплату железнодорожного тарифа) снизилась на 1% г/г до 2 031 млн долл. В 3К14 Уралкалий сократил объем чистого долга на 292 млн долл. до 3 616 млн долл. Опубликованные результаты мы оцениваем как нейтральные, особенно в контексте произошедшей в ноябре 2014 г. аварии на руднике компании.

За 9M14 объем производства хлористого калия вырос на 28% г/г до 9.2 млн тонн, объем продаж – на 33% г/г до 9.2 млн тонн. Сильные операционные результаты Уралкалия стали следствием роста спроса на продукцию компании на экспортных рынках: за 9M14 экспортные продажи компании увеличились на 42.6% г/г до 7.7 млн тонн. В то же время, ценовая конъюнктура на рынках была слабой: за 9M14 средняя экспортная цена хлористого калия в долларах снизилась на 25% г/г до 224 долл. за тонну. В результате, в отчетном периоде чистая выручка компания практически не изменилась по сравнению с 9M13, составив 2 031 млн долл. Тем не менее, в 3К14 Уралкалий сократил объем чистого долга на 7.5% до 3 616 млн долл. по состоянию на 30 сентября 2014 г., в результате отношение net debt/EBITDA улучшилось до 2.28x против 2.56x на 30 июня 2014 г. Влияние опубликованных результатов, по нашим оценкам, является нейтральным для рейтингов компании, пересмотр которых в перспективе будет в значительной степени определяться последствиями аварии и объемами связанных с аварией инвестиций.

В 2014 году Уралкалий планирует выпустить 12 млн тонн хлористого калия, в 2015 году, учитывая вероятность потери аварийного рудника мощностью 17.7% от совокупных мощностей Уралкалия, компания планирует произвести 10.2 млн тонн. По итогам текущего года капиталовложения Уралкалия составят 450 млн долл. (в 1П14 фактические расходы компании на CAPEX – 202 млн долл., что позволило Уралкалию оставаться в области положительного свободного денежного потока на сумму 355 млн долл.). По данным менеджмента компании, в настоящее время бюджет Уралкалия на 2015 год пересматривается. В связи с необходимостью ускоренного ввода новых мощностей (для замещения аварийных) компания в настоящее время пересматривает бюджет на следующий год и не исключает увеличение инвестиционной программы с ранее запланированного уровня 24 млрд руб. (около 400 млн долл. по текущему курсу). При этом, окончательный объем инвестиций в следующем году, по данным менеджмента, будет определяться возможностью восстановления добычи на аварийном руднике.

Еврооблигации компании URKARM'18 после аварии на руднике 18 ноября заметно подешевели и в настоящее время торгуются с доходностью около 11.9% годовых. Тем не менее, на рынке еврооблигаций можно найти более интересные альтернативы как в выпусках первого, так и второго эшелонов. В частности, еврооблигации Роснефти (BBB-/Baa2/-) TMENRU'16 и TMENRU'18 торгуются с доходностью 11.3-11.8% годовых, SIBUR'18 (-/Ba1/BB+) – с доходностью 12.7% годовых.

# Корпоративные события

Наталья Толстошеина Кирилл Сычев  
n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

## РусГидро (BB+/Ba1/BB+): нейтральные финансовые результаты за 9М14, рублевые еврооблигации компании выглядят привлекательно

Вчера РусГидро опубликовала финансовые результаты за 9М14, которые мы оцениваем как нейтральные. Несмотря на сокращение выработки электроэнергии, за 9М14 рублевая выручка компании выросла на 3.6% г/г. В отчете компания отразила небольшое снижение EBITDA margin и повышение долговой нагрузки, которая, тем не менее, осталась весьма умеренной. Риски переоценки валютной части долга и рефинансирования долга в следующем году являются несущественными, поскольку 92% кредитного портфеля компании номинировано в рублях, а денежные средства на счетах и банковские депозиты являются достаточными для единовременной выплаты всего долга с погашением до конца 2015 года.

За 9М14 выручка РусГидро выросла на 3.5% г/г до 233.3 млрд руб., что стало следствием увеличения цен на рынке «на сутки вперед» второй ценовой зоны, цены продажи мощности, индексации регулируемых тарифов на электроэнергию и мощность со 2П13, а также роста прочей выручки. Сдержанные темпы роста выручки были во многом обусловлены уменьшением выработки электроэнергии на 7.3% г/г до 86 598 млн кВтч вследствие сниженного притока воды в водохранилища Волжско-Камского каскада и Сибири. За 9М14 темпы роста операционных расходов превысили темпы роста выручки в результате роста расходов на оплату труда на 14.8% г/г до 47.4 млрд руб., на распределение электроэнергии на 9.6% г/г до 29.8 млрд руб. и услуги сторонних организаций на 6.5% г/г до 20.6 млрд руб. В результате, за 9М14 EBITDA компании снизилась на 2% г/г до 51.5 млрд руб., EBITDA margin – на 1.2 пп до 21.4%.

Отчетный период, как и 9М13, компания завершила с отрицательным свободным денежным потоком в размере 25.5 млрд руб., что было обусловлено расширением оборотного капитала и большими расходами на CAPEX в размере 47.9 млрд руб. (отношение CAPEX/EBITDA – 0.9x). Для финансирования возникшего дефицита средств компания привлекала кредиты и займы. В частности, за 9М14 долг РусГидро вырос на 15.1% до 174.7 млрд руб., чистый долг – на 13.5% г/г до 133.2 млрд руб. В результате, долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA увеличилась до 1.7x на 30 сентября 2014 г. против 1.5x на 31 декабря 2013 г. Несмотря на рост долговой нагрузки, она осталась на умеренном уровне. 92% кредитного портфеля на 30 сентября 2014 г. составляют рублевые обязательства, что свидетельствует о низких рисках переоценки валютной части долга в связи с ослаблением курса рубля. Подушка ликвидности компании в виде остатка денежных средств и депозитов в размере 67 млрд руб. (на ноябрь 2014 г.) была достаточной для выплаты всего долга с погашением до конца 2015 года, поэтому риски рефинансирования РусГидро мы оцениваем как низкие. По нашим оценкам, опубликованные финансовые результаты являются нейтральными с позиции воздействия на рейтинги РусГидро, учитывая большой запас финансовой прочности компании, в том числе по уровню долговой нагрузки (рейтинговые агентства в числе негативных рейтинговых факторов приводят увеличение левиреджа компании до более 3x).

Короткие рублевые еврооблигации HYDRRM-15 являются, по нашим оценкам, привлекательными: последние биды по выпуску находятся на уровне 89%, что соответствует доходности 24.2% годовых. Рублевые облигации Русгидро в текущих условиях мы считаем неинтересными. В более коротких облигациях серии 01 и 02 с дюрацией 1.29 года в течение последнего времени отсутствовали крупные сделки, биды в данных выпусках составляют 80-83% от номинала, что соответствует доходности 28.6%-25% годовых. Более длинные выпуски Русгидро 07 и 08 с дюрацией 2.69 года также являются низколиквидными, при этом последние крупные сделки в выпусках проходили со спрэдом к ОФЗ в размере 190 бп.

## Ключевые финансовые показатели РусГидро по МСФО за 9М14 г.

млн руб.	9М14	9М13	%г
Выручка	241 141	232 669	+3.6%
ЕБИТДА	51 507	52 577	-2%
Операционная прибыль	31 151	26 681	+16.8%
Чистая прибыль	22 398	14 800	+51.3%
Рентабельность по ЕБИТДА	21.4%	22.6%	-1.2пп
Операционная рентабельность	12.9%	11.5%	+1.5пп
Чистая рентабельность	9.3%	6.4%	+2.9пп
Операцион. денеж. поток до изм. в ОК	51 979	52 870	-1.7%
Чистый операцион. денеж. поток*	22 390	27 931	-19.8%
CAPEX	47 878	38 618	+24%
Свободный денежный поток	(25 488)	(10 687)	-

  

млн руб.	9М14	2013	%г
Активы	877 920	852 046	+3%
в т.ч. денежные средства	41 475	34 472	+20.3%
Долг	174 657	151 777	+15.1%
доля краткосрочного долга	19.3%	13.1%	+6.2пп
Чистый долг	133 182	117 305	+13.5%
Капитал	598 663	596 707	+0.3%
CAPEX/EBITDA	0.9x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	2.2x	1.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.7x	1.5x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	5.3x	5.8x	-
Долг/Капитал	0.3x	0.3x	-

\* за вычетом процентов уплаченных

Источник: Отчетность Компании по МСФО, 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
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	----------------------	-------------------

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
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1 г
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.18 г
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.76 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.25 г
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.41 г
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 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>

## Аналитическое управление

	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	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@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>

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.