

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Первичный рынок

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

**Россети БО-04: маркетируемая доходность по новому выпуску выглядит весьма привлекательно и, вероятно, будет снижена по результатам сбора заявок**

Сегодня Россети до конца дня собирают заявки на выпуск облигаций объемом 10 млрд. руб. Срок обращения биржевых облигаций серии БО-04 составляет 5 лет, структурой выпуска предусмотрена оферта через 3 года и колл-опцион через 1.5 года после размещения. Ориентир по купону составляет 12.25%-12.50% годовых, купонные выплаты предусмотрены через каждые полгода. Размещение бумаги на московской бирже запланировано на 8 июня.

Маркетируемый диапазон доходности по облигациям составляет 12.63%-12.89% годовых к оферте, что транслируется в спред к ОФЗ в диапазоне 200-230 бп. На наш взгляд, это достаточно щедрое предложение, даже не смотря на достаточно длинную дюрацию выпуска, которая составляет 2.59 г. В пользу бумаги и то, что на первичном рынке наблюдается дефицит качественных корпоративных заемщиков, что позволяет госкомпаниям размещать достаточно длинные выпуски, впрочем, там якорными инвесторами выступают, вероятно, те же госбанки. Среди недавних размещений можно отметить 2 выпуска Башнефти (-/Ba1/BB) на общую сумму в 10 млрд. руб., доходность на размещении которых составила 12.36% годовых при дюрации почти 4 года. Также отметим размещение выпуска Ростелекома (BB+/-/BBB-) объемом 5 млрд. руб., доходность при размещении которого составила 12.04% годовых с дюрацией 1.84 г. Это размещение, на наш взгляд, может выступать неплохим ориентиром для бумаг Россетей и, исходя из этого, мы полагаем, что доходность по новому выпуску по результатам букбилдинга может сложиться в диапазоне 12.00%-12.36% годовых, что означает ставку первого купона на уровне 11.66%-12.00% годовых.

#### Россети БО-04

##### Основные параметры выпуска

Эмитент	ОАО «Россети»
Рейтинг эмитента (S&P/MF)	BB+ / Ba2 / -
Ломбардный список ЦБ	Соответствует требованиям
Объем выпуска	10 000 млн. руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	Через 3 года @ 100%
Колл-опцион	Через 1.5 года
Купонный период	182 дня
Ориентир по купону	12.25-12.50% годовых
Ориентир по УТР	12.63-12.89% годовых
Дюрация	2.59 г
Тип размещения	Букбилдинг
Закрытие книги	03 июня 2015 г
Размещение на ФБ ММВБ	08 июня 2015 г
Организаторы	Газпромбанк, Росбанк
Агент по размещению	Газпромбанк

Источник: данные Организаторов, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

### Акрон (-/В1/В+): сильная финансовая отчетность за 1К15 благодаря девальвации рубля, теме не менее, бумаги компании малоинтересны

Вчера один из крупнейших производителей удобрений раскрыл финансовые результаты по итогам 1К15. Опубликованный отчет выглядит весьма сильно. Рост выручки компании составил 59.4% г/г (до 27.7 млрд. руб.), показатель EBITDA почти утроился г/г, составив 12.4 млрд. руб. В результате, рентабельность по EBITDA в 1К15 достигла рекордного для Акрона уровня в 44.9% (против 24.6% в 1К14). Долг компании за 1К15 вырос умеренно (на 10.9% к началу года), что, на фоне кратного роста EBITDA, а также увеличения денежных остатков на балансе (рост в 1.5 раза к 4К14), привело к значительному снижению долговой нагрузки. Отношение чистого долга к EBITDA LTM к концу 1К15 снизилось до 1.8х, тогда как на начало года этот показатель составлял еще 2.8х.

Отметим, что в условиях сокращения общего объема продаж в 1К15 (на 4% г/г) и снижения цен на продукцию (цены FOB на аммиачную селитру упали на 10% г/г, на карбамид – на 11.9% г/г, на КАС – на 8.1% г/г), ключевым фактором роста выручки и прибыли Акрона в прошлом квартале стала девальвация рубля. Основной объем продаж компании приходится на зарубежные рынки, вследствие чего темпы роста выручки в 1К15 соответствуют снижению курса рубля относительно прошлого года. В свою очередь, издержки компании номинированы, в основном в рублях, а их рост (себестоимость продаж выросла на 19.3% г/г, транспортные расходы – на 42.9% г/г, SG&A-расходы – на 46.8% г/г) существенно отставал от прироста выручки, итогом чего и стал скачок операционной рентабельности по итогам 1К15.

Свободный денежный поток Акрона в прошлом квартале составил 6.1 млрд. руб. (в 1К14 его значение находилось в небольшом минусе) на фоне роста поступлений от операционной деятельности более чем в 5 раз г/г (до 9.8 млрд. руб.). Расходы на CAPEX компании в 1К15 выросли на 64.7% г/г (до 3.7 млрд. руб.), в тоже время рост EBITDA позволил сохранить их в относительном выражении на невысоком уровне в 0.3х EBITDA. Свободный денежный поток Акрона по итогам 1К15 был направлен на пополнение запасов ликвидности на балансе. Долг компании показал умеренный рост по сравнению с началом года, увеличившись к концу 1К15 на 10.9% (до 90.2 млрд. руб.), при этом произошло заметное улучшение его структуры. К концу 1К15 доля коротких обязательств снизилась до 34.2% против 65.6% на начало года. В то же время, привлеченные средства не были израсходованы и привели к увеличению денежных остатков на балансе компании. В результате, чистый долг Акрона к концу 1К15 снизился на 7.5% по сравнению с началом года, что, вместе с ростом EBITDA, привело к снижению долговой нагрузки до 1.8х чистый долг / EBITDA LTM (против 2.8х на начало года). Подводя итог, отметим, что девальвация рубля сыграла сильно на руку всем экспортерам, производители удобрений не исключение, выведя их на новые уровни операционной рентабельности. При отсутствии агрессивных выплат дивидендов, которые могли бы привести к существенному сокращению денежной позиции, или масштабных инвестиционных расходов (что маловероятно, учитывая состояние мирового рынка), мы полагаем, что вероятность повышения кредитных рейтингов Акрона до конца года как минимум на одну ступень весьма высока, о чем свидетельствует и позитивный прогноз по рейтингу от Fitch.

На рынке обращаются 3 рублевых облигационных выпуска компании, при этом выпуск Акрон БО-01 торгуется на уровне 99% от номинала (спред к кривой ОФЗ около 260 бп) и мало интересен в силу короткой дюрации (0.4 г, бумага погашается в октябре). Более длинные облигации Акрон 04 и Акрон 05, оферта по которым предстоит примерно через год, торгуются уже выше номинала и вряд ли обладают значительным потенциалом роста котировок даже в случае повышения рейтингов Акрона.

### Ключевые финансовые показатели Акрона по итогам 1К15

млн. руб.	1К15	1К14	%г
Выручка	27 653	17 351	59.4%
EBITDA*	12 413	4 263	x2.9
Операционная прибыль	10 943	4 805	x2.3
Чистая прибыль	7 067	1 437	x4.9
Рентабельность по EBITDA	44.9%	24.6%	20.3 пп
Операционная рентабельность	39.6%	27.7%	11.9 пп
Чистая рентабельность	25.6%	8.3%	17.3 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	11 370	4 489	x2.5
Чистый операцион. ден. поток	9 771	1 861	x5.3
CAPEX	3 672	2 230	64.7%
Свободный денежный поток	6 099	(369)	-

млн. руб.	1К15	2014	%г
Активы	213 260	195 940	8.8%
в т.ч. ликвидные активы	38 119	25 027	52.3%
Долг	90 204	81 311	10.9%
доля краткосрочного долга	34.2%	65.6%	31.4 пп
Чистый долг	52 085	56 284	-7.5%
Капитал	99 057	93 773	5.6%
CAPEX/EBITDA	0.3х	0.6х	-
Долг/EBITDA LTM	3.2х	4.0х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.8х	2.8х	-
EBITDA/Процентные платежи	15.3х	7.5х	-
Долг/Капитал	0.9х	0.9х	-

\* показатель скорректирован на неденежные и/или единоразовые доходы/расходы

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

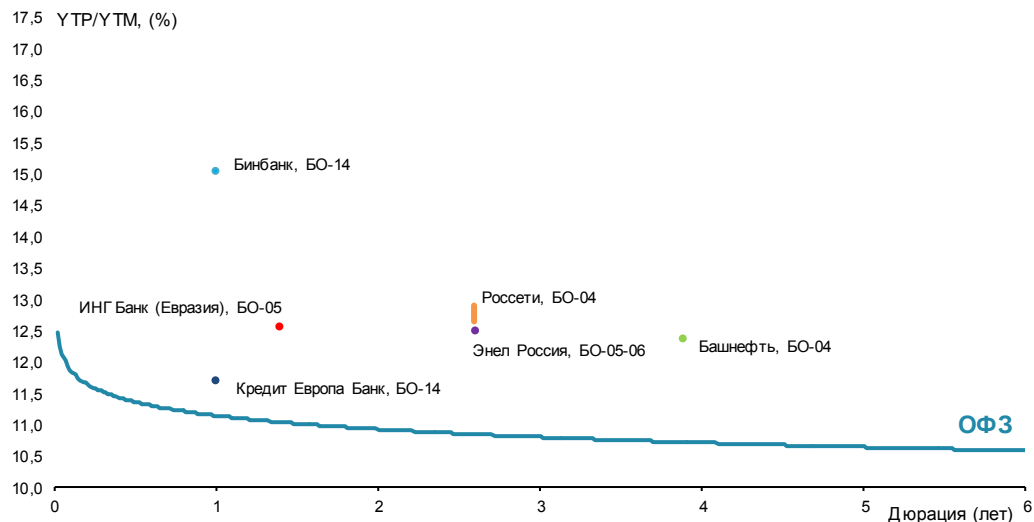
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Кредит Европа Банк, БО-14	- / B1 / BB-	да	5 000	11.68	29.05.2015	02.06.2015	нет / 1 г	1 г / 3 г
Бинбанк, БО-14	B / - / -	да	5 000	15.03	01.06.2015	03.06.2015	нет / 1 г	1 г / 3 г
ИНГ Банк (Евразия), БО-05	- / Ba2 / BBB-	да	10 000	12.55	28.05.2015	03.06.2015	нет / 1.39 г	1.5 г / 5 лет
Энел Россия, БО-05	- / Va3 / -	да	2 000	12.47	26.05.2015	04.06.2015	нет / 2.60 г	3 г / 10 лет
Энел Россия, БО-06	- / Va3 / -	да	3 000	12.47	26.05.2015	04.06.2015	нет / 2.60 г	3 г / 10 лет
Россети, БО-04	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	12.63-12.89	03.06.2015	08.06.2015	нет / 2.59 г	3 г / 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
Башнефть, БО-04	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.36	01.06.2015	нет / 3.89 г
Банк "Образование", 01	- / B3 / -	да	1 400	н/д / 100%	н/д	15.03	29.05.2015	1 г / 3 г
Ростелеком, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.36	12.04	29.05.2015	нет / 1.84 г
ГСС, БО-05	- / - / BB-	да	3 000	н/д / 100%	16.64-17.18	17.07	28.05.2015	нет / 1.78 г
Металлоинвестбанк, БО-02	- / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.56-16.10	15.03	28.05.2015	нет / 0.50 г
Башнефть, БО-03	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.05.2015	нет / 3.89 г
РЖД, БО-03	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	11.83-12.10	12.10	22.05.2015	нет / 4.21 г
МИБ, 02	- / Baa1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.41 г
Магнит, 02	BB+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.47	12.47	15.05.2015	нет / 1 г
Магнит, 03	BB+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.47	12.47	15.05.2015	нет / 1 г
МИБ, 02	- / Baa1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.41 г
Русгидро, БО-09	BB / Ba2 / BB+	да	10 000	3.0 / 100%	13.42-13.69	13.16	28.04.2015	нет / 2.21 г
О'Кей, БО-05	- / - / B+	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.37	28.04.2015	нет / 1 г
ЛК Уралсиб, БО-20	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.61 г
ЛК Уралсиб, БО-21	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.61 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	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

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:evgenia.lobacheva@zenit.ru">evgenia.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.