

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

#### АЛРОСА (ВВ-/Ba2/ВВ): сильный финансовый отчет по итогам 1К15 на фоне девальвации рубля, евробонды оценены справедливо

Вчера крупнейшая российская алмазодобывающая компания опубликовал отчет по итогам 1К15, который мы оцениваем как сильный. В прошлом квартале выручка компании увеличилась почти на треть г/г, достигнув 74.6 млрд. руб. (+31.2% г/г), при этом показатель EBITDA рос опережающими темпами, увеличившись на 64.7% г/г (до 42.9 млрд. руб.). В результате, рентабельность по EBITDA АЛРОСА в 1К15 достигла рекордного уровня в 57.5% (против 45.8% в прошлом году). Вместе с тем, величина долга компании на конец 1К15 мало изменилась по сравнению с началом года и составила 203.3 млрд. руб., что, на фоне высоких темпов роста EBITDA в 1К15, а также увеличения суммы ликвидных активов на балансе в 2.5 раза к уровню начала года, позволили АЛРОСА заметно снизить долговую нагрузку. Так, показатель на конец 1К15 снизился до 1.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 1.9x на начало года).

Основным фактором роста выручки компании в 1К15 стала девальвация рубля (лишь около 16% выручки АЛРОСА приходится на внутренний рынок), позволившая компенсировала негативный эффект от более низких объемов реализации алмазов в 1К15 в сравнении с прошлым годом. В то же время, высокие темпы роста EBITDA в прошлом квартале были обеспечены из-за увеличения валовой маржи, поскольку львиная доля затрат компании номинирована в рублях, а себестоимость продаж за 1К15 практически не изменилась по сравнению с прошлым годом.

Чистый операционный денежный поток (за вычетом процентных выплат) в 1К15 вырос на 34.1% г/г (до 37.4 млрд. руб.), тогда как капитальные расходы, напротив, в прошлом квартале снизились на 15.4% г/г, составив около 7.1 млрд. руб. или всего лишь 0.2x EBITDA. В результате, свободный денежный поток АЛРОСА в 1К15 вырос в 1.5 раза к уровню прошлого, достигнув 30.4 млрд. руб. Свободные средства были направлены на пополнение "подушки ликвидности" на балансе, что привело к росту денежных остатков на конец 1К15 в 2.5 раза к уровню прошлого года (до 54.2 млрд. руб.).

Долг АЛРОСА на конец 1К15 составил 203.3 млрд. руб. (+3.1% к 4К14) и мало изменился по сравнению с началом года. В то же время, рост объемов ликвидности на балансе привел к сокращению чистого долга (на 15% к 4К14), которое, вместе с быстрым ростом EBITDA в 1К15, позволило компании заметно снизить показатели долговой нагрузки. Так, отношение чистого долга к EBITDA LTM снизилось к концу 1К15 до 1.3x, тогда как на начало года оно еще составляло 1.9x. Финансовые итоги АЛРОСА за 1К15, на наш взгляд, безусловно позитивны для ее рейтингов, так как свидетельствуют об заметном укреплении кредитного профиля компании на фоне девальвации национальной валюты. Мы полагаем, что при сохранении позитивных тенденций, вероятность чего мы оцениваем как высокую, рейтинговые агентства до конца года могут пересмотреть в сторону повышения рейтинги АЛРОСА, особенно, если компании удастся, наконец избавиться от своих непрофильных активов, что приведет к повышению ликвидности. Отметим также, что несколькими днями ранее агентство S&P подтвердило рейтинг АЛРОСА на уровне "ВВ-", улучшив прогноз по рейтингу с "негативного" сразу до "позитивного".

Евробонд ALRSRU'20 по итогам последних двух месяцев выглядел лучше рынка в целом, сузив спрэд к кривой американских госбумаг на 110 бп, сейчас эта бумага торгуется со спрэдом к UST около 480 бп. Этот уровень означают премию около 100 бп к близкому по дюрациям выпуску НорНикеля (BBB-/Ba1/BBB-), на наш взгляд, выглядит справедливо и соответствует котировкам выпусков остальных заемщиков с сопоставимыми рейтингами. Рублевые бумаги компании (АЛРОСА, БО-02) мало привлекательны, как в силу короткой дюрации, так и предлагаемой доходности, так как торгуются с минимальной премией (около 50 бп) к ОФЗ.

#### Ключевые финансовые показатели АЛРОСА за 1К15

млн. руб.	1К15	1К14	%
Выручка	74 580	56 850	31.2%
ЕБИТДА	42 863	26 022	64.7%
Операционная прибыль	38 018	21 824	74.2%
Чистая прибыль	2 231	5 983	-62.7%
Рентабельность по EBITDA	57.5%	45.8%	11.7 пп
Операционная рентабельность	51.0%	38.4%	12.6 пп
Чистая рентабельность	3.0%	10.5%	-7.5 пп
Операц. ден. поток до изм. обор. кап.	43 074	26 594	62.0%
Операционная рентабельность*	37 432	27 911	34.1%
CAPEX	7 054	8 338	-15.4%
Свободный денежный поток	30 378	19 573	55.2%

млн. руб.	1К15	2014	%
Активы	417 974	388 249	7.7%
в т.ч. денежные средства	54 221	21 693	x2.5
Долг	203 327	197 160	3.1%
доля краткосрочного долга	10.0%	10.5%	-0.5 пп
Чистый долг	149 106	175 467	-15.0%
Капитал	157 521	137 174	14.8%
CAPEX/EBITDA	0.2x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	1.8x	2.1x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.3x	1.9x	-
Долг/Капитал	1.3x	1.4x	-

\* за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

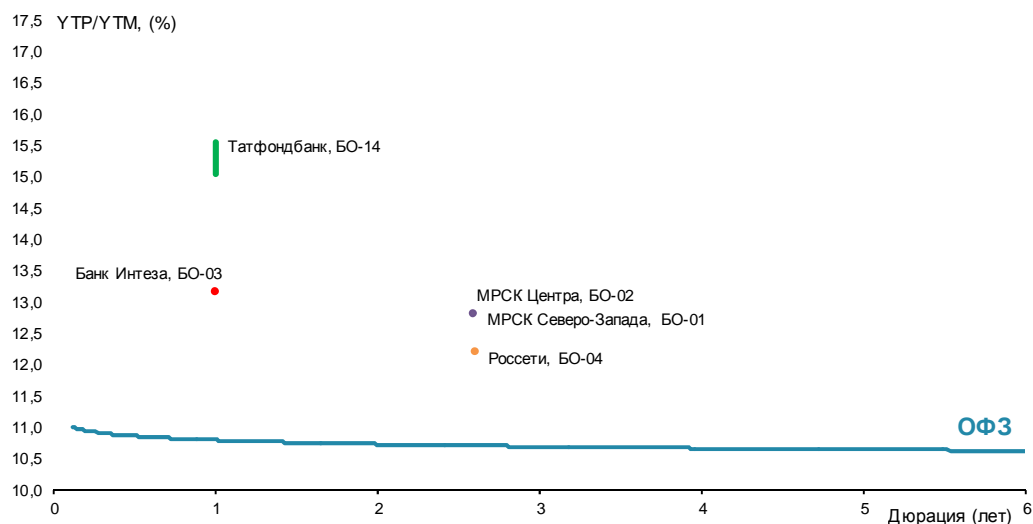
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
МРСК Центра, БО-02	BB- / - / -	да	5 000	12.81	04.06.2015	05.06.2015	нет / 2.59 г	3 г / 10
МРСК Северо-Запада, БО-01	NR	нет	5 000	12.81	04.06.2015	05.06.2015	нет / 2.59 г	3 г / 10
Россети, БО-04	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	12.20	03.06.2015	08.06.2015	нет / 2.60 г	3 г / 10
Банк Интеза, БО-03	- / Ba2 / -	да	5 000	13.16	04.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 3
Татфондбанк, БО-14	B / B2 / -	да	2 000	15.03-15.56	05.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 10
Полипласт, БО-02	NR	нет	1 000	н/д	08.06.2015	10.06.2015	да / н/д	нет / :
Райффайзенбанк, БО-02	BB+ / Ba2 / BBB-	да	10 000	н/д	05.06.2015	11.06.2015	н/д	н/д / :
Бинбанк, БО-10	B / - / -	да	3 000	н/д	08.06.2015	н/д	н/д	н/д / 6
Бинбанк, БО-11	B / - / -	да	3 000	н/д	08.06.2015	н/д	н/д	н/д / 6

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	Амортиз. Дюрация
Синергия, БО-04	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	15.03	04.06.2015	да / 1.1
Энел Россия, БО-05	- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.47	04.06.2015	нет / 2.
Энел Россия, БО-06	- / Ba3 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.47	04.06.2015	нет / 2.
ИНГ Банк (Евразия), БО-05	- / Ba2 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	13.10-13.37	12.55	03.06.2015	нет / 1.
Бинбанк, БО-14	B / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	03.06.2015	нет / :
Кредит Европа Банк, БО-14	- / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.68	02.06.2015	нет / :
Башнефть, БО-04	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.36	01.06.2015	нет / 3.
Банк "Образование", 01	- / B3 / -	да	1 400	н/д / 100%	н/д	15.03	29.05.2015	1 г / 3
Ростелеком, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.36	12.04	29.05.2015	нет / 1.
ГСС, БО-05	- / - / BB-	да	3 000	н/д / 100%	16.64-17.18	17.07	28.05.2015	нет / 1.
Металлоинвестбанк, БО-02	- / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.56-16.10	15.03	28.05.2015	нет / 0.
Башнефть, БО-03	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.05.2015	нет / 3.



# 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>
	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.