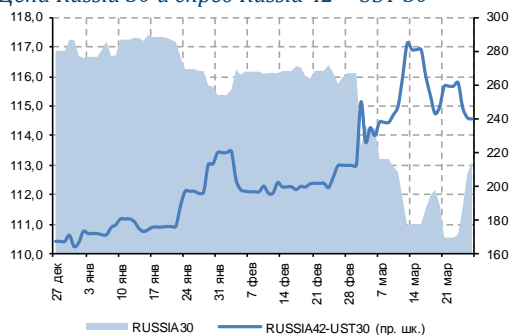


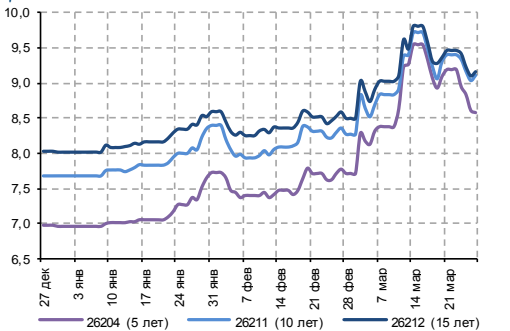
Ключевые индикаторы от 28 марта 2014 г.

	Закрытие	Изменение	
		за день	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,374	-0,3%	0,0%
USD/RUB	35,62	0,3%	9,3%
Корзина валют/RUB	41,62	0,1%	9,1%
Денежный рынок			
RUONIA	7,97	-6 б.п.	147 б.п.
Междип. РЕПО ОФЗ o/n	7,31	-7 б.п.	115 б.п.
MosPrime 3M	9,19	-	196 б.п.
USD/RUB ХССУ 1Y	8,70	-22 б.п.	248 б.п.
Долговой рынок			
UST10	2,68	-2 б.п.	-32 б.п.
Russia 30	4,81	-7 б.п.	69 б.п.
Gazprom 22 4,95	5,93	-8 б.п.	55 б.п.
EMBI+ Russia	261	-4 б.п.	80 б.п.
ОФЗ-26204	8,26	-37 б.п.	120 б.п.
ОФЗ-26207	9,12	8 б.п.	122 б.п.
ФСК 24	10,06	-	200 б.п.
Товарный рынок			
Brent, долл./барр.	107,05	0,5%	-4,6%
Золото, долл./унц.	1 294	-0,8%	6,7%
Фондовый рынок			
PTC	1 179	-1,6%	-18,4%
S&P 500	1 849	-0,2%	0,4%
НИККЕИ*	14 690	0,5%	-9,2%

*Данные на 08:00 мск
Источник: Bloomberg

Цена Russia 30 и спред Russia 42 – UST 30


Источник: Bloomberg

Динамика доходностей ОФЗ


Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ✓ Боковое движение на финансовых рынках на фоне смешанной статистики из США и заявлений представителей ФРС. S&P 500: -0,2%, UST10 YTM: -1 б.п. до 2,68%. При этом возобновилось сокращение угла наклона кривой UST: спред UST30-UST5 сжался на 6 б.п. до 181 б.п.
- ✓ ВВП США в 4К13, согласно окончательной оценке, вырос на 2,6% (вторая оценка: +2,4%, ждали улучшения до +2,7%). Оценка роста потребительских расходов улучшена до +3,3% с +2,6%.
- ✓ Повышение ставки Fed Funds возможно в 2К15, а указанный главой ФРС Дж. Йеллен 6-месячный период следует воспринимать лишь как минимальный срок от окончания QE до повышения ставки, считает глава ФРБ Чикаго Ч. Эванс (голосует в 2015 г.).
- ✓ Рост котировок на **российском рынке еврооблигаций** несколько замедлился. RUSSIA43 (YTM 6,07%) подорожала на 0,47 п.п. до 97,33%, а спред к UST30 сжался на 2 б.п. до 254 б.п. Вне суверенного сегмента котировки прибавили 0,4-0,6 п.п.
- ✓ Оттоки из облигаций EM ускорились: -811 млн долл. (-735 млн долл. неделей ранее). Институциональные инвесторы возобновили вывод средств из бондов EM: -116 млн долл. (+103 млн долл.). Из российских облигаций ушло 46 млн долл. (-86 млн долл.).
- ✓ **Локальный рынок** несколько просел вчера на невысокой торговой активности. Ставки по 10-14-летним бумагам прибавили 4-6 б.п., в сегменте 5-9 лет рост доходностей остановился около 3 б.п. Несколько хуже рынка смотрелись ОФЗ-26215 (YTM 9.11%), прибавив в доходности 6 б.п.
- ✓ Российский рынок вчера смотрелся слабо среди прочих EM, где можно было наблюдать снижение доходностей широким фронтом. Так, десятилетние бумаги Турции и Бразилии потеряли в доходности около 17 б.п., Венгрии – 12 б.п.

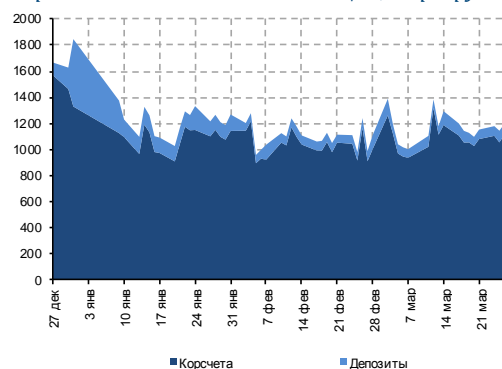
Макроэкономика и денежный рынок

- ▶ **Денежный рынок:** операции «тонкой настройки» приобретают «постоянный» характер в условиях дефицита ликвидности
- ▶ Международные резервы РФ за неделю к 21 марта снизились на 6,6 млрд долл. до 486,6 млрд долл.

Корпоративные новости

- ▶ **EDC (BB+/-/BB)** отчиталась за 2013 г., EDCLLI 20 привлекателен
- ▶ **Сбербанк (-/Ваа1/BBB)**: нейтральная отчетность за 2013 г. по МСФО
- ▶ **НЛМК (BB+/Ваа3/BBB-)**: результаты за 2013 по US GAAP. NLMKRU18 торгуется широко к CHMFRU18
- ▶ **Башнефть (-/Ва2/BB)** приобрела Бурнефтегаз. Нейтрально

Корсчета и депозиты банков в ЦБР, млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ

Аукционы РЕПО ЦБ сроком на 7 дней

ДАТА	ЛИМИТ, РУБ.	РЛН	СПРОС	СРВЗВ. СТАВКА
1 апреля*				
25 марта	3,42		0,8x	7,05%
18 марта	2,84		0,9x	7,09%
11 марта	2,21		1,1x	7,14%
4 марта	2,45		1,0x	7,16%
25 февраля	2,22		1,1x	5,57%

Депозитные аукционы Казначейства

ДАТА	СРОК	ЛИМИТ, ТРЛН РУБ.	СПРОС	СРВЗВ. СТАВКА
27 марта	14	15	2,0x	7,90%
25 марта	14	95	1,8x	7,96%
20 марта	14	30	2,2x	7,70%
18 марта	7	60	2,5x	7,50%
13 марта	35	30	4,2x	7,67%
11 марта	14	65	3,5x	7,28%

Депозитные аукционы ПФР

ДАТА	СРОК	ЛИМИТ, ТРЛН РУБ.	СПРОС	СРВЗВ. СТАВКА
27 марта	45	35	3,3x	8,90%
19 марта	53	98	1,3x	8,33%
13 марта	38	25	4,0x	8,08%
6 марта	101	18	4,1x	7,75%
26 февраля	25	35	1,7x	6,17%
19 февраля	32	35	0,0x	6,60%

Аукционы под залог нерыночных активов по плавающей ставке сроком на 3 месяца

ДАТА	ЛИМИТ, ТРЛН РУБ.	СПРОС	СРВЗВ. СТАВКА
14 апреля*			
6 марта	200	1,27x	7,41%
10 февраля	200	1,45x	5,85%
13 января	500	0,96x	5,76%

*ближайший аукцион

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Денежный рынок: операции «тонкой настройки» приобретают «постоянный» характер в условиях дефицита ликвидности

В четверг Банк России четвертый день подряд на этой неделе провел однодневный аукцион «тонкой настройки», призванный сгладить дефицит ликвидности в ходе налогового периода. Впервые за прошедшие 7 дней банки выбрали по средневзвешенной ставке 7,06% все средства в рамках лимита (200 млрд руб.) при соотношении «Bid/Cover» на уровне 1,2x. Полностью не удовлетворив спрос на ликвидность, кредитные организации вступили в сделки «валютный своп» с ЦБ на 409 млрд руб.

Сегодня мегарегулятор вновь объявил о предложении кредитным организациям средств на аукционной основе с учетом последних крупных налоговых выплат в этом месяце (налог на прибыль – ок. 350 млрд руб.). Интересно отметить, что в начале февраля 2014 г., когда только запускался механизм «тонкой настройки», ЦБ заявил, что «после завершения адаптации банков к изменениям в системе инструментов денежно-кредитной политики Банка России потребность в проведении операций «тонкой настройки» будет возникать в среднем не чаще 2–3 раз в месяц». Сценарий развития, который мы наблюдаем сейчас, лишний раз подчеркивает необходимость внедрения новых инструментов рефинансирования банков.

Помимо рыночного РЕПО «овернайт», поддержку денежному рынку сегодня также окажут средства, привлеченные на аукционах Казначейства (15 млрд руб.) и ПФР (35 млрд руб.), которые представляют собой «чистый» прирост задолженности банков (в отсутствие погашений задолженности в этот день). Следует отметить, что за средства, предложенные ПФР сроком на 45 дней, развернулась «схватка» с совокупным объемом переспроса в 3,3x. В итоге ставка привлечения составила 8,90%.

Ставки денежного рынка вчера шагнули вверх. MosPrime «овернайт» повысился до 8,19%; ставка по междилерскому РЕПО – до 8,00%.

Чистая ликвидная позиция сектора (-4,31 трлн руб.) ухудшилась еще на 92 млрд руб., главным образом за счет абсорбирования ликвидности через «бюджетный канал»

На валютном рынке рубль в целом удержал занятые в начале недели позиции, торгуясь разнонаправленно против мировых валют: по итогам дня ослаб на 7 коп. (35,60 руб.) к доллару, но окреп на 3 коп. (48,97 руб.) к евро.

Любопытную динамику показала кривая NDF/CCS, продемонстрировав параллельный сдвиг на 5 б.п. на отрезке 3М-5У. Одновременно с этим вмененная ставка NDF 1М снизилась на 21 б.п. Мы считаем, что, с одной стороны, укрепление рубля за последнюю неделю скорректировало в положительную сторону ожидания инвесторов по поводу его дальнейшей динамики в краткосрочной перспективе. С другой стороны, на более длительном горизонте (конец 2 кв. – начало 3 кв.) инвесторы продолжают делать ставки на ослабление национальной валюты.

 Юрий Тулинов, CFA
 Yury.Tulinov@gazprombank.ru
 +7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

 Артем Бекетов
 Artem.Beketov@gazprombank.ru
 +7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

Международные резервы РФ за неделю к 21 марта снизились на 6,6 млрд долл. до 486,6 млрд долл.

Как сообщил Банк России, за неделю с 14 по 21 марта международные резервы РФ сократились на 6,6 млрд долл. до 486,6 млрд долл.

Уменьшение объемов резервных активов было главным образом обусловлено валютными интервенциями Банка России, которые составили 6,2 млрд долл. Нужно отметить, что большой объем интервенций преимущественно связан с масштабными действиями ЦБ в конкретный день (17 марта – 4,4 млрд долл.).

Другими неблагоприятными факторами стало удешевление в рассматриваемый период других валют, формирующих резервы, относительно доллара США (-2,0 млрд долл.) и повышение доходности суверенных долговых бумаг развитых стран (-1,9 млрд долл.). Кроме того, сократилась стоимость входящего в резервы Банка России золота (-1,6 млрд долл.).

Увеличение иностранных валютных активов под обеспечение сделок «валютный своп» с ЦБ (+1,1 млрд долл.) и прирост прочих активов (+3,9 млрд долл.) смогли лишь частично компенсировать сокращение международных резервов страны.

Юрий Тулинов, CFA
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

Артем Бекетов
Artem.Beketov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

КОРПОРАТИВНЫЕ НОВОСТИ

EURASIA DRILLING COMPANY

S&P	BB+
Moody's	-
Fitch	BB

Eurasia Drilling Company отчиталась за 2013 г., EDCLLI 20 смотрится привлекательно

Новость. EDC вчера отчиталась за 2013 г., а также провела телефонную конференцию с аналитиками. С позиции кредитного качества компания находится в отличной форме, начиная 2014 год со значительной подушкой ликвидности на балансе, очень комфортным графиком погашений долга и умеренной долговой нагрузкой. Прогнозы на 2014 год по сохранению положительного свободного денежного потока, а также возможного досрочного погашения долга (за недостатком привлекательных возможностей M&A) также выглядят позитивно.

Отметим, что евробонд EDCLLI 20 (эмитента рейтинговой категории «BB») сильно пострадал во время мартовских распродаж и в настоящее время сохраняет повышенный спред как к обязательствам ключевого клиента LUKOIL 20 (BBB/Baa2/BBB), так и к сопоставимым по рейтингам MTS 20 (BB+/Ba2/BB+) и PGILLN 20 (BB+/-/BBB-). Наблюдаемые текущие премии на 60-70 б.п. шире средних уровней начала года (январь-февраль). Мы полагаем, что в условиях стабилизации внешнего новостного фона публикация хороших показателей кредитного качества позволит спредам сократиться ближе к «дораспродажным» уровням.

Комментарий. Выручка EDC за год прибавила 8%, EBITDA выросла на 19% до 940 млн долл., рентабельность по EBITDA – до 27,0% на 2,6 п.п. Прогнозы на 2014 г. предусматривают снижение

выручки до 3,05-3,1 млрд долл. и EBITDA компании в связи с сокращением объема заказов от Роснефти и влияния девальвации рубля – их восстановление ожидается в 2015 г.

В 2013 г. Роснефть обеспечивала около 24% общего объема заказов на бурение, на долю других крупных клиентов – Лукойла и Газпром нефти – пришлось 57% и 12% соответственно. По словам компании, 80% буровых установок, обслуживающих Роснефть, будут перераспределены по другим заказам, тогда как 20% останутся у Роснефти.

В 2014 г., несмотря на увеличение объемов общего долга на 59% г/г, компания сохранила устойчивый кредитный профиль. По итогам года показатель «долг/EBITDA» составил 1,2х, «чистый долг/EBITDA» - 0,4х. Валютная структура портфеля сохраняется концентрированной в долларах (77% совокупного портфеля), однако все крупные погашения в долларах смещены в будущее, а размер короткого долга составляет всего 104 млн долл. (9% портфеля).

В 2014 г. компания вступила со значительным объемом ликвидности на балансе в 778 млн долл. Из этих средств EDC планирует провести выкуп акций на 200 млн долл., однако даже оставшаяся сумма покрывает весь объем погашений долга, предстоящий к выплате в течение ближайших пяти лет.

В ходе телеконференции были озвучены прогнозы по инвестиционной программе на 2014 г на уровне 500-515 млн долл., что на 10% ниже уровня текущего года. Инвестпрограмма остается гибкой - поддерживающие капзатраты составляют только 150-170 млн долл. (ок. 30%). По итогам года компания планирует остаться в плюсе на уровне свободного денежного потока. Свободная ликвидность при этом может быть использована для приобретений, но пока волатильность высока, эти средства могут быть направлены на досрочное погашение долга. Мы полагаем, что при оценке сделок M&A компания продолжит придерживаться умеренной долговой политики (макс. 1,5х «чистый долг/EBITDA») и, таким образом, не видим угроз кредитному профилю EDC в ближайшей перспективе.

Финансовые результаты Eurasia Drilling Company по US GAAP, млн долл.

	2010	2011	2012	2013	Г/Г
Выручка	1 822	2 767	3 237	3 488	+8%
ЕВITDA	438	597	790	940	+19%
Рентабельность по EBITDA	24,1%	21,6%	24,4%	27,0%	+3 п.п.
Операционный денежный поток	323	426	592	751	+27%
Капитальные вложения	225	418	616	553	-10%
Свободный денежный поток	98	8	-24	198	-
Всего активов	1 154	2 604	3 035	3 722	+23%
Собственный капитал	1 185	1 04	1 663	1 816	+9%
Совокупный долг, в том числе	404	753	700	1 114	+59%
<i>доля краткосрочного долга</i>	29,1%	23,3%	36,8%	9,4%	-27 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	629	510	305	778	155%
Чистый долг	-226	244	395	337	-15%

ПОКАЗАТЕЛИ					
Долг/Собственный капитал, х	0,3	0,6	0,4	0,6	-
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	29,0	11,4	14,7	16,1	-
Чистый долг/ЕБИТДА, х	-0,5	0,4	0,5	0,4	-
Долг/ЕБИТДА	0,9	1,3	0,9	1,2	-
Свободный денежный поток/ Долг, х	24%	1%	Отриц.	18%	-

Источник: компания, оценки Газпромбанка

Александр Назаров
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81

Екатерина Зиновьева
Ekaterina.Zinovyeva@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 42)

СБЕРБАНК

S&P	–
Moody's	Baa1
Fitch	BBB

Сбербанк нейтрально отчитался за 2013 год по МСФО

Новость. Сбербанк вчера представил консолидированные финансовые результаты за 2013 г. по МСФО, а также провел телеконференцию для инвесторов.

Комментарий. С позиции кредитного качества отчетность Сбербанка производит традиционно благоприятное впечатление:

- ▶ показатели рентабельности капитала и чистой процентной маржи по итогам года снизились (-3,4 п.п. до 20,8% по ROAE и -0,2 п.п. до 6,1% по NIM), но при этом остались на хороших уровнях. К тому же снижение показателей было ожидаемым в рамках общерыночных трендов.

- ▶ темпы роста бизнеса банка по итогам года (+21% по совокупным активам) в целом соответствовали его рентабельности, как следствие, показатели достаточности капитала остались практически без изменений. Так, достаточность капитала 1-го уровня на конец 2013 г. составила 10,6% (+0,2 п.п. к концу 2012 г.), совокупный показатель – 13,4% (-0,3 п.п.).

- ▶ качество активов банка остается высоким: доля NPL на конец 2013 г. составила 2,9% (годом ранее – 3,2%), доля кредитов, по которым условия были пересмотрены, – 9,8% (9,1%). Свою подверженность «украинскому риску» (включая кредиты и вложения в ценные бумаги украинских компаний, активы дочерних предприятий) банк оценивает в 0,8% консолидированных активов, что выглядит умеренным.

Банк заявил, что может отказаться от размещения евробондов в 2014 г. при плохой ситуации на рынках. Для нас данное развитие событий было ожидаемым, в частности, с учетом возросшей стоимости заимствований и более чем сильного притока средств на текущих счетах юридических лиц в январе-феврале 2014 г. (+357 млрд руб., или +26,2%).

Стоит заметить, что евробонды Сбербанка в ходе недавних распродаж теряли позиции в целом на уровне рынка: так, с начала марта спред старших долларовых бумаг SBERRU17 и SBERRU22 к суверенным инструментам расширился на 9 б.п. до 141 б.п. и сузился на 9 б.п. до 95 б.п. соответственно. Некоторую привлекательность в сегменте наиболее качественных рублевых евробондов может представлять SBERRU 16 RUB (YTM 9,78%), дающие более 150 б.п. премии к аналогичным по прочности ОФЗ-25077 (YTM 8,04%).

Основные финансовые показатели Сбербанка по МСФО, млрд руб.

	2010	2011	2012	2013	Г/Г
Отчет о совокупном доходе					
Чистые процентные доходы	495,8	581,1	728,7	890,8	+22%
Чистые комиссионные доходы	123,6	140,6	170,3	220,3	+29%
Операционные доходы	673,9	770,7	950,5	1 147,0	+21%
Операционные расходы	(282,6)	(361,9)	(475,3)	(543,2)	+14%
Резервы по кредитам	(153,8)	1,2	(21,5)	(133,5)	+521%
Чистая прибыль	181,6	315,9	347,9	362,0	+4%
Активы					
Денежные средства и эквиваленты	719,6	625,6	1 290,8	1 327,0	+3%
Средства в других банках	13,0	35,1	114,8	330,5	+188%
Ценные бумаги	1 823,6	1 625,9	1 969,7	2 161,2	+10%
Чистый кредитный портфель	5 489,4	7 719,7	10 499,3	12 933,7	+23%
Всего активов	8 628,5	10 835,1	15 097,4	18 210,3	+21%
Обязательства и капитал					
Средства ЦБ	0,0	265,6	1 070,8	1 669,4	+56%
Средства корпоративных клиентов	1 816,7	2 205,8	3 196,1	3 628,4	+14%
Средства частных клиентов	4 834,5	5 726,3	6 983,2	8 435,8	+21%
Долговые ценные бумаги	272,7	268,7	691,7	853,4	+23%
Субординированный долг	303,5	303,5	384,7	424,7	+10%
Собственный капитал	987,2	1 268,0	1 623,8	1 881,4	+16%
Ключевые показатели					
Рентабельность капитала (ROAE)	20,6%	28,0%	24,1%	20,8%	-3,4 п.п.
Рентабельность активов (ROAA)	2,4%	3,4%	2,7%	2,2%	-0,5 п.п.
Чистая процентная маржа (NIM)	6,6%	6,5%	6,2%	6,1%	-0,2 п.п.
Расходы/Доходы	41,9%	47,0%	50,0%	47,4%	-2,6 п.п.
Операционные расходы/Средние активы	3,7%	3,9%	3,7%	3,3%	-0,4 п.п.
Стоимость риска	2,7%	0,0%	0,2%	1,1%	+0,9 п.п.
Чистый кредитный портфель/Депозиты	82,5%	97,3%	103,1%	107,2%	+4,1 п.п.
20 крупнейших вкладчиков, % от средств клиентов	8,4%	7,8%	9,0%	8,7%	-0,3 п.п.
NPL/Кредиты	7,3%	4,9%	3,2%	2,9%	-0,2 п.п.
Реструктуризация/Кредиты	12,1%	12,3%	9,1%	9,8%	+0,7 п.п.
Резервы/Кредиты	11,3%	7,9%	5,1%	4,5%	-0,6 п.п.
NPL за вычетом резервов под них, % от капитала 1-го уровня	6,1%	4,2%	3,5%	3,2%	-0,4 п.п.
Долг 20 крупнейших заемщиков, % от капитала 1-го уровня	156,1%	165,6%	145,2%	139,8%	-5,4 п.п.
Достаточность капитала 1 уровня (Базель)	11,9%	11,6%	10,4%	10,6%	+0,2 п.п.
Совокупная достаточность капитала (Базель)	16,8%	15,2%	13,7%	13,4%	-0,3 п.п.
Денежные средства/Активы	8,3%	5,8%	8,5%	7,3%	-1,3 п.п.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов, CFA
 Yury.Tulinov@gazprombank.ru
 +7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

НЛМК

S&P BB+

Moody's Baa3

Fitch BBB-

НЛМК: результаты за 2013 г. по US GAAP. NLMKRU18 торгуется широко к CHMFRU18

Новость. НЛМК опубликовал финансовую отчетность за 4К13 и 2013 г. по US GAAP: несмотря на негативную динамику продаж, компания показала рост EBITDA и рентабельности в 4К13. Долговая нагрузка НЛМК остается довольно высокой для компании с двумя рейтингами инвестиционной категории – мы не исключаем негативных рейтинговых действий. В то же время способность генерировать положительный свободный денежный поток, очевидно, является важным фактором, принимаемым во внимание рейтинговыми агентствами.

Выпуск евробондов NLMKRU18 сейчас торгуется с премией около 50 б.п. к CHMFRU18 на фоне опережающего восстановления котировок выпуска Северстали после sell-off в марте: доходности CHMFRU18 скорректировались с максимумов 14 марта на 137 б.п., NLMKRU18 – на 107 б.п. На наш взгляд, обе бумаги должны торговаться на одном уровне.

Комментарий. Вследствие деконсолидации NBH (с 4К13) и падения объемов продаж стальной продукции (на 4% кв/кв) выручка НЛМК снизилась на 8% кв/кв до 2505 млн долл. в 4К13. Напомним, выручка и EBITDA убыток NBH составили 339 млн долл. и 37 млн долл. в 3К13 соответственно. NBH является высокочрезвычайно затратной компанией (денежные операционные расходы – 946 долл. на тонну стали), поэтому ее деконсолидация снизила производственные затраты на тонну продукции по группе.

Сокращение расходов в результате выхода NBH за периметр консолидации НЛМК, а также продолжающаяся оптимизация расходов, наращивание мощностей по выпуску стального проката и рост продаж объемов железной руды обеспечили рост EBITDA на 8% кв/кв до 409 млн. долл. Рентабельность по EBITDA увеличилась с 13,9% в 3К13 до 16,3% в 4К13. Основной прирост EBITDA обеспечили зарубежный и добывающий сегменты бизнеса.

Леверидж НЛМК в 4К13 практически не изменился: долг (с учетом гарантий в пользу NBH) на 31/12/13 составил порядка 4,2 млрд долл., 2,4х в терминах «Чистый долг/EBITDA».

Долговая нагрузка компании по-прежнему превышает «пороговые» уровни рейтинговых агентств для категории «investment grade»: Moody's в последнем пресс-релизе по компании указывало на риски снижения рейтинга, если соотношение «Долг/EBITDA» будет в течение длительного времени находиться выше 2,5х (на 31/12/13, по нашим оценкам, 3,3х). Fitch имеет негативный прогноз по рейтингу НЛМК. Риски негативных рейтинговых действий в отношении НЛМК сохраняются. В то же время мы полагаем, что способность компании генерировать положительный свободный денежный поток является существенным фактором для рейтинговых агентств в пользу сохранения текущих оценок.

НЛМК: финансовые результаты по US GAAP за 4К13 и 2013, млн долл.

	2012	2013	Г/Г	3К13	4К13	КВ/КВ
Выручка	12 156	10 909	-10%	2 720	2 505	12 156
ЕБИТДА	1 900	1 505	-21%	379	409	1 900
Рентабельность ЕБИТДА	16%	14%	-2 п.п.	14%	16%	16%
Операционный денежный поток	1 825	1 219	-33%	406	232	1 825
Капитальные вложения	-1 453	-756	-48%	-283	-98	-1 453
Свободный денежный поток	371	462	24%	124	133	371
Всего активов	18 458	16 284	-12%	16 305	16 284	18 458
Собственный капитал	11 090	10 275	-7%	10 399	10 275	11 090
Совокупный долг, в том числе	4 632	4 167	-10%	4 124	4 167	4 632
доля краткосрочного долга	39%	27%	-12 п.п.	15%	27%	39%
Совокупный долг, скорр.*	4 632	4 958	7%	4 881	4 958	4 632
Денежные средства и эквиваленты	1 057	1 347	27%	1 351	1 347	1 057
ПОКАЗАТЕЛИ						
Долг/Капитал, х	0,4	0,4	-	0,4	0,4	0,4
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	48	20	-	31	33	48
Чистый долг/12М ЕБИТДА, х	1,9	1,9	-	1,9	1,9	1,9
Долг / 12М Свободный денежный поток, х	12,5	9,0	-	11,2	9,0	12,5
Чистый долг скорр.* / 12М ЕБИТДА, X	1,9	2,4	-	2,4	2,4	1,9
Долг скорр.* / 12М Свободный денежный поток, х	12,5	10,7	-	13,3	10,7	12,5

Источник: компания, оценки Газпромбанка

*с учетом гарантий по долгу NBH

Наталья Шевелева
Natalia.Sheveleva@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 48)

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

БАШНЕФТЬ

S&P	–
Moody's	Ba2
Fitch	BB

Башнефть приобрела компанию «Бурнефтегаз» более чем за 1 млрд долл. Нейтрально

Новость. Башнефть приобрела компанию Бурнефтегаз, занимающуюся разведкой и добычей нефти в Западной Сибири в Тюменской области, более чем за 1 млрд долл. Компания обладает запасами нефти по российской классификации С1+С2 53,4 млн т (390 млн барр.), объем добычи нефти составляет 300 тыс. т (6 тыс. барр. в день). Сделка профинансирована в том числе за счет заемных средств.

Мы оцениваем новость как нейтральную для рублевых облигаций Башнефти серии 06-09. Торговая активность в выпусках, как и по всему корпоративному сегменту, сейчас практически отсутствует, по длинным бумагам индикативные котировки мы отмечаем в диапазоне 150-200 б.п. над кривой ОФЗ.

Комментарий. Мы считаем приобретение стратегически выгодным для Башнефти, а его ценовые условия – привлекательными. Стоимость приобретаемых активов составила 2,6 долл. за баррель, что даже с учетом возможного

сокращения запасов при пересчете на запасы по международным стандартам значительно дешевле оцененности запасов самой Башнефти – 5,8 долл. на баррель.

С учетом долгосрочного тренда на сокращение налоговых льгот для нефтепереработки и происходящего при этом роста экспортных нетбэков, задача увеличения объемов добычи нефти и сокращения объемов закупок для Башнефти является крайне актуальной. Мы отмечаем, что, несмотря на начало добычи на месторождении им. Трбса и Титова, Башнефть по-прежнему добывает на 25% меньше нефти, чем перерабатывает. Приобретенный актив имеет высокий потенциал наращивания добычи. По нашим оценкам, в течение нескольких лет объем добычи на активе может достичь 1,7 млн т в год (34 тыс. барр. в день), что может составить до 11% собственной добычи Башнефти.

Финансирование приобретения производилось в том числе за счет заемных средств, однако объемы привлечений не раскрывались. Напомним, по итогам 9М13 Башнефть проделала значительную работу по оптимизации кредитного портфеля, сократив объем долга на балансе на 30 млрд руб. г/г и досрочно погасив часть задолженности. По нашим оценкам, показатель «долг/ЕБИТДА» мог достичь по итогам 2013 г. отметки в 0,9х при внутренних ограничениях в 2,0х. Привлечение заимствований, таким образом, даже в полном объеме сделки, а также потенциальное финансирование выкупа акций (17,9 млрд руб.) окажет давление на кредитные метрики компании, однако мы ожидаем, что масштаб влияния будет ограничен. Отдельным вопросом остаются объемы выплат дивидендов за 2013 год.

Башнефть 2 апреля отчитывается за 2013 год по МСФО, и в ходе телеконференции мы планируем получить дополнительную информацию касательно структуры финансирования приобретения, а также размера выплат акционерам в 2014 году.

Иван Хромушин
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 89

Екатерина Зиновьева
Ekaterina.Zinovyeva@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 42)

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ ДОЛГОВОГО И ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

ДАТА	СОБЫТИЕ	ОБЪЕМ, МЛН. РУБ.
29.03.14	Погашение облигаций БНП Париба Банк	2 000
03.04.14	Оферта по облигациям МИА-4	2 000
03.04.14	Выплата амортизации по облигациям ЛК УралСиб-046о	42
04.04.14	Оферта по облигациям НОТА Банк-3бо	2 000
04.04.14	Оферта по облигациям Фармпрепарат	23

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

КАЛЕНДАРЬ КОРПОРАТИВНЫХ СОБЫТИЙ

ДАТА	СОБЫТИЕ	ПЕРИОД
31.03.14	Polymetal: финансовые результаты по МСФО	2013
Март 2014	Polyus Gold: финансовые результаты по МСФО	2013
Март 2014	Eurasia Drilling Company: финансовые результаты по US GAAP	4К13 и 2013
Март 2014	ТМК: финансовые результаты по МСФО	2013
Март 2014	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	4К13
02.04.14	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	4К13
09.04.14	Евраз: финансовые результаты по МСФО	2013
09.04.14	Татнефть: финансовые результаты по МСФО	4К13 и 2013
15.04.14	Алроса: финансовые результаты по МСФО	2013
29.04.14	Газпром: финансовые результаты по МСФО	4К13 и 2013
30.04.14	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1К14
30.04.14	Норильский никель: финансовые результаты по МСФО	2013
Апрель 2014	Мечел: финансовые результаты по US GAAP	2013
14.05.14	Вымпелком: финансовые результаты по МСФО	1К14
Май 2014	ТМК: финансовые результаты по МСФО	1К14
Май 2014	Nordgold: финансовые результаты по МСФО	1К14
Июнь 2014	Мечел: финансовые результаты по US GAAP	1К14
27.08.14	Евраз: финансовые результаты по МСФО	1П14
27.08.14	Polymetal: финансовые результаты по МСФО	1П14
Август 2014	Nordgold: финансовые результаты по МСФО	1П14
Август 2014	ТМК: финансовые результаты по МСФО	2К14
Октябрь 2014	Мечел: финансовые результаты по US GAAP	2К14
Ноябрь 2014	Nordgold: финансовые результаты по МСФО	3К14
Ноябрь 2014	ТМК: финансовые результаты по МСФО	3К14
Декабрь 2014	Мечел: финансовые результаты по US GAAP	3К14

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters