

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

Роснефть (BBB/Baa1/BBB): позитивные результаты в финансовом отчете за 9M13, бумаги компании не предлагают особых идей

Вчера Роснефть, крупнейшая по добыче и запасам нефтяная компания, опубликовала финансовый отчет по МСФО по итогам 9M13, который мы оцениваем достаточно позитивно. Ключевым событием для Роснефти стало приобретение в 1K13 одной из крупнейших независимых нефтегазовых компаний – ТНК-BP, что, с одной стороны, позволило Роснефти значительно улучшить операционные показатели и финансовый результат, но с другой – привело к ухудшению показателей долговой нагрузки. Так, в по итогам 9M13 общая добыча углеводородов Роснефти (включая долю в добыче СП и зависимых обществ) выросла на 81.5% г/г (до 4 831 тыс. барр. н.э. в сутки), в том числе среднесуточная добыча нефти и жидких углеводородов выросла на 72.7% г/г (до 4 187 тыс. барр. н.э.), газа – увеличилась почти в 3 раза по сравнению с 9M12 (до 644 тыс. барр. н.э.). Общее производство нефтепродуктов за 9M13 выросло на 42.9% г/г – до 63.3 млн. тонн. Отметим, что значительный рост операционных показателей Роснефти по итогам 9M13 был обусловлен, главным образом, эффектом от консолидации результатов ТНК-BP. При сравнении сопоставимых показателей (как если бы результаты ТНК-BP включались в консолидацию с начала 2012 г.) рост общей добычи углеводородов по итогам 9M13 составил 3.4% г/г, при этом добыча нефти и жидких углеводородов выросла лишь на 0.8% г/г, тогда как добыча газа – на 23.5% г/г, а производство нефтепродуктов увеличилось на 1.9% г/г.

Выручка Роснефти по итогам 9M13 выросла на 45.6% г/г (до 3 344 млрд. руб.), а показатель EBITDA – на 42.5% г/г (до 674 млрд. руб.), в результате рентабельность по EBITDA компании сохранилась на уровне прошлого года и составила 20.2% (-0.4 пп г/г). С учетом того, что на мировом рынке, поставки на который вносят основной вклад в формирование выручки компании, по итогам 9M13 произошло снижение г/г средних цен как на сырую нефть (снижение в долларах составило около 3% г/г), так и на нефтепродукты (на 3-10% г/г в долларах в зависимости от наименования), рост выручки компании был обеспечен за счет увеличения физических объемов поставок углеводородов. Так, общий объем реализации нефти и нефтепродуктов по итогам 9M13 вырос примерно в 1.5 раза по сравнению с прошлым годом и составил соответственно 75.1 млн. тонн и 62.4 млн. тонн, тогда как продажи газа выросли в 3 раза и составили 24.5 млрд. кубометров. Как и с операционными показателями, главным драйвером роста финансовых результатов Роснефти стала консолидация ТНК-BP: при сравнении сопоставимых величин выручка компании за 9M13 сохранилась на уровне прошлого года (+0.1% г/г), а показатель EBITDA и рентабельность по EBITDA и снизились соответственно на 3.7% г/г и 0.8 пп г/г.

Свободный денежный поток Роснефти за 9M13 вырос до 450 млрд. руб. (за 9M12 составил 31 млрд. руб.). На динамику показателя за 9M13 повлияли, с одной стороны, умеренный рост капложений (на 9.7% г/г – до 386 млрд. руб. или 0.6x EBITDA), с другой – гораздый больший эффект оказал рост чистого операционного денежного потока более чем в 2 раза по сравнению с прошлым годом (до 836 млрд. руб.), который произошел, главным образом, благодаря получению 307 млрд. руб. предоплаты в счет будущих поставок нефти в Китай. Свободный денежный поток Роснефти был направлен на финансирование денежной составляющей сделки по покупке ТНК-BP (1 296 млрд. руб.), что также потребовало привлечения значительных объемов заемного финансирования и привело к заметному росту показателей долговой нагрузки. Так, чистый долг Роснефти на конец 9M13 вырос в 3 раза по сравнению с началом года и составил 1 976 млрд. руб., а долговая

Ключевые финансовые показатели Роснефти по МСФО за 9M13

млрд. руб.	9M13	9M12	%г
Выручка	3 344	2 297	45.6%
EBITDA	674	473	42.5%
Операционная прибыль	405	322	25.8%
Чистая прибыль	417	303	37.6%
Рентабельность по EBITDA	20.2%	20.6%	-0.4 пп
Операционная рентабельность	12.1%	14.0%	-1.9 пп
Чистая рентабельность	12.5%	13.2%	-0.7 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	656	433	51.5%
Чистый операцион. денежный поток	836	383	x2.2
CAPEX	386	352	9.7%
Свободный денежный поток	450	31	-
млрд. руб.	9M13	2012	%г
Активы	7 204	3 984	80.8%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	410	328	25.0%
Долг*	2 386	991	x2.4
доля краткосрочного долга	22.0%	14.7%	7.3 пп
Чистый долг	1 976	663	x3.0
Капитал	3 185	2 322	37.2%
CAPEX+M&A	1 706	518	-
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.8x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	2.5x	0.9x	-
Долг/EBITDA LTM	2.9x	1.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.4x	1.1x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.4x	-

* включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Роснефти за 9M13

	9M13	9M12	%г
Добыча углевод-в, тыс. барр. н.э./сутки	4 831	2 662	81.5%
Добыча нефти, тыс. барр./сутки	4 187	2 425	72.7%
Добыча газа, тыс. барр. н.э./сутки	644	237	x2.7
Производство нефтепрод-в, млн. тонн	63.3	44.3	42.9%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

нагрузка компании на конец 3К13 резко повысилась и составила 2.4х в терминах чистый долг/EBITDA LTM (против 1.1х на начало года). Вместе с тем, мы отмечаем, что рост долговой нагрузки компании является следствием единоразового фактора и, на наш взгляд, не привел к существенному ухудшению кредитного профиля Роснефти, принимая во внимание статус компании как национального лидера по добыче углеводородов и широкий доступ к рефинансированию, как на мировых долговых рынках, так и со стороны госбанков при необходимости. Кроме того, мы ожидаем, что Роснефть сможет снизить долговую нагрузку ниже уровня 2х в терминах чистый долг/EBITDA LTM уже в течение ближайших 6-9 месяцев (при условии сохранения текущих цен на нефть). Так, благодаря консолидации денежного потока ТНК-ВР, показатель уже продемонстрировал заметное снижение по сравнению с пиковым значением 3.1х на конец 1К13.

Евробонды Роснефти в настоящее время торгуются на уровне прочих голубых фишек (более короткий ROSNRM'17 дает спрэд около 50-60 бп к суверенной кривой, а более длинный ROSNRM'22 – около 120-130 бп) и, на наш взгляд, вряд ли обладают существенным потенциалом роста «выше рынка». Рублевые бонды компании также не предлагают особых идей: средний спрэд локальных бумаг составляет 110-120 бп, на этом фоне бумаги Газпром Нефти (BBB-/Baa3/-), предлагающие тот же спрэд на более короткой дюрации, выглядят интереснее.

ТМК (В+/В1/-): нейтральный операционный отчет за 9М13, бумаги компании выглядят не очень интересно

Вчера крупнейший российский производитель нефтегазовых труб ТМК (В+/В1/-) опубликовал операционные результаты за 3К13 и 9М13 в целом. Мы нейтрально оцениваем раскрытые данные. Так, несмотря на относительно слабые результаты 3К13, в котором общие отгрузки труб снизились на 2.1% кв/кв (до 1 060 тыс. тонн), в том числе труб нефтегазового сортамента (ОСТГ) на 4.1% кв/кв (до 445 тыс. тонн), по итогам 9М13 в целом ТМК отчиталась об увеличении отгрузок г/г. Так, общая отгрузка труб потребителям за 9М13 выросла на 1.7% г/г (до 3 200 тыс. тонн), что было обеспечено благодаря увеличению поставок сварных труб на 8.3% г/г (до 1 393 тыс. тонн) в ответ на повышенный спрос со стороны российских потребителей линейных труб и труб большого диаметра, а также американских потребителей сварных ОСТГ-труб. Вместе с тем, отгрузки бесшовных труб по итогам 9М13 снизились на 2.8% г/г (до 1 807 тыс. тонн), при этом, если по итогам 1П13 снижение было относительно небольшим (на 1.2% г/г), то в 3К13 произошло заметное сокращение поставок (сразу на 6.5% г/г), обусловленное проведением запланированных ремонтных работ на мощностях Северского и Волжского трубных заводов. Отметим также, что общие отгрузки нефтегазовых труб выросли по итогам 9М13 на 4.1% г/г (до 1 343 тыс. тонн), при этом, с учетом того, что рост отгрузок в 1П13 составил лишь 0.7% г/г, а отгрузки в 3К13 и вовсе сократились на 4.1% кв/кв, данный рост обусловлен, скорее, низкой базой 3К12, в котором наблюдалась просадка по отгрузкам ОСТГ-труб (в 3К13 отгрузки выросли на 11.8% г/г). С учетом операционных результатов за 9М13 и динамики финансовых показателей за 1П13 мы ожидаем, что по итогам 9М13 снижение выручки компании составит 3-5% г/г, а темпы снижения EBITDA составят 7-9% г/г.

Евробонды компании (TRUBRU'18, TRUBRU'20) торгуются сейчас на одинаковом уровне – со спрэдом чуть выше 380 бп к суверенной кривой, что означает дисконт не менее 20 бп к сопоставимым по дюрации выпускам Евраза (В+/Вa3/ВВ-). Это, на наш взгляд, делает бумаги Евраза более привлекательной покупкой с учетом сопоставимых кредитных метрик компаний, более высокого рейтинга Евраза, а также наличия перспектив реализации позитивных синергий от интеграции бизнеса Распадской.

Динамика операционных показателей ТМК

тыс. тонн	9М13	9М12	%%
Бесшовные трубы	1 807	1 860	-2.8%
Сварные трубы	1 393	1 286	8.3%
Всего труб	3 200	3 146	1.7%
в т.ч. ОСТГ	1 343	1 290	4.1%

тыс. тонн	3К13	2К13	%%
Бесшовные трубы	563	619	-9.0%
Сварные трубы	497	464	7.1%
Всего труб	1 060	1 083	-2.1%
в т.ч. ОСТГ	445	464	-4.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

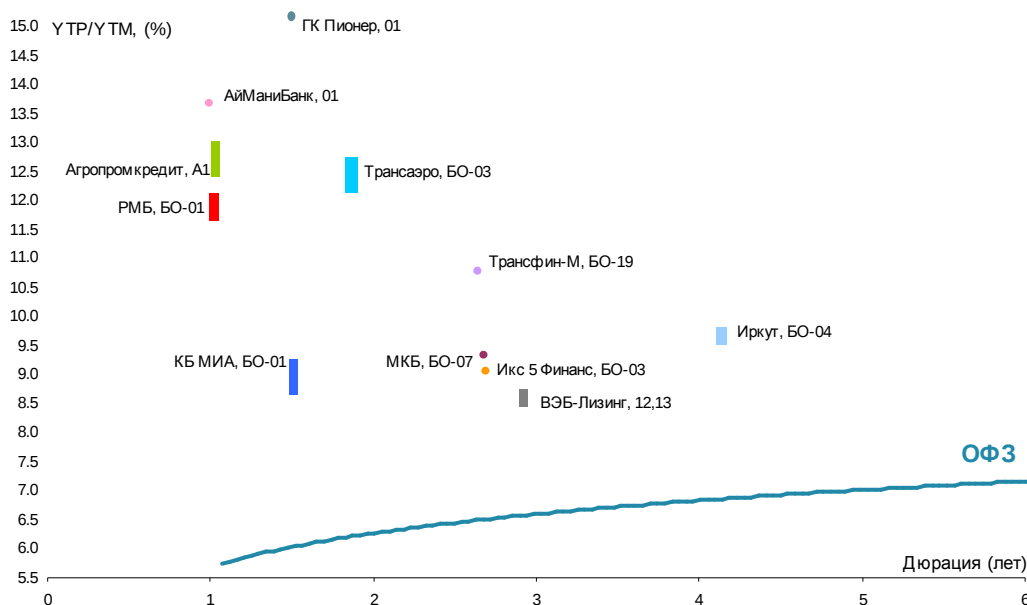
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
МКБ, БО-07	BB- / B1 / BB-	да	5 000	9.31	23.10.2013	30.10.2013	нет / 2.68 г.	3 г. / 5 лет
Икс 5 Финанс, БО-03	B+ / - / -	да	5 000	9.05	28.10.2013	30.10.2013	нет / 2.69 г.	нет / 3 г.
ГК Пионер, 01	B- / - / -	да	2 000	15.03	28.10.2013	30.10.2013	нет / 1.40 г.	1.5 г. / 3 г.
Трансфин-М, БО-19	NR	нет	1 000	10.78	28.10.2013	30.10.2013	нет / 2.64 г.	нет / 3 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-01	NR	нет	1 000	н/д	Конкурс	30.10.2013	н/д	нет / 3 г.
Трансаэро, БО-03	NR	нет	3 000	12.55	29.10.2013	31.10.2013	нет / 1.80 г.	2 г. / 5 лет
АйМаниБанк, 01	- / B3 / -	да	1 500	13.65	29.10.2013	31.10.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
КБ МИА, БО-01	- / Ba2 / -	да	1 500	8.68-9.20	01.11.2013	06.11.2013	нет / 1.44 г.	1.5 г. / 3 г.
Управление отходами, 01	NR	нет	2 800	1-й купон - 11.00	н/д	07.11.2013	н/д	5 лет / 10.5 л
ВЭБ-Лизинг, 12	BBB / - / BBB	да	5 000	8.42-8.68	06.11.2013	12.11.2013	да / 2.87 г.	нет / 5 лет
ВЭБ-Лизинг, 13	BBB / - / BBB	да	5 000	8.42-8.68	06.11.2013	12.11.2013	да / 2.87 г.	нет / 5 лет
РМБ, БО-01	- / B3 / -	да	1 500	11.57-12.10	12.11.2013	14.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.
Иркут, БО-04	- / Ba2 / -	да	5 000	9.46-9.73	12.11.2013	18.11.2013	нет / 4.09 г.	5 лет / 10 лет
Агропромкредит, А1	- / B2 / -	да	1 500	12.36-12.89	XX.11.2013	XX.11.2013	нет / 1 г.	1 г. / 3 г.

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

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
Домашние деньги, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	18.81-19.91	19.91	29.10.2013	нет / 1 г.
Райффайзенбанк, БО-01	BBB / Baa3 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	7.80-7.95	7.80	29.10.2013	нет / 1.89 г.
РЖД - Развитие вокзалов, 01	NR	нет	250	н/д / 100%	н/д	13.10	25.10.2013	нет / 1 г.
Банк Петрокоммерц, 09	B+ / B1 / -	да	5 000	2.0 / 100%	9.15-9.46	9.15	24.10.2013	нет / 1.43 г.
МКБ, БО-06	BB- / B1 / BB-	да	5 000	2.0 / 100%	9.10-9.41	9.15	24.10.2013	нет / 1.87 г.
Альфа-Банк, БО-04	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	8.16-8.68	8.42	24.10.2013	нет / 2.71 г.
Геотек Сейсмозащита, 01	B / - / -	да	3 000	1.0 / 100%	10.78-11.30	10.78	23.10.2013	нет / 2.64 г.
Газпромбанк, БО-07	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	7.85-8.00	7.85	22.10.2013	нет / 1.44 г.
Банк ЗЕНИТ, 11	- / Ba3 / B+	да	5 000	н/д / 100%	8.16-8.42	8.32	22.10.2013	нет / 1 г.
Инвестпро, 03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	12.63	22.10.2013	нет / 2.69 г.



Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	- / B1 / -	101.92	8.57	1.27	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		102.05	8.57	1.27	
ГЕОТЕК Сейсморазведка, 01	В / - / -	-	10.78*	2.64*	Дебютный выпуск лидера российского рынка нефтесервисных услуг в сегменте сейсморазведки, более 200 бп премии к бумагам БК Евразия
ГТЛК, 01	ВВ- / - / -	101.90	9.90	2.02	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.65	10.22	2.02	
Русский Стандарт, БО-02	В+ / B2 / В+	100.48	10.18	1.33	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 100 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-04		100.75	9.69	1.26	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	100.34	10.20	1.15	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет 30-40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 80-180 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / В	100.70	11.24	2.22	Дополнительные 80 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 180 бп при аналогичных кредитных рейтингах

*показатели на размещении по цене 100%

Данные в таблице по состоянию на 25.10.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТW	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa2 / BBB	106.90	3.84	3.16	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая 70-100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		107.71	4.33	3.81	
VTB'18 (6.875)		110.02	4.43	3.92	
VTB'20		107.48	5.25	5.72	
RCCF'17	В+ / B2 / В	99.00	8.18	2.30	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	ВВ+ / Ba3 / ВВ+	106.43	5.87	4.66	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию около 140 бп к старшему и более короткому выпуску GPBRU'17 и имеет потенциал сужения спреда на уровне не менее 50 бп
RSNB'21 (sub)	- / Ba3 / ВВ+	102.07	5.13	2.37	Выпуск интересен за счет относительно небольшой дюрации и широкой премии (порядка 200 бп) к собственным старшим выпускам
FESHRU'18	ВВ- / - / В+	91.23	10.50	3.83	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спредом свыше 800 бп к суверенной кривой
FESHRU'20		90.88	10.74	5.01	
EVRAZ'18	В+ / B1 / ВВ-	100.15	6.71	3.94	Спреды выпусков к Северстали и НЛМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 120 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения конъюнктуры на рынке стали
EVRAZ'18 (9.5)		109.93	6.88	3.78	

Данные в таблице по состоянию на 25.10.2013

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
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Количественный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Андрей Пашкевич
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
a.pashkevich@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.