

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

Роснефть (BBB/Baa1/BBB-): сильный финансовый отчет по итогам 2013 г., бумаги компании оценены справедливо

Вчера Роснефть, крупнейшая по добыче и объему запасов нефтяная компания, опубликовала финансовые и операционные результаты за 2013 г., которые мы оцениваем как сильные. Ключевым для Роснефти событием в течение прошлого года стало приобретение в 1K13 одной из крупнейших независимых нефтегазовых компаний ТНК-ВР. Эта сделка, с одной стороны, позволила Роснефти значительно улучшить динамику операционных и финансовых результатов, что, вместе с тем, привело к увеличению долговой нагрузки компании.

Так, в основном благодаря консолидации ТНК-ВР, по итогам 2013 общая добыча углеводородов Роснефти выросла на 80.3% г/г (до 4 873 тыс. барр. н.э. в сутки), в том числе среднесуточная добыча нефти и жидких углеводородов (ЖУВ) – на 72% г/г (до 4 196 тыс. барр.), газа – увеличилась более чем в 2.5 раза г/г (до 677 тыс. барр. н.э.). Общее производство нефтепродуктов по итогам 2013 г. также показало впечатляющий рост, увеличившись на 46.1% г/г (87.1 млн. тонн). В то же время, при сравнении сопоставимых показателей (как если бы результаты ТНК-ВР включались в консолидацию с начала 2012 г.) рост операционных показателей оказался бы гораздо скромнее: добыча нефти и ЖУВ выросла бы лишь на 0.8% г/г, газодобыча – на 22.6% г/г, общий объем выпуска нефтепродуктов увеличился бы на 0.8% г/г.

Выручка Роснефти по итогам 2013 г. выросла на 52% г/г (до 4 694 млрд. руб.), показатель EBITDA – на 53.2% г/г (до 947 млрд. руб.), в результате рентабельность по EBITDA компании сохранилась на уровне прошлого года и составила 20.2% (+0.2 пп г/г). С учетом того, что на мировом рынке, поставки на который вносят основной вклад в формирование выручки Роснефти, в 2013 г. средние долларové цены на нефть снизились на 2-3% г/г, на нефтепродукты – на 3-8% г/г, рост выручки компании был обеспечен за счет увеличения объема поставок углеводородов. Так, объем реализации, как нефти, так и нефтепродуктов в 2013 г. вырос примерно в 1.5 раза г/г (соответственно до 104.1 млн. тонн и 85.7 млн. тонн), тогда как продажи газа выросли более чем в 3.5 раза г/г и составили 39.1 млрд. кубометров. Как и с операционными показателями, главным драйвером роста финансовых результатов Роснефти стала консолидация результатов ТНК-ВР. При сравнении сопоставимых показателей рост выручки компании составил бы только 2.5% г/г, тогда как EBITDA сохранилась бы на уровне прошлого года.

Свободный денежный поток Роснефти за 2013 г. достиг 641 млрд. руб., показав рост почти в 15 раз по сравнению с 2012 г., несмотря на рост капитальных затрат на 19.9% г/г (до 572 млрд. руб. или 0.6x EBITDA). Увеличение свободного денежного потока было обеспечено, с одной стороны, консолидацией денежных потоков ТНК-ВР, что привело к росту операционного денежного потока (до учета изменений в оборотном капитале) на 64.3% г/г. С другой стороны, свой вклад внесло получение предоплаты в счет будущих поставок нефти в Китай на 470 млрд. руб., что привело к дальнейшему росту чистого операционного денежного потока в 2.3 раза г/г (до 1 213 млрд. руб.). Свободный денежный поток Роснефти в 2013 г. был направлен на финансирование денежной составляющей сделки по покупке ТНК-ВР (расходы составили 1 407 млрд. руб.), что также потребовало привлечения значительных объемов нового долга и привело к росту долговой нагрузки компании.

Так, чистый долг Роснефти к концу 2013 г. вырос почти в 3 раза по сравнению с началом года и достиг 1 908 млрд. руб. Долговая нагрузка компании на конец года увеличилась до 2x в терминах чистый долг/EBITDA LTM, тогда как на начало года она

Ключевые финансовые показатели Роснефти по МСФО за 2013 г.

млрд. руб.	2013	2012	%г
Выручка	4 694	3 089	52.0%
EBITDA	947	618	53.2%
Операционная прибыль	555	412	34.7%
Чистая прибыль	551	365	51.0%
Рентабельность по EBITDA	20.2%	20.0%	0.2 пп
Операционная рентабельность	11.8%	13.3%	-1.5 пп
Чистая рентабельность	11.7%	11.8%	-0.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	930	566	64.3%
Чистый операцион. денежный поток	1 213	521	x2.3
CAPEX	572	477	19.9%
Свободный денежный поток	641	44	x14.6
млрд. руб.	2013	2012	%г
Активы	7 538	3 984	89.2%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	464	340	36.5%
Долг*	2 372	991	x2.4
доля краткосрочного долга	29.0%	14.7%	14.3 пп
Чистый долг	1 908	651	x2.9
Капитал	3 165	2 322	36.3%
CAPEX+M&A	2 055	524	-
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.8x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	2.2x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	2.5x	1.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.0x	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 в 2013 г.

	2013	2012	%г
Добыча углевод-в, тыс. барр. н.э./сутки	4 873	2 702	80.3%
Добыча нефти, тыс. барр./сутки	4 196	2 439	72.0%
Добыча газа, тыс. барр. н.э./сутки	677	263	x2.6
Производство нефтепрод., млн. тонн	87.1	59.6	46.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

составляла лишь 1.1x. Вместе с тем, мы отмечаем, что рост долговой нагрузки Роснефти является следствием единоразового события и, на наш взгляд, не привел к существенному ухудшению кредитного профиля компании, 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, а также использование альтернативных источников привлечения ликвидности. Кроме того, мы ожидаем, что Роснефть сможет снизить долговую нагрузку ниже уровня 2x в терминах чистый долг/EBITDA LTM уже в течение ближайших 6 месяцев (при условии сохранения относительно высоких цен на нефть). Так, благодаря консолидации денежного потока ТНК-ВР, показатель уже продемонстрировал заметное снижение по сравнению с пиковым значением 3.1x на конец 1К13.

Короткий евробонд Роснефти ROSNRM'17 с начала года показал динамику чуть лучше рынка, расширив спрэд к UST примерно на 30 бп (до 210 бп). Более длинный выпуск ROSNRM'17, наоборот, ожидаемо показал динамику немного хуже рынка, расширив спрэд к кривой UST с начала года примерно на 50 бп (до 310-320 бп). В целом же, евробонды Роснефти торгуются на одном уровне с другими заемщиками инвестиционного класса и, на наш взгляд, вряд ли обладают потенциалом роста «выше рынка». Рублевые бонды компании также не предлагают особых идей – спрэд локальных бумаг составляет 50-70 бп к ОФЗ. На этом фоне бумаги Газпром Нефти (BBB-/Baa2/BBB) и Новатэка (BBB-/Baa3/BBB-), торгующиеся со спрэдом 80-100 бп на более короткой дюрации, выглядят куда интереснее.

Аэрофлот (Fitch: BB-/Stable): позитивные операционные результаты за 2013 г., однако в бумагах компании по-прежнему не видим идей

Вчера российский национальный авиаперевозчик опубликовал операционные данные за 2013 г., которые мы оцениваем позитивно. По итогам прошлого года Группа «Аэрофлот» нарастила консолидированные показатели пассажирооборота и пассажиропотока на 14.3% г/г (до 85.3 млрд. пкм и 31.4 млн. чел. соответственно). Отметим, что показатели пассажирооборота и пассажиропотока Группы росли в 2013 г. сопоставимыми со среднеотраслевыми темпами (рост пассажиропотока на 14.2% г/г, пассажирооборота – на 15% г/г). Заполняемость рейсов Группы также сохранилась на прошлогоднем (достаточно неплохом) уровне и составила 78.2% (+0.1 пп г/г). Результаты непосредственно «Аэрофлот» выглядят несколько лучше, компания по-прежнему опережает среднеотраслевые результаты. Так, в 2013 г. рост пассажирооборота составил 19.2% г/г (до 60.2 млрд. пкм), а пассажиропоток увеличился на 18.4% г/г (до 20.9 млн. чел.). Кроме того, занятость пассажирских кресел у компании также показала небольшой прирост – до 78.8% (+0.9 пп г/г).

Единственный обращающийся на рынке биржевой выпуск компании Аэрофлот БО-01 (YTM 8.09/D 1.96) на фоне умеренной ликвидности и роста доходностей ОФЗ индикативно торгуется со спрэдом 120-130 бп к суверенной кривой – примерно на уровне бумаг ТрансКонтейнера (-/Ba3/BB+) и АЛРОСА (BB-/Ba3/BB), – и, на наш взгляд, не предлагает идей.

Динамика операционных показателей компании в 2013 г.

ОАО «Аэрофлот»	2013	2012	%г
Пассажирооборот, млн. пкм	60 226	50 533	19.2%
Занятость пассажирских кресел	78.8%	77.9%	0.9 пп
Пассажиропоток, тыс. чел.	20 902	17 656	18.4%

Группа «Аэрофлот»	2013	2012	%г
Пассажирооборот, млн. пкм	85 273	74 617	14.3%
Занятость пассажирских кресел	78.2%	78.1%	0.1 пп
Пассажиропоток, тыс. чел.	31 391	27 472	14.3%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

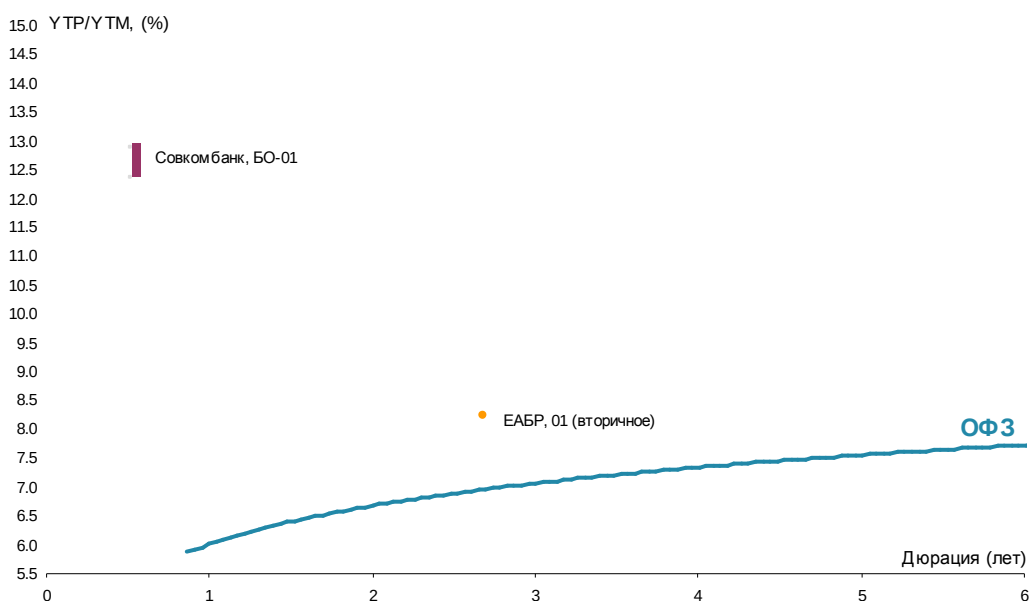
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
ЕАБР, 01 (вторичное)	BBB / A3 / -	да	до 5 000	не более 8.24	04.02.2014	05.02.2014	нет / 2.68 г.	3 г. / 5 лет
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д	07.02.2014	12.02.2014	н/д	н/д / 5 лет
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	12.36-12.89	11.02.2014	13.02.2014	нет / 0.50 г.	0.5 г. / 5 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
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Baa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB- / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
Роснефть, БО-06	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
РЖД, БО-10	BBB / Baa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	18.12.2013	н/д
ЛК Уралсиб, БО-14	- / - / B+	да	1 000	н/д / 100%	Конкурс	9.31	16.12.2013	нет / 2.66 г.
ФСК, 30	BBB / Baa3 / BBB	да	10 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	13.12.2013	н/д
ФСК, 34	BBB / Baa3 / BBB	да	15 000	0.9 / 93.3%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	13.12.2013	н/д
ОВК Финанс, 01	NR	нет	15 000	н/д / 100%	н/д	1-й купон: 8.70	04.12.2013	н/д
Внешэкономбанк, 31	BBB / Baa1 / BBB	да	20 000	0.4 / 37.5%	8.62	8.62	03.12.2013	нет / 5.36 г.
Вертолеты России, БО-02	- / Baa2 / BB	да	5 000	1.4 / 100%	8.78-9.10	8.94	28.11.2013	нет / 3.08 г.
ХК Финанс, 01	BBB / Baa3 / -	да	5 000	н/д / 100%	8.57-8.84	8.57	28.11.2013	нет / 2.70 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
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@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
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.