

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Дмитрий Чепрагин
 d.chepragin@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Сбербанк (-/Baa1/BBB): позитивные результаты в отчетности за 4К2013 г., бумаги оценены не предлагают особых идей

Вчера ОАО «Сбербанк» первым из банков с инвестиционным рейтингом открыл сезон отчетности в новом году, опубликовав консолидированные финансовые результаты по МСФО за 4К13 г. В целом предоставленные данные произвели на нас позитивное впечатление. Так в 4К13г. динамика баланса Банка существенно ускорилась по сравнению с 3К13 г. (с 3.4% до 9.1%), что произошло в первую очередь за счет прироста кредитного портфеля (+10% кв/кв). Позицию основного драйвера и в тоже время флагманского сегмента по-прежнему сохраняет за собой сегмент корпоративного кредитования (+9.5 кв/кв), при этом в розничном сегменте в 4К13г. также наблюдались сопоставимые темпы роста (+9.2% кв/кв). Столь внушительный рост портфеля на фоне сохранения процентных расходов на уровне 3К13 г. положительно сказался на маржинальности Банка. (NIM - 6.1% в 4К13г.; +0.3 п.п кв/кв). Также одним из ключевых позитивных моментов отчетности стало улучшение качественных характеристик портфеля (NPL 90+ - 2.9% в 4К13г.), хотя оно в большей степени было обусловлено опережающими темпами роста портфеля, чем непосредственно снижением самого NPL. Все же несмотря на рост процентных и комиссионных доходов при стагнации резервных отчислений Банку не удалось зафиксировать рост чистой прибыли по итогам 4К13 г., которая составила 93.7 млрд руб. и осталась на уровне 3К13г. По словам менеджмента Сбербанка, основной причиной этого стал высокий уровень операционных расходов, вызванный эффектом от покупки DenizBank. Сохранение чистой прибыли на уровне 3К13г. дало свою незначительную негативную проекцию на другие финансовые показатели Банка. Так уровень рентабельности среднего капитала снизился до 20.4% (-1 п.п кв/кв), что все равно является неплохим показателем и значительно выше рынка, а также достаточности совокупного капитала – 13.4% (-0.3 п.п. кв/кв), при этом показатель остается на комфортном уровне и обеспечивает запас прочности для дальнейшего роста Банка.

Стоит также отметить, что финансовые показатели Сбербанка за 4К13 г. внесли внушительный вклад в итоговые результаты Банка за год и позволили достичь, а по некоторым метрикам и превзойти, прогнозные значения по финансовым показателям за 2013г. Например, рост чистого кредитного портфеля превысил 23% г/г при прогнозе 15-17% г/г, уровень чистой процентной маржи соответствовал прогнозу и составил 5.9% (прогноз 5.9%), а уровень рентабельности и достаточности капитала составили 20.8% и 10.6% соответственно при прогнозных значениях >20% и >10.5%.

Несмотря на сложную экономическую ситуацию в связи с геополитическими рисками выпуски Сбербанка по-прежнему торгуются со средним спрэдом около 100 бп к суверенной кривой (дисконт к бумагам ВТБ также поддерживается на уровне 70-80 бп.) и, на наш взгляд, не предлагают интересных идей, тем более, что последние рейтинговые действия дают опасения, что негативная реакция в ценах будет отложена.

Финансовые показатели ОАО «Сбербанк» по МСФО

млрд. руб.	4К13	3К13
Процентные доходы	400.9	376.2
Чист. % доходы	238.9	217.4
Чистый комиссионный доход	66.3	56.5
Чистая прибыль	93.7	93.8
Денежные средства и их эквиваленты	1327.0	1117.4
Вложения в ценные бумаги	2141.2	1011.3
Чист. ссудная задолженность	12933.7	11760.6
ВСЕГО АКТИВЫ	18210.3	16689.4
Капитал	1881.4	1799.5
Оптовое фондирование	3003.6	2771.9
Средства клиентов	12064.2	11258.4
Достаточность капитала 1 уровня	10.6%	10.6%
Достаточность капитала	13.4%	13.7%
Чистая % маржа	6.1%	5.8%
Опт. Фондир (Долг+МБК) / Активы	0.16	0.17
Cost-to-income	0.40	0.39
NPL 90+/Кред. портфель	2.9%	3.3%
Резервы/Кредитный портфель	4.5%	4.9%
Резервы/NPL 90+	153.6%	149.4%
ROaE	20.4%	21.4%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

БК Евразия (BB+/-/BB): хорошие результаты в отчетности за 2013 г., однако евробонды не спешат восстанавливаться после распродаж

Вчера БК Евразия (BB+/-/BB), лидер российского нефтесервисного рынка в сегменте буровых услуг, опубликовала операционные и финансовые результаты за 2013 г. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели: по итогам прошлого года компания продемонстрировала хорошие темпы роста выручки и EBITDA, а также сократила долговую нагрузку, несмотря на рост задолженности.

Выручка БК Евразия в 2013 г. выросла на 7.8% г/г (до 3 488 млн. долл.) на фоне увеличения объемов бурения на суше на 3.5% г/г (до 6 264 тыс. м), тогда как рост EBITDA был поддержан, в том числе, значительным увеличением объемов более маржинального горизонтального бурения (рост в 1.5 раза г/г – до 1 296 тыс. м), а также сдерживанием темпов роста себестоимости (рост на 3.2% г/г). В результате, рентабельность по EBITDA компании увеличилась в 2013 г. до 26.9% (рост на 2.5 пп г/г). Вместе с тем отметим, что в прошлом году нефтяные компании сокращали расходы на разведку, что транслировалось в снижение объемов разведочного бурения БК Евразия (на 10.2% г/г), а также в уменьшение количества пробуренных скважин (на 3.1% г/г).

Свободный денежный поток БК Евразия по итогам 2013 г. составил 198 млн. долл., тогда как в 2012 г. его значение находилось в отрицательной зоне. Это было обусловлено, с одной стороны, быстрым ростом чистого операционного потока (на 26.9% г/г) и сокращением капитальных инвестиций – с другой. Так, объемы CAPEX в 2013 г. снизились на 10.2% г/г и составили 553 млн. долл. или вполне умеренные 0.6x EBITDA. Помимо капвложений, основные статьи расходов компании в 2013 г. стали выплаты акционерам: на дивиденды БК Евразия направила 103 млн. долл., а еще 32 млн. долл. были потрачены на выкуп собственных акций.

Совокупный долг БК Евразия на конец 4К13 вырос более чем в 1.5 раза к началу года и составил 1 114 млн. долл. Рост долга был обусловлен, главным образом, размещением в прошлом году еврооблигаций на 600 млн. долл. и привлечением от ЮниКредит Банка кредита на 211 млн. долл. – это позволило рефинансировать часть короткого долга, а также заместить кредиты Райффайзенбанка и Сбербанка. В результате компания удлинила дюрацию долгового портфеля: доля короткого долга снизилась до 9.4% (против 36.8% на начало года), а первое существенное погашение (кредит ЮниКредита) на 211 млн. долл. предстоит БК Евразия теперь только в 2017 г. Отметим также, что, как видно из приведенных выше расчетов, операционного денежного потока компании было вполне достаточно и для оплаты капвложений, и для финансирования выплат акционерам. В то же время, объемы привлечения долга в 2013 г. заметно превышали потребности в рефинансировании БК Евразия и излишек практически полностью осел на счетах компании: величина денежных остатков на балансе к концу прошлого года выросла более чем в 2.5 раза по сравнению с его началом и составила 778 млн. долл. В результате, если в терминах долг/EBITDA долговая нагрузка компании выросла к концу года до 1.2x (против 0.9x на начало), то соотношение чистый долг/EBITDA, наоборот, снизилось до 0.4x (против 0.5x на начало года). В целом, прошлый год был достаточно благоприятным для БК Евразии, а результаты по его итогам укрепили кредитный профиль компании. Впрочем, мы не ожидаем, что это как-то позитивно скажется на рейтингах БК Евразии с учетом текущих обстоятельств. К этому добавим скорее консервативный взгляд компании на перспективы этого года: девальвация рубля окажет негативное влияние на динамику выручки компании, которая сократится по сравнению с 2013 г., тогда как растущий спрос на более сложные и дорогие виды бурения позволит сохранить достигнутый уровень операционной рентабельности.

С начала года в терминах динамики спреда к UST размещенный в прошлом году евробонд EDCLLI'20 выглядел, в целом, хуже рынка, тогда как в марте, с началом роста политической напряженности на Украине, это отчасти сыграло компании на руку и ее евробонды выглядели немного лучше рынка. Впрочем, котировки бумаг все равно просели достаточно заметно: EDCLLI'20 потерял более 6.5 фигур в цене на волне распродаж перед крымским референдумом (с 95.29% до 88.76%) и на текущий момент отскочили совсем немного, торгуясь по 90.57% от номинала. Если вернуться к спреду еврооблигаций к UST, отметим, что с начала года он заметно расширился и составляет сейчас порядка 480 бп (на начало года чуть более 300 бп), причем, это все же несколько ниже максимума с начала года (около 530 бп). Рублевый выпуск БК Евразия всегда был низколиквидным, не изменилось это и в последнее время. Вместе с тем, и здесь на небольших оборотах цена бумаги также просела с 99.87% до 96.87%.

Ключевые финансовые показатели Eurasia Drilling Co по US GAAP за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%г
Выручка	3 488	3 237	7.8%
EBITDA	940	790	19.0%
Операционная прибыль	625	545	14.7%
Чистая прибыль	432	382	13.1%
Рентабельность по EBITDA	26.9%	24.4%	2.5 пп
Операционная рентабельность	17.9%	16.8%	1.1 пп
Чистая рентабельность	12.4%	11.8%	0.6 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	730	668	9.3%
Чистый операцион. денежный поток	751	592	26.9%
CAPEX	553	616	-10.2%
Свободный денежный поток	198	(24)	-

млн. долл.	2013	2012	%г
Активы	3 722	3 035	22.6%
в т.ч. денежные средства	778	305	x2.6
Долг	1 114	700	59.1%
доля краткосрочного долга	9.4%	36.8%	-27.4 пп
Чистый долг	336	395	-14.9%
Капитал	1 816	1 663	9.2%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.8x	-
Долг/EBITDA	1.2x	0.9x	-
Чистый долг/EBITDA	0.4x	0.5x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Eurasia Drilling Co

	2013	2012	%г
Бурение на суше, тыс. м	6 264	6 051	3.5%
включая горизонтальное бурение	1 296	862	50.3%
Количество пробуренных скважин	1 992	2 056	-3.1%

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	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
--------	---------------------	--	------------------------------------	-----------------------------------	-------------------	--------------------	-------------------------	----------------------

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
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ba3 / B+	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Baa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
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.

15.0 УТР/УТМ, (%)

14.5

14.0

13.5

13.0

12.5

12.0

11.5

11.0

10.5

10.0

9.5

9.0

8.5

8.0

7.5

7.0

6.5

6.0

5.5

ОФЗ

Дюрация (лет)

0

1

2

3

4

5

6

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.