

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

 Кирилл Сычев  
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков  
 e.cherdakov@zenit.ru

**Роснефть (BBB-/Baa1): сильный финансовый отчет по итогам 1K14 г., евробонды компании находились в числе аутсайдеров рынка на волне последних распродаж**

В минувшую среду Роснефть, крупнейшая по добыче и объему запасов нефтяная компания, опубликовала финансовые и операционные результаты за 2013 г., которые мы оцениваем как достаточно сильные. Ключевыми для Роснефти событиями в минувшем квартале стали неплохая ценовая ситуация на рынке нефти и нефтепродуктов, а также поступление предоплат по долгосрочным контрактам с CNPC, которые позволили компании ощутимо снизить долговую нагрузку.

В годовом сопоставлении двузначный рост показателей доходов и денежных по-прежнему обусловлен эффектом консолидации приобретенной в 1K13 ТНК-ВР. В квартальном сопоставлении результаты Роснефти выглядят умеренно. Рост выручки в рублевом эквиваленте составил 1.9% кв/кв, и был практически в равной степени обусловлен ростом реализации нефти и нефтепродуктов. Основным фактором роста в обоих случаях стали цены, тогда как показатели натуральных объемов продаж компании снизились на 2-3%. Рентабельность EBITDA компании в 1K14 достигла 21% (+0.8% кв/кв). В основе роста рентабельности помимо ценового фактора, находилось снижение расходов на добычу нефти, достигнутых за счет снижения расходов на обслуживание и ремонт скважин. Операционный денежный поток Роснефти за 1K14 составил 635 млрд руб., из которых поступления 431 млрд руб. носили, по сути, разовый характер и представляли собой предоплаты по долгосрочным экспортным договорам поставки нефти. Из указанных операционных поступлений компания направила порядка 300 млрд на погашение долга, 106 млрд руб. было использовано на финансирование капвложений, также значимым денежным оттоком стал выкуп акций у миноритариев РН-Холдинга, на который было направлено 149 млрд. руб. В результате этих операций чистый долг компании с начала с начала года снизился на 15% и составил 1 625 млрд руб., отношение Ч.Долг/EBITDA, таким образом, опустилось до 1.5x против 2.0x на начало года. На фоне этих изменений выделяется небольшое ухудшение срочной структуры долга: доля краткосрочного долга составила 37.5% против 29% на начало года. Впрочем, даже с учетом этого фактора риски рефинансирования компании выглядят весьма умеренно: на 5-летнем горизонте пик долговых выплат приходится на 2015г. (649 млрд руб.), но и он полностью покрывается имеющейся на сегодня у компании наличностью. Представленные данные, по всей видимости, вряд ли способны оказать поддержку рейтингам компании в текущих условиях, когда оценка кредитного риска компании, в первую очередь, определяется развитием политических событий.

Евробонды Роснефти ROSNRM-17 и ROSNRM-22, как и бумаги других госкомпаний, находились в числе аутсайдеров рынка на волне последних событий ириска расширения санкций. Выпуски обновили «крымские пики», достигнув значений +420-450 бп к кривой UST.

### Ключевые финансовые показатели Роснефти по МСФО за 1K14

млрд. руб.	1K14	1K13	%
Выручка	1 375	812	69.3%
EBITDA	289	142	x2.0
Операционная прибыль	184	86	x2.1
Чистая прибыль	88	248	-64.5%
Рентабельность по EBITDA	21.0%	17.5%	3.5 пп
Операционная рентабельность	13.4%	10.6%	2.8 пп
Чистая рентабельность	6.4%	30.5%	-24.1 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	315	124	x2.5
Чистый операцион. денежный поток*	635	353	x1.8
CAPEX	106	100	6.0%
Свободный денежный поток	529	253	x2.1
млрд. руб.	1K14	2013	%
Активы	7 893	7 538	4.7%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	689	464	48.5%
Долг**	2 314	2 372	-2.4%
доля краткосрочного долга	37.5%	29.0%	8.5 пп
Чистый долг	1 625	1 908	-14.8%
Капитал	3 241	3 165	2.4%
CAPEX+M&A	106	2 055	-
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.6x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.4x	2.2x	-
Долг/EBITDA LTM	2.1x	2.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.5x	2.0x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.7x	-

\* за вычетом уплаченных процентов

\*\* включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

### Динамика операционных показателей Роснефти в 1K14

	1K14	1K13	%
Добыча углевод-в, тыс. барр. н.э./сутки	5 051	4 804	5.1%
Добыча нефти, тыс. барр./сутки	4 189	4 169	0.5%
Добыча газа, тыс. барр. н.э./сутки	862	635	x1.4
Производство нефтепрод-в, млн. тонн	24.0	15.4	55.8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Корпоративные события

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ruЕвгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

## Башнефть (-/Ba2/BV): умеренно-позитивный операционный отчет за 1K14

На прошлой неделе Башнефть опубликовала предварительные производственные итоги за 1K14. Мы оцениваем раскрытые показатели как умеренно-позитивные. По итогам квартала Башнефть вновь показала одни из самых высоких темпов роста нефтедобычи в отрасли, нарастив показатель на 7% г/г (4.1 млн. тонн), при этом рост на 2/3 был обеспечен добычей на новом месторождении им. Требса и Титова и на 1/3 – увеличением добычи на зрелых месторождениях. Показатели переработки нефти и производства нефтепродуктов в годовом сопоставлении также выглядели весьма неплохо: их рост составил 2% и 3% соответственно.

Показатели эффективности переработки сырья на ПНЗ Башнефти в 1K14 несколько снизились в связи с ремонтом ряда технологических установок, а также снижением внутреннего спроса на бензин. Таким образом, по итогам квартала глубина переработки нефти составила 83.4% (-1.4 пп г/г), а выход светлых нефтепродуктов – 58.6% (-1.6 пп г/г). Снижение внутреннего спроса на бензин отразилось и на продуктовой корзине Башнефти, в составе которого доля бензинов Евро-4 и Евро-5 в общем объеме произведенного бензина по итогам 1K14 снизилась до 83.4% (-8.4 пп г/г).

Рублевые облигации Башнефти в текущих условиях имеют невысокие показатели ликвидности. Индикативный спред бидов вдоль кривой Башнефти составляет 150-200 бп к ОФЗ, что обеспечивает премию в 50-70 бп к выпускам Роснефти и Газпром нефти сопоставимой дюрации.

### Динамика операционных результатов Башнефти в 1K14

ТЫС. ТОНН	1K14	1K13	%%
Добыча нефти	4 115	3 844	7.0%
Первичная переработка нефти	5 318	5 216	2.0%
Производство нефтепродуктов	4 847	4 696	3.2%
Глубина переработки нефти	83.1%	84.5%	-1.4 пп.
Выход светлых нефтепродуктов	58.6%	60.2%	-1.6 пп.

Источник: Данные Компании

# 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
ДельтаКредит, БО-06	- / Baa3 / BBB+	да	5 000	10.62	28.04.2014	06.05.2014	нет / 6.45 г	нет / 10 лет

Цвето́м выделе́ны 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
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, А30	BBB / Baa1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ba3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
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 / BB-	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.

# 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](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto: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](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Акции  
 Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

Макроэкономика  
 Макроэкономика/кредитный анализ  
 Кредитный анализ  
 Кредитный анализ  
 Акции

Владимир Евстифеев  
 Кирилл Сычев  
 Евгений Чердаков  
 Дмитрий Чепрагин  
 Евгения Лобачева

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)

Рублевые облигации

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

[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto:a.basov@zenit.ru)  
[e.gashigullina@zenit.ru](mailto: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.