

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Роснефть (BBB-/Baa1/-): сильная финансовая отчетность и хорошие операционные данные за 9М14, евробонды компании демонстрируют хорошую восстановительную динамику

Вчера Роснефть опубликовала финансовые результаты и операционные итоги 3К14 и 9М14. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. По итогам 9М14 Роснефть нарастила общую добычу углеводородов на 5% г/г (до 5.1 млн. барр. нэ в сутки). В то же время, весь прирост был обеспечен за счет увеличения газодобычи, которая выросла на 41.5% г/г (до 911 тыс. барр. нэ в сутки), тогда как нефтедобыча чуть снизилась (-0.6% г/г) к уровню прошлого года (до 4.16 млн. барр. нэ в сутки). Выпуск нефтепродуктов за 9М14 показал неплохой рост и увеличился на 12.8% г/г и достиг 71.4 млн. тонн.

Выручка Роснефти по итогам 9М14 выросла на 25.4% г/г (до 4 192 млрд. руб.), EBITDA – на 28.9% г/г (до 869 млрд. руб.), в результате рентабельность по EBITDA немного выросла и составила 20.7% (+0.6 пп г/г). Увеличение рублевой выручки по итогам 9М14 было обеспечено благодаря росту объемов продаж (нефти на 14% г/г, нефтепродуктов – на 10.3% г/г), ослаблению рубля в течение 9М14 (средний курс к доллару снизился на 12% г/г), а также росту цен на внутреннем рынке. Так, средняя цена реализации для нефти и нефтепродуктов на внутреннем рынке выросла за 9М14 на 10-15% г/г, тогда как цены поставок на внешних рынках в долларах скорее несколько снизились относительно прошлого года, что в пересчете на рубли было компенсировано ослаблением национальной валюты. В то же время, поддержку рентабельности компании оказали меры по сдерживанию операционных расходов, которые росли более медленными в сравнении с выручкой темпами (на 24.3% г/г).

Свободный денежный поток Роснефти по итогам 9М14 вырос в 2 раза к уровню прошлого года и достиг 808 млрд. руб. благодаря увеличению более чем в 1.5 раза г/г (до 1 202 млрд. руб.) чистого операционного потока за вычетом выплаченных процентов. Столь впечатляющий рост операционных поступлений стал, во многом, результатом получения предоплаты в счет будущих поставок от китайской CNPC на 497 млрд. руб. Вклад в рост свободного денежного потока внесло и сохранение капитальных расходов на уровне прошлого года (394 млрд. руб. или 0.5x EBITDA). Свободный денежный поток Роснефти за 9М14 был направлен на сокращение долга (чистое погашение за этот период составило около 211 млрд. в пересчете на рубли), а также на финансирование выплат акционерам (в том числе, выкуп долей миноритариев ТНК-ВР и дивиденды) на 305 млрд. руб. Вместе с тем, большая часть свободных средств (около 57%) была помещена на депозиты или использована для приобретения депозитных сертификатов, в результате объем ликвидных активов на балансе Роснефти к концу 3К14 вырос в 1.6 раза к уровню начала года и составил 741 млрд. руб. Благодаря увеличению ликвидности на балансе сумма чистого долга Роснефти на конец 9М14 снизилась на 6.6% относительно начала года и составила 1 782 млрд. руб., при этом сокращение чистого долга существенно тормозилось из-за валютной переоценки долгового портфеля Роснефти (около 84% обязательств компании номинировано в валюте). Тем не менее, рост EBITDA за 9М14 и снижение долга позволили компании снизить долговую нагрузку до 1.6x в терминах чистый долг / EBITDA LTM к концу 3К14, тогда как на начало года показатель составлял 2x.

Отметим, что короткий долг Роснефти к концу 3К14 вырос до 41.7% от общей суммы обязательств против 29% на начало года. Вместе с тем, на наш взгляд, это не несет каких-либо значимых рисков рефинансирования для Роснефти, несмотря на введенные ЕС и США санкции против компании, предусматривающие полный

Ключевые финансовые показатели Роснефти по МСФО за 9М14

млрд. руб.	9М14	9М13	%г
Выручка	4 192	3 344	25.4%
EBITDA	869	674	28.9%
Операционная прибыль	539	405	33.1%
Чистая прибыль	261	417	-37.4%
Рентабельность по EBITDA	20.7%	20.2%	0.6 пп
Операционная рентабельность	12.9%	12.1%	0.7 пп
Чистая рентабельность	6.2%	12.5%	-6.2 пп
Операц. ден. лоток до изм. ОК	954	656	45.4%
Чистый операцион. денежный поток*	1 202	791	52.0%
CAPEX	394	386	2.1%
Свободный денежный поток	808	405	x2.0

млрд. руб.	9М14	2013	%г
Активы	8 232	7 534	9.3%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	741	464	59.7%
Долг**	2 523	2 372	6.4%
доля краткосрочного долга	41.7%	29.0%	12.7 пп
Чистый долг	1 782	1 908	-6.6%
Капитал	3 252	3 165	2.7%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.6x	-
Долг/EBITDA LTM	2.2x	2.5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.6x	2.0x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.7x	-

* за вычетом уплаченных процентов

** включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Роснефти за 9М14

	9М14	9М13	%г
Добыча углевод-в, тыс. барр. н.э./сутки	5 073	4 831	5.0%
Добыча нефти, тыс. барр./сутки	4 162	4 187	-0.6%
Добыча газа, тыс. барр. н.э./сутки	911	644	41.5%
Производство нефтепрод-в, млн. тонн	71.4	63.3	12.8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

запрет на предоставлении долгового финансирования на срок более 30 дней. Во-первых, даже без учета генерируемого денежного потока, “подушка ликвидности” Роснефти достаточна для погашения более 70% краткосрочных обязательств и с запасом покрывает погашения до конца 2014 г. Во-вторых, компания по-прежнему сохраняет возможности привлечения долговых средств на публичных рынках за пределами ЕС и США, при этом, насколько мы понимаем, введенные ограничения не запрещают инвесторам этих стран приобретать акции Роснефти. Кроме того, компания может расширить сотрудничество с азиатскими инвесторами. Подводя итог, отметим, что санкции, введенные против Роснефти, пока не наносят ей критического урона, скорее негативно сказываются на перспективах увеличения шельфовой добычи в связи с запретом на поставку необходимых технологий и оборудования. Кроме того, в настоящее время в Правительстве идет обсуждение заявки Роснефти на средства из ФНБ (напомним, компания запросила порядка 2.4 трлн. руб.)

Рублевые облигации Роснефти малоликвидны и торгуются с премией около 50-70 бп к кривой ОФЗ, что, в основном, связано с опережающими темпами снижения цен суверенных бумаг, которые вчера преодолели планку двузначной доходности. В то же время, в рамках начавшегося в конце первой недели октября разворота на рынке евробондов выпуски Роснефти демонстрируют весьма неплохую динамику восстановления. Так за прошедшие 3 недели спрэд выпусков компании к кривой UST сузился на 10-20 бп и составляет сейчас около 460 бп, что чуть выше, чем у длинных бумаг Газпром Нефти (BBB-/Baa2/BBB). На наш взгляд, текущих уровнях доходностей бумаги Роснефти выглядят достаточно привлекательно, но, вместе с тем, существующая неопределенность относительно перспектив введения нового раунда санкций в случае ухудшения ситуации на Украине и дальнейшего снижения цен на нефть ограничивает интерес покупателей к бумагам Роснефти.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

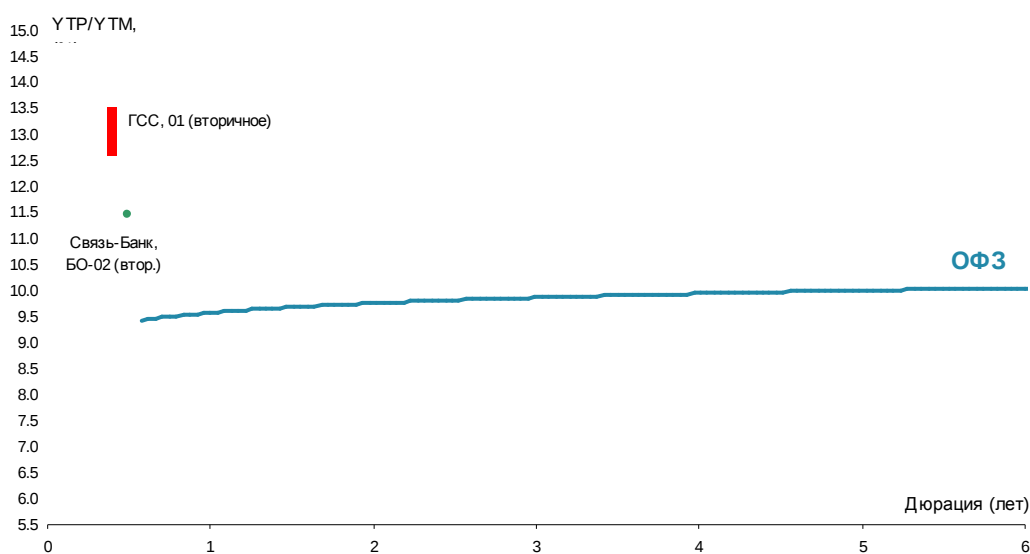
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашения
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	до 4 000	12.56-13.44	29.10.2014	30.10.2014	нет / 0.38 г	0.4 г / 2.4 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 11.45	30.10.2014	31.10.2014	нет / 0.49 г	0.5 г / 1.5 г
ТрансФин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д	30.10.2014	05.11.2014	н/д	н/д / 10 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
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
ТрансФин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г
ТрансФин-М, БО-34	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	13.10.2014	нет / 3.39 г
Россельхозбанк, БО-14	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	13.10.2014	нет / 6.27 г
Россельхозбанк, БО-13	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	10.10.2014	нет / 6.27 г
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Ba1 / BBB	да	4 000	1.5 / 100%	11.51-11.73	11.73	08.10.2014	нет / 1.42 г
Татфондбанк, БО-11 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	12.66	12.66	07.10.2014	нет / 0.91 г
Промсвязьбанк, БО-06	BB- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Baa3 / BBB	да	3 000	2.4 / 100%	11.04-11.57	11.09	30.09.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, БО-01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	13.37-13.92	13.65	29.09.2014	нет / 0.72 г
Российский Капитал, БО-01 (вторич.)	- / - / B+	да	2 385	н/д / 100%	н/д	12.34	29.09.2014	0.93 г / 2 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
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Наталья Толстошеина
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@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

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@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.