



Утренний Express-О

25 ноября 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Башнефть (Ва2/-/ВВ) представила смешанные результаты за 9 мес. 2014 г.



МИБ (Аз/-/ВВВ-) планирует 2 декабря размещение облигаций.

Башнефть (Ва2/-/ВВ) представила смешанные результаты за 9 мес. 2014 г.

Башнефть отчиталась за 9 мес. 2014 г., зафиксировав не только рост выручки и EBITDA, но и небольшое ухудшение кредитных метрик. Однако, с учетом того, что последнее было ожидаемо, это вряд ли окажет существенное давление на котировки облигаций Башнефти, которые не отличаются высокой ликвидностью.

**Комментарий.** Выручка Башнефти за 9 мес. 2014 г. выросла на 13,3% (г/г) до 472,7 млрд руб., несмотря на небольшое снижение производства нефтепродуктов – на 1,1%. Поддержку показателю оказал рост добычи на 10% (г/г), благоприятная ценовая конъюнктура на фоне роста рублевых цен на нефть и нефтепродукты из-за девальвации, а также увеличение квот на прокачку нефти на экспорт по магистральным нефтепроводам.

При этом EBITDA повысилась на 9,4% (г/г) до 83,3 млрд руб. Рост EBITDA замедлился по отношению к выручке отчасти по причине повышения затрат на капитальный ремонт, тарифов на электроэнергию и проведение дополнительных технических мероприятий для обеспечения роста добычи. В результате рентабельность EBITDA снизилась на 60 б.п. (г/г) до 17,6%.

В отчетном периоде Башнефть провела довольно масштабные инвестиции, которые увеличились на 38% до 32 млрд руб. в сравнении с прошлогодним уровнем. Значительная часть вложений пришлось на освоение месторождения им. Требса и Титова, а также увеличились капитальные затраты на уже зрелых месторождениях. Кроме того, за отчетный период была закрыта сделка приобретения сети АЗС «ОПТАН» за 7,7 млрд руб.

В итоге, компания в январе-сентябре нарастила общий долг – на 83,3% к 2013 г. до 166,4 млрд руб., а коэффициенты долговой нагрузки также повысились: Долг/EBITDA – до 1,5х на конец 3 кв. 2014 г. с 0,9х на конец 2013 г., Чистый долг/EBITDA – до 1,2х с 0,7х соответственно. Подобное повышение было ожидаемо после покупки ООО «Бурнефтегаз» более чем за 1 млрд долл. (более 362 млрд руб.) и выплаты рекордных дивидендов за 2013 г. на общую сумму 82,73 млрд руб. ([см. комментарий от 25 апреля 2014 г.](#)). При этом стоит отметить, что объем денежных средств – 37,6 млрд руб. – по состоянию на конец 3 кв. 2014 г. с запасом покрывал короткую часть долга компании в 27,2 млрд руб. Кроме того, 82% долга Башнефти номинировано в рублях и лишь 18% – в долл. США, что, по нашему мнению, является позитивным фактором и позволит избежать существенного роста расходов на обслуживание валютного долга на фоне ослабления рубля.

Важно отметить, что, по заявлению менеджмента Башнефти, большинство банков

**Выручка выросла на 13,3%,  
EBITDA – на 9,4%...**

**... коэффициенты долговой  
нагрузки, повысились –  
Долг / EBITDA до 1,5х с 0,9х  
на конец 2013 г.**

25 ноября 2014

**... компания сохранила комфортные кредитные метрики...**

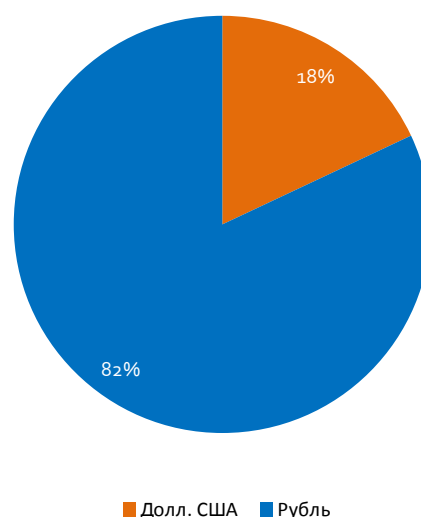
**Большинство банков, кредитующих Башнефть, согласилось на изменение ковенант в связи со сменой собственника...**

согласилось на изменение ковенант (по 95% долга) в связи с возможной сменой собственника компании ближайшее время. Сумма долга, которую необходимо будет погасить досрочно в связи с изменением ковенанты, по данным компании, может составить 4,3 млрд руб.

Мы не ожидаем, что зафиксированное наращение долга и небольшое ухудшение показателей долговой нагрузки послужит поводом для снижения кредитного рейтинга Башнефти. Напомним, что 20 ноября текущего года агентство Moody's подтвердило корпоративный рейтинг Башнефти «Ва2» с «Позитивным» прогнозом, убрав его из списка на пересмотр с возможностью понижения (RWN).

Мы не ожидаем, что котировки облигаций Башнефти, не отличающихся высокой ликвидностью, отреагируют на отчетность и новость о вероятном принятии изменения ковенант большинством банков, хотя она и носить позитивный характер. Небольшой интерес могут представлять облигации Башнефть-04 с дюрацией, последняя сделка по которой проходила немного ниже номинала – на уровне 99,01.

Валютная структура долга Башнефти на конец 3 кв. 2014 г.



Источник Данные компании, PSB Research

Показатели Башнефти по МСФО за 9 мес. 2014 г.

млрд руб.	9 мес. 2013 г.	9 мес. 2014 г.	% изм.	3 кв. 2013 г.	3 кв. 2014 г.	% изм.
Выручка	417,1	472,7	13,3%	156,571	162,861	4,0%
EBITDA	76,2	83,3	9,4%	32,216	29,985	-6,9%
Чистая прибыль	32,5	45,4	39,6%	7,388	15,611	111,3%
EBITDA margin	18,3%	17,6%	-0,6 п.п.	20,6%	18,4%	-0,6 п.п.
Net margin	7,8%	9,6%	+1,8 п.п.	4,7%	9,6%	+1,8 п.п.
Операционный ден. поток	58,9	77,7	31,8%	36,2	30,6	-15,5%
Инвестиц. ден. поток	-26,8	-68,6	155,4%	-8,6	-14,5	68,6%
Чистый опер. ден. поток	32,1	9,1	-71,5%	27,6	16,1	-41,7%
	на 31 дек. 2013 г.	на 30 сент. 2014 г.	% изм.	на 30 сент. 2013 г.	на 30 сент. 2014 г.	% изм.
Активы	447,8	515,8	15,2%	449,441	515,8	14,8%
Денежные средства	16,4	37,6	129,5%	15,988	37,6	135,3%
Долг	90,8	166,4	83,3%	80,2	166,4	107,4%
краткосрочный	11,9	27,2	128,5%	15,037	27,2	81,1%
долгосрочный	78,9	139,2	76,4%	65,197	139,2	113,5%
Чистый долг	74,4	128,8	73,1%	64,2	128,8	100,5%
Долг/EBITDA	0,90	1,53	-	0,84	1,53	-
Чистый долг/EBITDA	0,73	1,19	-	0,67	1,19	-

Источник: Данные компании, расчеты PSB Research



25 ноября 2014

**Стратегия развития МИБ предполагает активный рост бизнеса в сотрудничестве с ведущими национальными банками**

**Однако относительно небольшие масштабы бизнеса и потенциально меньшая ликвидность по сравнению с выпусками банков первого эшелона требуют дополнительной премии**

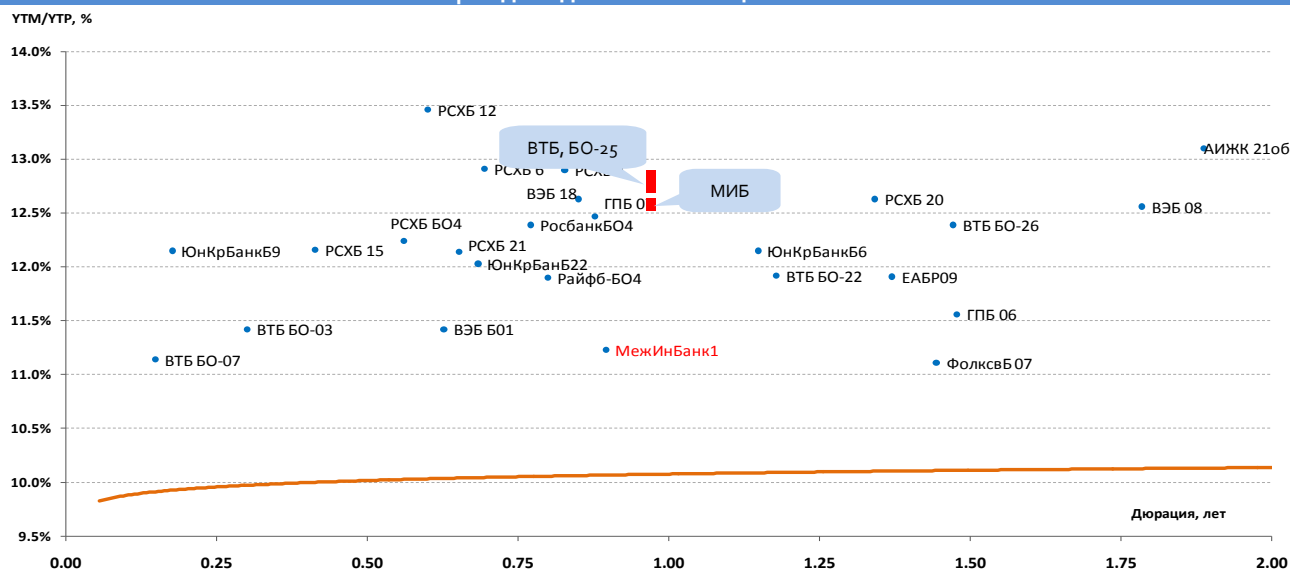
конечных заемщиков, а преимущественно через ведущие национальные финансовые институты с государственным участием, банки развития и экспортно-импортные банки и агентства, либо в партнерстве с другими международными институтами развития.

Стратегия развития МИБ предполагает, что активы Банка до конца 2017 г. вырастут в два раза и достигнут 1 млрд евро. Основу ресурсной базы Банка по-прежнему будет составлять собственный капитал, который планируется нарастить до 577 млн евро (+56% к уровню 2014 г.).

Помимо высокой обеспеченности собственным капиталом сильный кредитный профиль МИБ и потенциал дальнейшего роста работающих активов обеспечен избыточным запасом высоколиквидных активов. По данным последней МСФО-отчетности, денежные средства, депозиты в банках и ценные бумаги формировали 47,8% от валюты баланса МИБ.

Объявленный ориентир ставки купона предполагает премию 25 б.п. к выпускам ЮниКредит Банка и ВЭБа, книги заявок на новые выпуски облигаций которых были закрыты на прошлой неделе. На наш взгляд, справедливый уровень ставки купона для нового займа МИБ находится как минимум на 15 б.п. выше маркетизируемого уровня, что обусловлено потенциально меньшей ликвидностью займа. Кроме того, мы обращаем внимание, на более привлекательные параметры размещения нового выпуска облигаций Банка ВТБ серии БО-25 (УТР 12,82 – 13,10%, оферта через 1 год).

Карта доходности облигаций банков



Ключевые финансовые показатели МИБ, (МСФО-отчетность)

Балансовые показатели, млн евро		2013	6м2014	Изм.
Активы		411	500	21.7%
Денежные средства и депозиты в банках		62	84	35.8%
	Доля в активах	15.0%	16.7%	
Кредиты (net)		38	48	28.7%
Кредиты (gross)		38	52	38.3%
	Доля в активах	9.1%	9.7%	
	NPL (90+), %	0.0%	5.5%	
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)		0	1.26	
	Резервы	0.0%	6.9%	
Долгосрочные кредиты банкам		59	97	64.3%
	Доля в активах	14.3%	19.3%	
Финансовые активы		136	156	14.6%
	Доля в активах	33.0%	31.1%	
Средства клиентов		3	4	24.2%
	Доля в активах	0.8%	0.8%	
Средства, привлеченные от других банков		50	75	52.0%
	Доля в активах	12.1%	15.1%	
Капитал		352	370	5.1%
	Доля в активах	85.7%	74.1%	
Total Capital Adequacy Ratio		102.3%	95.3%	

25 ноября 2014

Показатели прибыльности, млн руб.	6м2013	6м2014	Изм.
Чистые процентные доходы	6.6	6.3	-5%
Создание резервов под обесценение	0.8	-3.6	-546%
Чистые непроцентные доходы	8.9	9.2	3%
Операционные расходы	-7.8	-9.2	18%
Прибыль за период	8.7	2.7	-68%
Качественные показатели деятельности	2013	6м2014	
RoAA	2.2%	1.2%	
RoAE	4.9%	1.5%	
Cost / Income	47.3%	59.2%	
Чистая процентная маржа	4.2%	3.8%	
Источники: данные банка, расчеты PSB Research			

***Дмитрий Монастыршин***

25 ноября 2014

**Контакты:**

ОАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА****Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

**Илья Фролов**

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

**Екатерина Крылова**

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

**Игорь Нуждин**

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ****Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

**Дмитрий Монастыршин**

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

**Дмитрий Грицкевич**

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**Алексей Егоров**

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

**Александр Полютов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

**Алина Арбекова**

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

**ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ****Роман Османов**

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

**Олег Шагов**

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

**Богдан Круть**

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

**Ольга Целинина**

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ****Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

**Евгений Жариков**

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

**Николай Фролов**

FrolovN@psbank.ru

+7 (495) 228-39-23

**Борис Холжигитов**

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 411-51-34

**Иван Заволоснов**

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

**Александр Сурпин**

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

**Виктория Давитиашвили**

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ****Алексей Кулаков**

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

**Михаил Маркин**

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ****Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

**Сергей Устиков**

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

**Александр Орехов**

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

**Виталий Туруло**

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

25 ноября 2014

© 2014 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.