

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Чепрагин Дмитрий Кирилл Сычев
d.chepragin@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

Банк ВТБ (BBB/Baa2/WD): позитивные результаты за 4К13 г., бумаги Банка могут быть интересны для инвесторов

Вчера Банк ВТБ предоставил финансовые результаты по МСФО за 4К13г., которые произвели на нас позитивное впечатление. При умеренных темпах роста бизнеса и существенном улучшении его качественных характеристик в 4К13г. ВТБ зафиксировал всплеск чистой прибыли, которая дала позитивную проекцию на другие кредитные метрики Банка.

С точки зрения масштабов бизнеса ВТБ в 4К13 г. сохранил темпы роста на уровне предыдущего квартала, чистый кредитный портфель вырос на 6% кв/кв. Увеличение портфеля наблюдалось практически по всей продуктовой линейке, как в сегменте корпоративного кредитования (+4.5% кв/кв), так и в розничном кредитовании (+7.3% кв/кв). Отметим сразу, что рост кредитного портфеля и активов в целом был полностью профинансирован за счет оптового фондирования, при этом в структуре источников фондирования произошли, традиционные для всех крупнейших банков в 4К13 г, изменения, акцент был смещен в сторону средств, предоставленных центральными банками. В тоже время с точки зрения качества кредитного портфеля ВТБ выглядел существенно лучше по сравнению с предыдущим кварталом. Ужесточение политики оценки кредитоспособности заемщиков, а также увеличение объема списаний «проблемных долгов» в 4К13г. позволили банку сократить NPL 90+ до 4.7% (-0.7 п.п. кв/кв). Ключевым же моментом отчетности на фоне умеренного роста процентных и комиссионных доходов при расширении чистой процентной маржи (NIM – 4.7%; +0.2 кв/кв), а также резервных отчислений стал практически трехкратный рост чистой прибыли до 54.5 млрд руб., который принес банку по итогам года рекордную прибыль в размере более 100 млрд руб. На наш взгляд, в 2014 г. сложно будет ожидать от ВТБ повторения столь внушительного результата, так как столь существенный скачок прибыли носил больше разовый характер и был обусловлен октябрьской продажей банком 50% акций в «Tele2 Россия» консорциуму инвесторов за 40.4 млрд руб. (около 75% прибыли за 4К13г.). Очевидно, что в конечном итоге резкий рост прибыли позитивно сказался на уровне рентабельности и достаточности капитала. Так ROaE увеличился в 3 раза до 23.8%, а уровень Total capital ratio и Tier 1 вырос на 0.6 п.п кв/кв до 14.7% и 10.9% соответственно.

На рублевом рынке в рамках группы первоклассных заемщиков наиболее привлекательно, на наш взгляд, смотрятся два выпуска ВТБ БО-6 (YTM 8.61%/ D 0.7 г.) и ВТБ БО-7 (YTM 8.88%/ D 0.78 г.), предлагающих существенную премию к кривой ОФЗ 180 бп. и 190 бп. соответственно. На рынке евробондов бумаги ВТБ также смотрятся интересно и предлагают неплохую премию относительно других госбанков с одинаковыми кредитными рейтингами, по старшим выпускам в среднем порядка 30 бп. к бумагам ВЭБа (BBB/Baa1/BBB) и 80 бп. к Сбербанку (-/Baa1/BBB), а по субордам порядка 90 бп. к выпускам Сбербанка.

Финансовые показатели Банк ВТБ по МСФО

млрд. руб.	4К13	3К13
Процентные доходы	185.6	176.1
Чист. %% доходы	89.8	82.9
Чистые %% доходы после резерва	65.7	73.9
Комиссионный доход	16.5	13.3
Чистая прибыль	54.5	18.4
Ликвидная позиция	354.3	569.0
Вложения в ценные бумаги	1013.8	1042.5
Чист. осудная задолженность	5969.0	5630.7
ВСЕГО АКТИВЫ	8768.5	8486.5
Капитал	939.5	895.0
Оптовое фондирование	2676.0	2411.9
Средства клиентов	4341.5	4323.5
Расчетные показатели		
Достаточность капитала 1 уровня	10.9%	10.3%
Достаточность капитала	14.7%	14.1%
Чистая % маржа	4.7%	4.5%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.31	0.28
Cost-to-income	0.42	0.54
NPL 90+/Кред. портфель	4.7%	5.4%
Резервы/Кредитный портфель	5.5%	6.2%
Резервы/NPL 90+	115.5%	115.2%
ROaE	23.8%	8.3%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru**Башнефть (-/Ba2/BB): хорошая финансовая отчетность по итогам 2013 г., бумаги компании не представляют особого интереса**

Вчера Башнефть (-/Ba2/BB) опубликовала финансовую отчетность за 2013 г. Прошлый год можно оценить как весьма неплохой для компании: сильное, с точки зрения динамики операционных показателей, 2П13 во многом обеспечило рост ее финансовых показателей по году. По итогам 4К13 Башнефть продемонстрировала одни из самых высоких темпов роста нефтедобычи в отрасли, увеличив показатель на 6.8% г/г (до 4.2 млн. тонн), тогда как производство нефтепродуктов сохранилось на уровне прошлого года (рост на 0.8% г/г). По итогам 2013 г. в целом ключевые показатели выглядят достаточно сильно и сбалансировано: добыча нефти выросла на 4.1% г/г (до 16.1 млн. тонн), первичная переработка нефти – на 3% г/г (до 21.4 млн. тонн), производство нефтепродуктов – на 3.9% г/г (до 19.6 млн. тонн). Свыше половины прироста объема производства нефти в 2013 г. было обеспечено за счет интенсификации добычи в традиционных регионах. Кроме того, заметный вклад в рост добычи внесли запуск в 2013 г. месторождения им. Афанасьева (добыча в прошлом году составила более 150 тыс. тонн) и введение в пробную эксплуатацию месторождений им. Требса и Титова (добыча с августа по декабрь 2013 г. достигла 291 тыс. тонн).

Выручка Башнефти за 2013 г. выросла на 5.8% г/г (до 563.3 млрд. руб.), рост традиционно был обеспечен за счет увеличения объема продаж нефтепродуктов. Их отгрузки выросли в прошлом году на 2.9% г/г (до 19.8 млн. тонн), к чему также добавился эффект от увеличения средней цены реализации (доходы от продаж выросли на 8% г/г – до 438.8 млрд. руб.). С точки зрения структуры отгрузок можно отметить, что в 2013 г. продажи нефтепродуктов показали рост только на экспорт: поставки за пределы Таможенного союза выросли более чем на треть г/г (до 8.7 млн. тонн), что даже с некоторым запасом компенсировало снижение отгрузок в Беларусь и Казахстан (на 67.2% г/г – до 0.7 млн. тонн). В то же время, продажи сырой нефти выросли в 2013 г. на 5.3% г/г (до 5.1 млн. тонн), что, впрочем, оказало куда менее значимое влияние на выручку: доходы от продажи нефти выросли лишь на 0.5% г/г – до 113.7 млрд. руб. Это было обусловлено тем, что индикативные цены для поставок нефти за пределами России (а это более 90% отгрузок) показали в 2013 г. небольшое снижение г/г. Показатель EBITDA по итогам 2013 г. также вырос на 3.6% г/г (до 104 млрд. руб.), несколько медленнее, чем выручка, однако маржа по EBITDA сохранилась на близких к 2012 г. уровнях – 18.5% (-0.4 пп г/г).

Свободный денежный поток Башнефти (чистый операционный поток за вычетом капвложений) по итогам 2013 г. заметно вырос (на 30.4% г/г) и составил около 51.5 млрд. руб., что стало результатом увеличения операционных поступлений на фоне стабильных г/г расходов на капитальные инвестиции. Объем CAPEX компании в прошлом году составил 31.2 млрд. руб. (-1.3% г/г) или 0.3x EBITDA и почти не изменился как в абсолютном, так и в относительном выражении по сравнению с 2012 г. Свободный денежный поток Башнефти за 2013 г. был использован, главным образом, для финансирования дивидендных выплат (составили 42.5 млрд. руб.) и погашения долга (снизился на 19.4 млрд. руб. к началу года). Для этих же целей были использованы часть денежных средств и депозитов (сократились на 7.8 млрд. руб. к началу года) и поступления от продажи казначейских акций на 2.6 млрд. руб.

Общая задолженность Башнефти на конец 4К13 заметно снизилась (на 17.6%) по сравнению с началом года и составила 90.8 млрд. руб. Помимо этого, компания улучшила и структуру долга: за счет размещения в течение 1П13 четырех выпусков облигаций на сумму в 30 млрд. руб. и привлечения PXF-кредита на 600 млн. долл., доля коротких обязательств в портфеле снизилась до 13.1% против 29% на начало года. Снижение долга на фоне стабильной величины EBITDA позволило компании удерживать долговую нагрузку на уровне 0.7x в терминах чистый долг/EBITDA, тогда как на конец 9М13 показатель составлял 0.6x, а на начало года – 0.9x. Отметим, что долговая нагрузка сохранилась на более низком уровне по сравнению с нашими ожиданиями вследствие более сильного операционного денежного потока в 2013 г.: в 4К13 компания, помимо прочего, активизировала расчеты с дебиторами, что позволило ей не только выплатить дивиденды в заявленном объеме, но и сократить долг. Отметим, что невысокая долговая нагрузка Башнефти на конец 4К13 дает компании достаточное пространство для маневра в связи с увеличением долга, которое мы, вероятно, увидим в отчетности 1К14 в связи с покупкой Бурнефтегаза

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 2013 г. по МСФО

млрд. руб.	2013	2012	%
Выручка	563.3	532.5	5.8%
ЕБИТДА	104.0	100.4	3.6%
Операционная прибыль	81.4	80.6	1.0%
Чистая прибыль	46.4	56.8	-18.3%
Рентабельность по EBITDA	18.5%	18.9%	-0.4 пп
Операционная рентабельность	14.5%	15.1%	-0.7 пп
Чистая рентабельность	8.2%	10.7%	-2.4 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	104.0	100.9	3.1%
Чистый операцион. денежный поток	82.7	71.1	16.3%
CAPEX	31.2	31.6	-1.3%
Свободный денежный поток	51.5	39.5	30.4%
млрд. руб.	2013	2012	%
Активы	447.8	463.5	-3.4%
в т.ч. ден. сред-ва и кр. депозиты	16.4	24.2	-32.2%
Долг	90.8	110.2	-17.6%
доля краткосрочного долга	13.1%	29.0%	-15.9 пп
Чистый долг	74.4	86.0	-13.5%
Капитал	236.3	247.9	-4.7%
CAPEX/EBITDA	0.3x	0.3x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.4x	0.4x	-
Долг/EBITDA	0.9x	1.1x	-
Чистый долг/EBITDA	0.7x	0.9x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	13.7x	9.6x	-
Долг/Капитал	0.4x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Башнефти в 2013 г.

тыс. тонн	2013	2012	%
Добыча нефти	16 073	15 437	4.1%
Первичная переработка нефти	21 399	20 773	3.0%
Производство нефтепродуктов	19 649	18 905	3.9%
Глубина переработки нефти	84.7%	84.9%	-0.2 пп
Выход светлых нефтепродуктов	60.4%	59.7%	0.7 пп

Источник: Данные Компании

за 35.6 млрд. руб. – после объявления о завершении сделки Fitch подтвердило рейтинг Башнефти на уровне BB/Positive.

Средний спрэд по достаточно ликвидной (с учетом текущей обстановки) кривой выпусков Башнефти составляет сейчас около 120 бп к суверенной кривой, что, в какой-то мере, отражает опережающий рост доходностей по ОФЗ на фоне кризиса вокруг Украины (до этих событий средний спрэд бумаг составлял порядка 150 бп к ОФЗ). Вместе с тем, предлагаемый спрэд, на наш взгляд, выглядит сейчас не очень интересно в силу того, что примерно соответствует спрэдам бумаг Газпром Нефти (BBB-/Baa2/BBB), хотя у последней и присутствуют определенные риски, связанные с ухудшением прогнозов по суверенному рейтингу.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

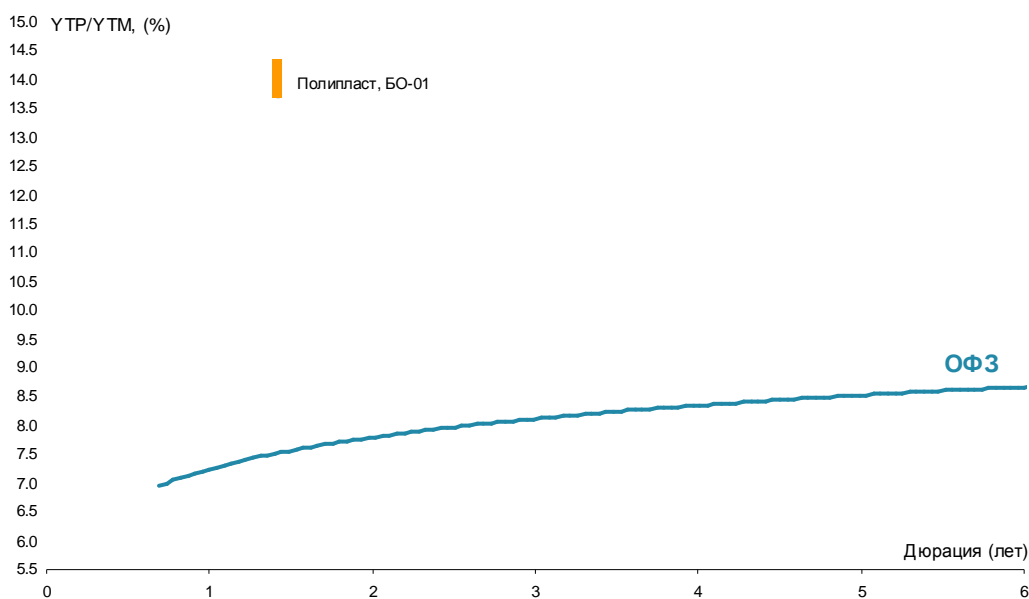
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	13.69-14.22	11.04.2014	15.04.2014	нет / 1.41 г	1.5 г. / 5 лет

Цветом выделены в 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	- / Ва3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / 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 / Ваa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / 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 / Ваa1 / 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.



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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	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.