

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Газпром нефть (BBB-/Ваа2/BBB): нейтральная отчетность по итогам 1К14, бумаги компании отыграли большую часть потерь

В конце прошлой недели Газпром нефть опубликовала финансовую отчетность и операционные результаты по итогам 1К14. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. По итогам 1К14 компания увеличила добычу углеводородов на 4.4% г/г (до 15.9 млн. тонн н.э.), производство нефтепродуктов увеличилось сопоставимо – на 4.8% г/г. Выручка и EBITDA показали хорошие темпы роста, увеличившись на 8.2% г/г (до 385.2 млрд. руб.) и 9.5% г/г (до 84 млрд. руб.) соответственно. В итоге, рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне прошлого года, составив 21.8% (+0.3 пп г/г). В то же время, долговая нагрузка Газпром нефти на конец 1К14 не изменилась по сравнению с началом года: отношение чистый долг к показателю EBITDA LTM сохранился на уровне 0.6x, несмотря на увеличение задолженности на 23.2% (до 386.7 млрд. руб.) к началу года. Увеличение долга было компенсировано ростом объема ликвидных активов на балансе, а также показателя EBITDA в 1К14.

Рост выручки Газпром нефти в 1К14 был традиционно обеспечен, прежде всего, за счет увеличения объема продаж нефтепродуктов (рост на 6.4% г/г – до 11.5 млн. тонн). В структуре отгрузок наибольший вклад внесло увеличение продаж на внутреннем рынке, которые выросли на 10.6% г/г (до 6.2 млн. тонн), тогда как 2-я по значимости статья – экспортные поставки – сохранились на уровне прошлого года, составив 4.2 млн. тонн. Свой вклад в рост поступлений от продажи нефтепродуктов внес и умеренный рост цен: средняя цена реализации для поставок на внутренний рынок выросла на 4% г/г (до 25.1 тыс. руб./тонна), для поставок на экспорт – на 6.2% г/г (до 25.7 тыс. руб./тонна). Продажи сырой нефти в 1К14 заметно снизились – на 20.2% г/г в физическом выражении (до 2.9 млн. тонн), причиной чего стало сокращение экспортных поставок в страны дальнего зарубежья на 19% г/г (до 1.9 млн. тонн), а также в страны в СНГ (были прекращены поставки в Казахстан) – на 72.4% г/г (до 0.3 млн. тонн), что было отчасти компенсировано ростом продаж на внутреннем рынке более чем в 2 раза г/г (до 0.7 млн. тонн). Отметим, что Газпром нефть продолжает планомерно сокращать продажи сырой нефти: по итогам 2013 г. они снизились на 20.7% г/г (до 14.2 млн. тонн). Это, вероятно, связано с падающей маржинальностью экспорта сырой нефти – в этих условиях компания увеличивает объемы переработки собственной нефти, одновременно снижая закупки нефти для перепродажи. В то же время, выручка от продажи нефти в 1К14 сократилась лишь на 8.1% г/г, что стало следствием заметного роста средних цен реализации сырой нефти по всем направлениям: для внутреннего рынка рост составил 22.7% г/г (до 11.7 тыс. руб./тонна), для экспортных продаж – 12% (до 27.7 тыс. руб./тонна).

Свободный денежный поток Газпром нефти по итогам 1К14 вырос более чем в 3 раза по сравнению с прошлым годом и составил 22.5 млрд. руб., что произошло, в основном, благодаря сильной динамике операционного денежного потока, который вырос более чем в 1.5 раза г/г (до 71 млрд. руб.). Капвложения компании в 1К14 также выросли, но более умеренно: рост CAPEX составил 31.4% г/г (до 48.5 млрд. руб.), при этом в относительном выражении инвестиции даже снизились до 0.6x EBITDA (в 2013 г. их уровень составлял 0.7x). Свободный денежный поток компании был направлен, в основном, для пополнения запасов ликвидности на балансе. Как уже отмечалось выше, несмотря на увеличение долга Газпром нефти по сравнению с началом года, долговая нагрузка в терминах чистый долг / EBITDA LTM осталась на уровне начала года (0.6x), что было связано с ростом EBITDA в 1К14, однако, в гораздо большей степени – с увеличением суммы ликвидных активов на балансе. Необходимо отметить, что по итогам 1К14 эта сумма продемонстрировала весьма

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти по МСФО за 1К14

млрд. руб.	1К14	1К13	%
Выручка	385.2	356.0	8.2%
EBITDA	84.0	76.7	9.5%
Операционная прибыль	55.7	50.4	10.5%
Чистая прибыль	39.3	40.5	-3.0%
Рентабельность по EBITDA	21.8%	21.5%	0.3 пп
Операционная рентабельность	14.5%	14.2%	0.3 пп
Чистая рентабельность	10.2%	11.4%	-1.2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	81.9	71.2	15.0%
Чистый операцион. ден. поток	71.0	43.9	61.7%
CAPEX	48.5	36.9	31.4%
Свободный денежный поток	22.5	7.0	x3.2

млрд. руб.	1К14	2013	%
Активы	1 710.8	1 563.6	9.4%
в т.ч. ден. ср-ва и кр. депозиты	206.6	127.9	61.5%
Долг	386.7	313.9	23.2%
доля краткосрочного долга	14.6%	16.7%	-2.1 пп
Чистый долг	180.1	186.0	-3.2%
Капитал	1 042.3	998.0	4.4%
CAPEX/EBITDA	0.6x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	1.2x	1.0x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.6x	0.6x	-
Долг/Капитал	0.4x	0.3x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика основных операционных показателей Газпром нефти за 1К14

	1К14	1К13	%
Добыча углевод-в, млн. тонн н.э.	15.9	15.2	4.4%
Добыча нефти, млн. тонн	12.6	12.4	1.9%
Добыча газа, млрд. кубометров	4.1	3.6	15.5%
Выпуск нефтепродуктов, млн. тонн	10.3	9.8	4.8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

существенный рост, увеличившись с 127.9 млрд. руб. на начало года до 206.6 млрд. на конец 1К14. Компания аккумулировала средства как из собственных (свободный денежный поток), так и заемных источников – из привлеченного нового долга на 82.1 млрд. руб. лишь треть пошла на рефинансирование, а остальной объем осел на счетах компании. В этой связи можно отметить, что в 1К14 компания достигла соглашения о выкупе 9.8% в СП «СеверЭнергия» у партнера по проекту НОВАТЭКа (доля Газпром нефти, в результате, достигнет 50%), однако стоимость этой сделки оценивается лишь в 1 млрд. долл.

Опубликованный финансовый отчет, с нашей точки зрения, является умеренно-позитивным для рейтингов компании. Ранее мы предполагали, что в этом году не исключены позитивные рейтинговые действия со стороны S&P, которое могло бы «подтянуть» свой рейтинг до уровня других агентств. Однако, как известно, факт украинского кризиса перечеркнул эти перспективы. Так, S&P и Fitch ухудшили прогноз по рейтингам компании до негативного, прогноз Moody's находится сейчас на пересмотре. На наш взгляд, опасения агентств отчасти оправданы, поскольку отражают сложности с привлечением рефинансирования от западных банков и инвесторов, которые некоторые российские компании испытывают уже сейчас. В то же время, тот факт, что именно Газпром нефть в рефинансировании не особо и нуждается, демонстрируя стабильные темпы роста ключевых операционных и финансовых показателей, невысокую долговую нагрузку и высокую ликвидность, говорит о том, что компанию наказали за близость к государству, что, в текущих условиях, заметно повышает риски политически мотивированных санкций.

Евробонды SIBNEF'22 и SIBNEF'23 в рамках распродаж стартовавших в начале марта, вслед за обострением украинского кризиса, потеряли достаточно заметно: снижение до локальных минимумов апреля достигало 9-11 фигур в цене. Вместе с тем, после относительной стабилизации ситуации бумаги евробонды компании показали и один из лучших отскоков, отыграв почти все потери – сейчас SIBNEF'22 торгуется примерно по 89% от номинала (до начала распродаж цена составляла 92.1%), а SIBNEF'23 – по 97.8% (101.2%). Хорошая динамика восстановления отразилась и в спредах. В целом, с начала марта бумаги выглядели лучше рынка, расширив средний спред к UST всего на 60 бп – до текущих 380-390 бп, что уже примерно на 100 бп максимальных уровней, достигнутых на пике распродаж.

Первичный рынок

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

Россельхозбанк, 08 и 09 (-/Ваа3/BBB-), Юникредит Банк, БО-21 (BBB/Ваа2/BBB+): новые выпуски смотрятся интересно

Сегодня крупнейший государственный агробанк, Россельхозбанк (далее РСХБ), а также «дочка» итальянской UniCredit, Юникредит банк, открывают книги заявок на выпуски облигаций серии 08 и 09 объемом до 5 млрд руб. каждый и серии БО-21 на сумму 10 млрд руб. соответственно. Срок обращения займов РСХБ составляет 5.5 года, а Юникредит банка – 5 лет, при этом условиями всех выпусков предусмотрена годовая оферта. Техническое размещение выпусков РСХБ запланировано на 26 мая, по бумагам Юникредита – на 23 мая. Индикатив ставки купона Юникредит Банк, БО-21 составляет 9.8-10.00% годовых, что соответствует доходности к оферте в диапазоне 10.04-10.25% годовых. Отметим, что верхняя граница, как купона, так и доходности выпуска Юникредита полностью совпадает с параметрами РСХБ. Так ставка купона до оферты по выпускам РСХБ 08 и 09 определена на уровне 10% годовых, что соответствует доходности к оферте не более 10.25% годовых.

Вслед за Газпромбанком другие два банка с инвестиционным рейтингом решили протестировать рынок на предмет короткого долга. Напомним, что заметное улучшение ситуации на первичном рынке на прошлой неделе было подтверждено не только успешным размещением ОФЗ серии 26215 и повышенным спросом со стороны инвесторов на облигации Мегафона серии БО-04, но и высоким спросом на выпуск Газпромбанк серии БО-08, которому в ходе сбора заявок удалось понизить ориентир доходности до 9.89-9.99% годовых. Все данные события настраивают на позитивный лад и позволяют нам ожидать успешного размещения маркируемых выпусков, тем более что все бумаги предлагают премию к собственной кривой. Так заявленному диапазону доходности РСХБ 08 и 09 соответствует спред к ОФЗ на уровне 210 бп, предлагая премию порядка 20-30 бп. к текущим выпускам. А маркируемый ориентир доходности Юникредит Банк, БО-21 трансформируется в спред к кривой ОФЗ на уровне 190-210 бп., что соответствует по нижней границе доходности дополнительной премии к собственной кривой в размере 10-20 бп. В целом, на наш взгляд, все выпуски выглядят интересно, при этом Юникредит Банк, БО-21, начиная уже с нижней границы доходности. А разница в 20 бп. между доходностями размещаемых выпусков, нам кажется минимально необходимой, учитывая рейтинговые различия эмитентов, более слабый финансовый профиль РСХБ при высокой зависимости от государства, а также неопределенность относительно изменений организационной структуры и схемы финансирования РСХБ.

Россельхозбанк, 08 и 09

Основные параметры выпусков

Эмитент	ОАО "Россельхозбанк"
Рейтинги (S&P/M/F)	- / Ваа3 / BBB-
Ломбардный список ЦБ	да
Серия 08 и 09	до 5 000
Срок погашения	5.5 года
Оферта	Через 1 год @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	10% годовых
Ориентир по УТР	не более 10.25% годовых
Дюрация	1 год
Размещение на ФБ ММВБ	26 мая 2014 г.
Агент размещения	Россельхозбанк
Организаторы	Россельхозбанк, Юникредит

Юникредит, БО-21

Основные параметры выпусков

Эмитент	ЗАО "Юникредит"
Рейтинги (S&P/M/F)	BBB / Ваа2 / BBB+
Ломбардный список ЦБ	да
Серия БО-21	10 000
Срок погашения	5 лет
Оферта	Через 1 год @ 100%
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	9.8-10.00% годовых
Ориентир по УТР	10.04-10.25% годовых
Дюрация	1 год
Размещение на ФБ ММВБ	23 мая 2014 г.
Организаторы	Юникредит Банк

Источник: Данные Организатора

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

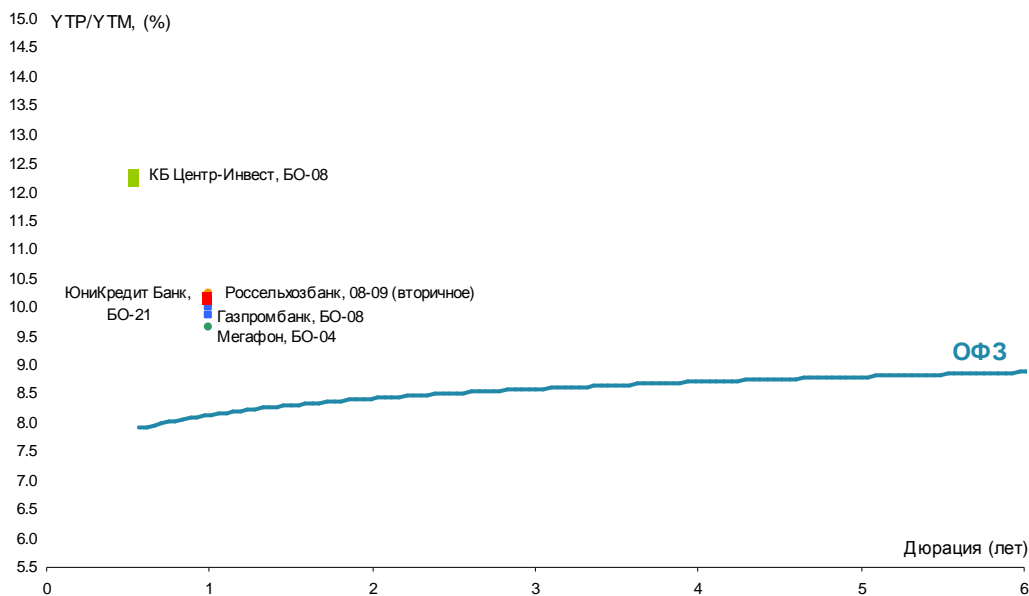
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваа3 / -	да	15 000	9.67	14.05.2014	20.05.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	9.88-9.99	16.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Юникредит Банк, БО-21	BBB / Ваа2 / BBB+	да	10 000	10.04-10.25	20.05.2014	23.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
КБ Центр-Инвест, БО-08	- / Ва3 / -	да	2 000	12.10-12.36	22.05.2014	26.05.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 5 лет
Россельхозбанк, 08 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 лет
Россельхозбанк, 09 (вторичное)	- / Ваа3 / BBB-	да	до 5 000	не более 10.25	22.05.2014	26.05.2014	нет / 1 г	1 г / 5.5 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
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
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, АЭО	BBB / Ваа1 / -	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)	- / Ва3 / 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.



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
Кредитный 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.