

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

ТрансКонтейнер (-/Ваз/ВВ+): позитивная финансовая отчетность за 1К14, однако бумаги компании малоликвидны

Вчера финансовую отчетность за 2013 г. опубликовал крупнейший российский ж/д-контейнерный оператор ТрансКонтейнер. Раскрытые показатели мы оцениваем позитивно. По итогам 1К14 компания отразила в отчете снижение выручки (минус услуги соисполнителей) на 13.3% г/г (до 4.9 млрд. руб.), тогда как EBITDA выросла на 6.3% г/г (до 2.3 млрд. руб.), что привело к весьма заметному повышению уровня рентабельности по EBITDA – до 46.4% (+8.6 пп г/г). В 1К14 операционный денежный поток ТрансКонтейнера сохранился на уровне прошлого года, составив 1.7 млрд. руб., что, на фоне сокращения объема капвложений на 18.6% г/г (до 293 млн. руб. или 0.1x EBITDA), позволило нарастить свободный денежный поток на 4.9% г/г (до 1.4 млрд. руб.). Все свободные денежные средства в 1К14 компания направила на пополнение запаса ликвидности на балансе, который достиг около 3.5 млрд. руб., почти удвоившись по сравнению с началом года. С учетом стабильной величины долга (задолженность ТрансКонтейнера на конец 1К14 практически не изменилась по сравнению с 4К13, составив 8.4 млрд. руб.) это привело к сокращению чистого долга на конец 1К14 на четверть по сравнению с началом года (до 4.9 млрд. руб.), что, вкпе с ростом EBITDA в 1К14, позволило снизить долговую нагрузку. Так, отношение чистого долга к EBITDA к концу прошлого квартала составило 0.5x, впрочем, и на начало года оно было совсем невысоким – 0.7x. В целом, отметим, что ТрансКонтейнер сохраняет высокий уровень ликвидности и по-прежнему обладает весьма устойчивым кредитным профилем.

Заметное снижение выручки г/г ТрансКонтейнера в 1К14 было обусловлено деконсолидацией финансовых результатов КеденТрансСервис (СП в Казахстане), тогда как сопоставимая выручка компании сохранилась на уровне прошлого года. Напомним, что ранее ТрансКонтейнер отчитался об операционных результатах по итогам 1К14, которые выглядели нейтрально. Так, грузооборот компании показал небольшой рост (на 1.9%) г/г и составил 349 тыс. TEU. Такая динамика была обусловлена, с одной стороны, низкой базой 1К13 (в течение всего 2013 г. у ТрансКонтейнера наблюдалось сокращение грузооборота вследствие ухудшения общеэкономической конъюнктуры и усиления конкуренции на рынке внутренних перевозок), кроме того, достаточно сильное влияние на результаты также оказало ослабление рубля. Так, импортные перевозки снизились в 1К14 на 16.9% г/г (до 53.5 тыс. TEU), что было почти полностью компенсировано за счет увеличения экспортного грузопотока (грузооборот вырос на 10% к 1К13 – до 99.8 тыс. TEU). Хороший рост показали и транзитные перевозки, которые выросли на 41.3% г/г (до 28.4 тыс. TEU), тогда как объем внутренних перевозок остался на уровне прошлого года и составил 167.2 тыс. TEU. В 1К14 ТрансКонтейнер продолжал сокращать порожний пробег контейнеров (снизился на 1.6 пп г/г – до 27.6%), тогда как пробег ж/д-платформ немного вырос (на 0.6 пп г/г – до 6.7%). В то же время, показатель оборачиваемости вырос и по контейнерам (с 26 до 32 дней), и по платформам (с 14 до 14.5 дней), что было обусловлено сохранением непростой ситуации на рынке и наличия избыточного парка. Вместе с тем, объем доходных перевозок (груженые контейнеры) ТрансКонтейнера в России вырос на 5.1% г/г и достиг 272 тыс. TEU, тогда как доля компании в совокупных контейнерных перевозках ж/д-транспортом по сети РЖД снизилась до 45.3% (против 48.5% в 1К13).

Облигации ТрансКонтейнера никогда не отличались особой ликвидностью, а в текущих условиях ситуация лишь усугубилась. Биды в длинном ТрансКонтейнер 04 стоят на уровне 96% от номинала, что дает около 180 бп премии к ОФЗ и примерно на 30 бп выше уровня до мартовских распродаж.

Ключевые финансовые показатели ТрансКонтейнера за 1К14

млн. руб.	1К14	1К13	%г
Выручка*	4 884	5 633	-13.3%
EBITDA	2 264	2 129	6.3%
Операционная прибыль	1 588	1 595	-0.4%
Чистая прибыль	1 309	1 108	18.1%
Рентабельность по EBITDA	46.4%	37.8%	8.6 пп
Операционная рентабельность	32.5%	28.3%	4.2 пп
Чистая рентабельность	26.8%	19.7%	7.1 пп
Операц. денеж. поток до измен. в ОК	1 981	2 162	-8.4%
Чистый операцион. денеж. поток	1 714	1 715	-0.1%
CAPEX	293	360	-18.6%
Свободный денежный поток	1 421	1 355	4.9%

млн. руб.	1К14	2013	%г
Активы	47 949	46 976	2.1%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	3 484	1 884	x1.8
Долг**	8 361	8 438	-0.9%
доля краткосрочного долга	21.5%	20.8%	0.7 пп
Чистый долг**	4 877	6 554	-25.6%
Капитал	32 691	31 479	3.9%
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	0.8x	0.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.5x	0.7x	-
Долг/Капитал	0.3x	0.3x	-

* - показатель за вычетом стоимости услуг соисполнителей по интегрированным логистическим услугам

** - включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Основные операционные показатели ТрансКонтейнера в 1К14

	1К14	1К13	%г
Грузооборот (тыс. TEU), в т.ч.	349.0	342.4	1.9%
внутренние перевозки	167.2	167.1	0.1%
экспортные перевозки	99.8	90.7	10.0%
импортные перевозки	53.5	64.4	-16.9%
транзитные перевозки	28.4	20.1	41.3%
Оборачиваемость контейнеров, дн.	31.8	26.0	22.3%
Оборачиваемость ж/д-платформ, дн.	14.5	14.0	3.6%
Порожний пробег контейнеров	27.6%	29.2%	-1.6 пп.
Порожний пробег ж/д-платформ	6.7%	6.1%	0.6 пп.

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Башнефть (-/Ва2/ВВ): нейтральный финансовый отчет по итогам 1К14, бумаги компании не представляют особого интереса

Вчера Башнефть опубликовала финансовый отчет по итогам 1К14, который мы оцениваем нейтрально. Выручка и EBITDA показали сопоставимые темпы роста в прошлом квартале – почти на 17% г/г, – составив 146.7 млрд. руб. и 24.8 млрд. руб. соответственно. Как следствие, рентабельность по EBITDA компании сохранилась на уровне 16.9%. Отметим, что рост финансовых результатов Башнефти в 1К14 был обусловлен, в основном, ростом поставок на экспорт нефти и нефтепродуктов на фоне умеренной коррекции (на 4-7% г/г) долларовых цен. Отметим, что в 1К14 нефтяные компании стремились максимально нарастить экспортные продажи (в прошлом квартале компания продала за границу почти всю нефть и половину от произведенных нефтепродуктов), стимулом к чему стало существенное ослабление рубля в 1К14. Так, средний курс доллара в 1К14 (по данным Bloomberg) вырос на 12.7% г/г, что внесло значительный вклад в рост рублевой выручки Башнефти с учетом ее структуры отгрузок.

Чистый операционный денежный поток Башнефти в 1К14 показал хорошую динамику, увеличившись на 74.1% г/г (до 5.1 млрд. руб.). Впрочем, этого прироста оказалось недостаточно для компенсации возросших капитальных расходов, объем которых увеличился на 57.1% г/г (до 9.3 млрд. руб. или 0.4x EBITDA), что сместило значение свободного денежного потока в отрицательную зону (-4.2 млрд. руб.). Вместе с тем, этот дефицит был легко покрыт за счет прочих неоперационных источников. В то же время, наибольший отток средств (36.1 млрд. руб.) в прошлом квартале произошел за счет закрытия сделки по покупке компанией Бурнефтегаза – нового добывающего актива в Тюменской области. Финансирование этой сделки было осуществлено за счет заемного финансирования: чистое привлечение долга составило в 1К14 около 52.2 млрд. руб., незадействованные в сделки средства пополнили счета Башнефти, что несколько замедлило темпы роста чистого долга. Его объем на конец 1К14 вырос в 1.5 раза по сравнению с началом года и достиг 114.1 млрд. руб. Нужно отметить, что для финансирования сделки был привлечен краткосрочный долг вследствие чего его доля в долгом портфеле резко выросла: с 13.1% в начале года до 53.6% на конец 1К14. Помимо ухудшения структуры долга, единовременное увеличение задолженности в таких крупных объемах неизбежно привело к повышению долговой нагрузки Башнефти – до 1.1x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 0.7x на начало года). В то же время, повышение нагрузки вовсе не стало критичным для компании, ее уровень по-прежнему остался невысоким. Напомним, что по завершении покупки Бурнефтегаза агентство Fitch подтвердило рейтинг Башнефти на уровне ВВ/Positive, отметив, что эта сделка усилит позиции компании в нефтедобыче, при этом Башнефть все еще сохранит весьма большой потенциал увеличения долговой нагрузки в рамках текущего рейтинга.

Средний спред по достаточно ликвидной (с учетом текущей обстановки) кривой выпусков Башнефти составляет сейчас около 150 бп, при этом бумаги на участке дюраций 2-3 г, где сосредоточена основная ликвидность, торгуются с минимальной премией (10-30 бп) к облигационным выпускам Газпром Нефти (ВВВ-/Ваа2/ВВВ) и Роснефти (ВВВ-/Ваа1/-), что заметно снижает привлекательность бумаг Башнефти, хотя у госкомпаний и присутствуют повышенные риски снижения рейтингов от Fitch и Moody's в случае пересмотра суверенного рейтинга.

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 1К14

млрд. руб.	1К14	1К13	%%
Выручка	146.7	125.6	16.8%
ЕБИТДА	24.8	21.2	16.7%
Операционная прибыль	19.7	16.8	17.2%
Чистая прибыль	13.9	12.0	16.0%
Рентабельность по EBITDA	16.9%	16.9%	0.0 пп
Операционная рентабельность	13.4%	13.4%	0.0 пп
Чистая рентабельность	9.5%	9.6%	-0.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	25.4	21.0	21.0%
Чистый операцион. денежный поток	5.1	2.9	74.1%
CAPEX	9.3	5.9	57.1%
Свободный денежный поток	(4.2)	(3.0)	40.3%

млрд. руб.	1К14	2013	%%
Активы	515.7	447.8	15.2%
в т.ч. денежные средства	31.4	16.4	91.8%
Долг	145.5	90.8	60.2%
доля краткосрочного долга	53.6%	13.1%	40.5 пп
Чистый долг	114.1	74.4	53.3%
Капитал	232.4	236.3	-1.6%
CAPEX/EBITDA	0.4x	0.3x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	1.9x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	1.4x	0.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.1x	0.7x	-
EBITDA/Процентные платежи	10.1x	13.7x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Башнефти в 1К14

тыс. тонн	1К14	1К13	%%
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

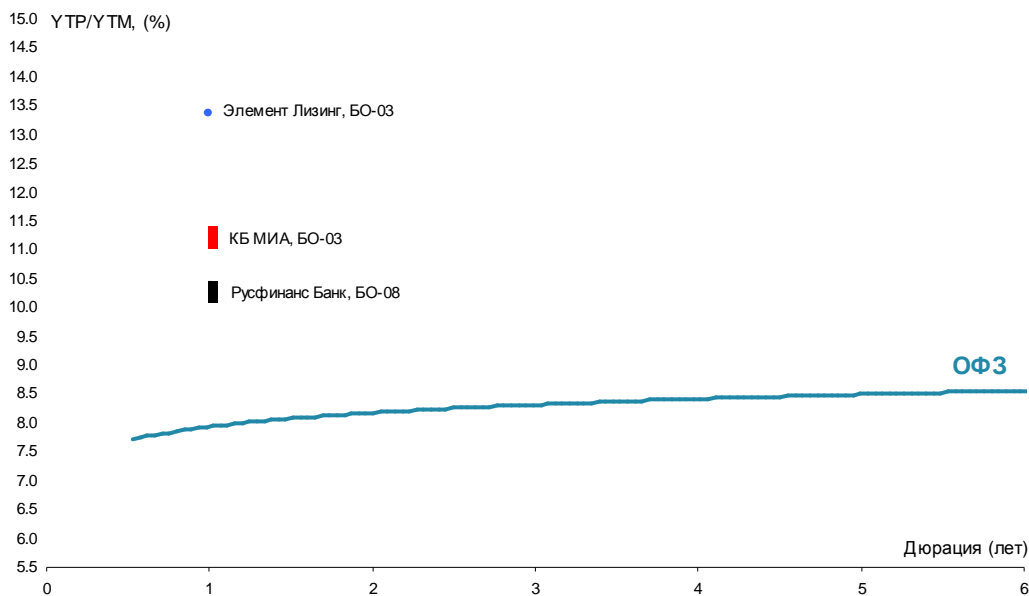
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	13.37	30.05.2014	03.06.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
КБ МИА, БО-03	- / Ba2 / -	да	2 000	11.04-11.30	04.06.2014	06.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
КИТ Финанс Капитал, БО-03	NR	нет	2 000	н/д	Конкурс	09.06.2014	н/д	нет / 3 г
Русфинанс Банк, БО-08	BBB- / Ba1 / BBB+	да	4 000	10.14-10.41	06.06.2014	10.06.2014	нет / 1 г	1 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
ЕАБР, 09	BBB / A3 / -	да	5 000	1.8 / 100%	9.88-10.15	9.88	02.06.2014	нет / 1.86 г
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ba3 / -	да	3 000	1.5 / 100%	12.10-12.36	12.10	28.05.2014	нет / 0.5 г
АИЖК, БО-02	BBB- / Baa1 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.27-10.60	10.00	27.05.2014	нет / 1.84 г
Башнефть, БО-05	- / Ba2 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.99	26.05.2014	нет / 3.68 г
Юникредит Банк, БО-21	BBB / Baa2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Baa3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
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	- / Baa3 / 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, 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



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.