

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков [e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru) Кирилл Сычев [k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)

#### Башнефть (-/Ba2/BV): позитивная финансовая отчетность за 9M14, компания сохранит структуру долга, несмотря на смену владельца

Вчера Башнефть опубликовала финансовый отчет по итогам 9M14, который мы оцениваем позитивно. По итогам 9M14 выручка компании выросла на 13.3% г/г (до 472.7 млрд. руб.), показатель EBITDA – на 10.8% г/г (до 85.3 млрд. руб.). Как следствие, рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне прошлого года, составив 18%. К концу 3К14 величина долга Башнефти заметно выросла по сравнению с началом года (на 83.3%), достигнув 166.4 млрд. руб. Это не могло не сказаться на долговой нагрузке компании, которая повысилась к концу периода до 1.1x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 0.7x на начало года). Вместе с тем, как видно, долговая нагрузка Башнефти сохранилась на вполне умеренном уровне благодаря, в первую очередь, ее изначально невысокому уровню, а также росту EBITDA и увеличению ликвидных остатков на балансе компании.

Рост финансовых результатов Башнефти за 9M14 стал, в основном, следствием увеличения экспортных поставок нефти, объем которых в натуральном выражении вырос на 26.8% г/г (до 3.8 млн. тонн). Впрочем, неплохой рост показали и поставки в страны Таможенного Союза (ТС), которые выросли на 15% г/г (до 0.48 млн. тонн), и продажи на внутреннем рынке (выросли почти в 3 раза г/г – до 0.85 млн. тонн). Совокупные отгрузки нефти Башнефти за 9M14 выросли на 37.9% г/г и достигли 5.13 млн. тонн. В то же время, средняя цена нефти Urals за 9M14 показала весьма умеренное снижение относительно уровня прошлого года, составив 105.4 долл. за барр. (-2.3% г/г). По итогам отчетного периода объем реализации нефтепродуктов и нефтехимии, в целом, сохранился на уровне прошлого года, составив 14.7 млн. тонн (-0.9% г/г). В структуре отгрузок росли поставки на экспорт (+1.9% г/г, до 6.7 млн. тонн), тогда как продажи в страны ТС сокращались (-35.2% г/г, 0.3 млн. тонн), а поставки на внутренний рынок стагнировали, составив 7.7 млн. тонн (-1% г/г). По итогам 9M14 средние экспортные цены на нефтепродукты изменялись достаточно умеренно, в диапазоне от -5% г/г до +2% г/г, тогда как внутренние рублевые цены демонстрировали уверенный рост на 7-14% г/г в зависимости от наименования. Тем не менее, нефтедобывающие компании в течение года стремились, в первую очередь, нарастить продажи на экспорт, что было связано, главным образом, с ослаблением курса рубля (средний курс за 9M14 снизился к доллару на 12% г/г по данным Bloomberg). Снижение курса рубля оказало заметную поддержку и отчету Башнефти, показатели которого номинированы в рублях, тогда как большая часть поставок в натуральном выражении ориентирована на экспорт.

По итогам 9M14 Башнефть показала весьма неплохой прирост операционных поступлений: чистый операционный денежный поток увеличился на 31.8% г/г и достиг 77.7 млрд. руб. Объем капложений рос чуть более быстрыми темпами (на 38.4% г/г), составив за 9M14 около 32.2 млрд. руб. или 0.4x EBITDA. На фоне роста операционных поступлений свободный денежный поток Башнефти по итогам 9M14 увеличился на 27.6% г/г и достиг 45.5 млрд. руб. Впрочем, даже этой суммы было недостаточно для покрытия всех расходов компании за период. Начнем с того, что Башнефть потратила около 41.2 млрд. руб. на финансирование M&A-сделок, из которых основной объем (36.1 млрд. руб.) пришелся на покупку 100% акций Бурнефтегаза (новый добывающий актив в Тюменской области). Кроме того, еще 17.9 млрд. руб. Башнефть потратила на выкуп собственных акций, а дивидендные выплаты за период составили еще около 35.6 млрд. руб. Масштабные расходы, превышающие собственные возможности компании, потребовали привлечения

#### Ключевые финансовые показатели Башнефти за 9M14

млрд. руб.	9M14	9M13	%г
Выручка	472.7	417.1	13.3%
Скорректир. EBITDA	85.3	77.0	10.8%
Операционная прибыль	66.7	62.0	7.6%
Чистая прибыль	45.6	32.8	39.0%
Рентабельность по скор. EBITDA	18.0%	18.5%	-0.4 пп
Операционная рентабельность	14.1%	14.9%	-0.8 пп
Чистая рентабельность	9.6%	7.9%	1.8 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	84.5	78.0	8.3%
Чистый операцион. денежный поток	77.7	58.9	31.8%
CAPEX	32.2	23.3	38.4%
Свободный денежный поток	45.5	35.6	27.6%

млрд. руб.	9M14	2013	%г
Активы	515.8	447.8	15.2%
в т.ч. денежные средства	37.6	16.4	x2.3
Долг	166.4	90.8	83.3%
доля краткосрочного долга	16.4%	13.1%	3.3 пп
Чистый долг	128.8	74.4	73.1%
Капитал	206.2	236.3	-12.7%
CAPEX/Ск. EBITDA	0.4x	0.3x	-
(CAPEX+M&A)/Ск. EBITDA	0.9x	0.4x	-
Долг/Ск. EBITDA LTM	1.5x	0.9x	-
Чистый долг/Ск. EBITDA LTM	1.1x	0.7x	-
Ск. EBITDA/Процентные платежи	10.0x	13.7x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

#### Динамика операционных результатов Башнефти за 9M14

тыс. тонн	9M14	9M13	%г
Добыча нефти	13 085	11 900	10.0%
Первичная переработка нефти	16 323	16 053	1.7%
Производство нефтепродуктов	15 015	14 773	1.6%
Глубина переработки нефти	84.9%	85.4%	-0.5 пп
Выход светлых нефтепродуктов	60.1%	60.4%	-0.3 пп

Источник: Данные Компании

нового долга. Как результат, общая сумма задолженности Башнефти по итогам 9М14 достигла 166.4 млрд. руб., что 83.3% превышает уровень начала года. В то же время, изначально достаточно невысокая долговая нагрузка, а также рост EBITDA и увеличение запаса ликвидности на балансе компании (часть заемных денег осела на счетах) отчасти сгладили последствия увеличения долга. Так, долговая нагрузка выросла до 1.1x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 0.7x на начало года), сохранившись на достаточно умеренном уровне.

Впрочем, события последних месяцев имеют сейчас куда большее значения для оценки кредитных рисков Башнефти, нежели просто динамика операционных или финансовых результатов компании. Как известно, в начале месяца суд постановил возвратить в собственность государства 81.6% обыкновенных акций, а также 20.9% привилегированных акций ОАО «Башнефть», принадлежащих АФК «Система» и ее дочерней «Система-Инвест». Наиболее значимым, в краткосрочной перспективе, следствием для компании могло стать досрочное предъявление к погашению примерно половины ее долгового портфеля, обязательства по которому охвачены ковенантой о смене контроля. Однако Башнефть сумела успешно урегулировать этот вопрос, договорившись о неприменении этой ковенанты. Отметим также, что в конце прошлой недели агентство Moody's подтвердило текущий рейтинг Башнефти с «позитивным» прогнозом, указав в качестве обоснования, что передача акций государству, по мнению агентства, устраняет угрозу штрафов, исков или наказаний против самой компании. При этом Башнефть сможет добиться отказа от претензий по досрочному погашению долговых обязательств в связи со сменой владельца, а ключевые кредиторы – госбанки окажут поддержку компании. В дополнении к тому, в своем новом статусе Башнефть сможет, при необходимости, получить более значительную поддержку от государства, считает Moody's.

Текущие котировки в бумагах компании нерепрезентативны, проходят на малых объемах и носят единичный характер, что обусловлено, прежде всего, негативным новостным фоном вокруг Башнефти в течение последних месяцев.

## Первичный рынок

Кирилл Сычев

k.sychev@zenit.ru

**Российский Капитал БО-02: справедливый уровень доходности выпуска находится в районе 14%**

Сегодня запланировано открытие книги заявок в выпуске Российский Капитал БО-02, номинальным объемом 3 млрд руб. Предварительные параметры размещения предлагают инвесторам годовую оферту при диапазоне ставки купона 13.00-13.50%, что трансформируется в доходность к оферте 13.42-13.96% и спред к кривой ОФЗ на уровне 350-400 бп. Ключевой особенностью кредитного профиля банка является текущий контроль АСВ, а также высокая вероятность его сохранения в обозримой перспективе. Выпуск Российского Капитала является первой попыткой размещения банка рейтинговой категории В1/В+ после двухмесячного перерыва, на который пришлось повышение ставок ЦБ и пик девальвации рубля – с этой точки зрения выпуск определенно привлекает к себе внимание. Последние размещения в этой рейтинговой категории были представлены годовыми выпусками Татфондбанк БО-11 (07/10, УТР 12.66%), Пересвет БО-01 (29/09, УТР 13.65%), Российский Капитал БО-01 (вторичное, 29/09 УТР 12.34%), проходившими в широком диапазоне спредов к годовым ОФЗ: 380-500 бп. За прошедшее время ставки ОФЗ в районе годовой дюрации подросли, как минимум, на 120 бп с 8.75% в начале октября до текущих 9.95%. Таким образом, с учетом произошедшего на рынке сдвига ставок, справедливый уровень доходностей для банковского риска рейтинговой категории В1/В+, на наш взгляд, может начинаться с уровня около 14%, что близко к верхней границе диапазона, заявленного к размещению выпуска Российского Капитала. В этом случае премия к выпускам банков первого эшелона, размещенным в последние дни или находящимся в процессе маркетинга, составит те же 150 бп, которые платили В1/В+ банки в течение «окна» на первичном рынке конца сентября – начала октября этого года.

**Российский Капитал БО-02****Основные параметры выпуска**

Эмитент	АКБ "РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ" (ОАО)
Рейтинг эмитента	В+ (Fitch)
Ломбардный список ЦБ	Соответствует требованиям
Объем выпуска	3 000 млн. руб.
Срок обращения	5 лет
Купонный период	182 дня
Оферта	Через 1 год @ 100%
Ориентир по купону	13.00-13.50% годовых
Ориентир по УТР	13.42-13.96% годовых
Дюрация	0.97 года
Тип размещения	Букбилдинг
Закрытие книги (предварительно)	26 ноября 2014 г.
Размещение на ФБ ММВБ (предварительно)	28 ноября 2014 г.
Организатор	БК Регион

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

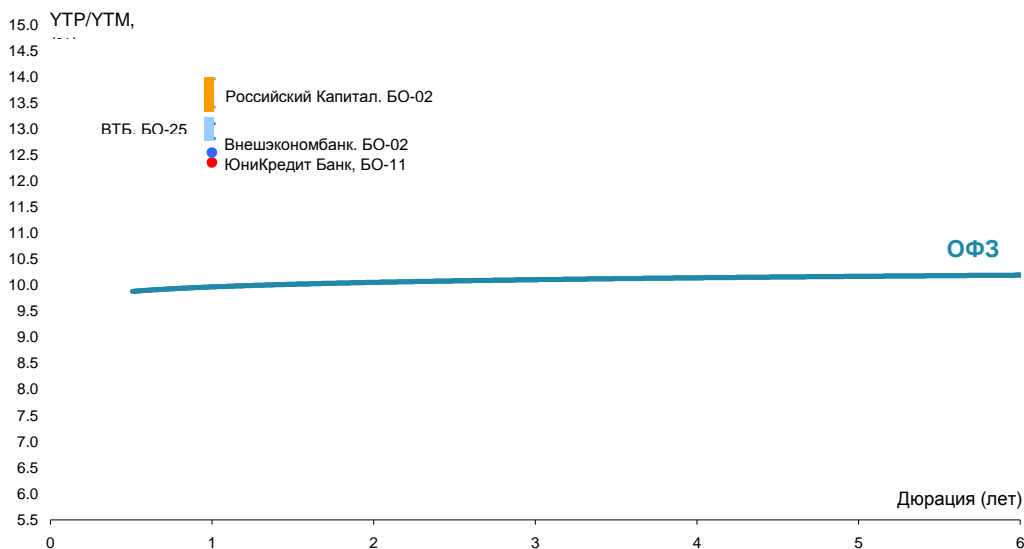
Выпуск	Рейтинг, S&P/MF	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погащение
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	12.36	20.11.2014	26.11.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	12.55	19.11.2014	27.11.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
Банк Российский Капитал, БО-02	- / - / B+	да	3 000	13.42-13.96	26.11.2014	28.11.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д	26.11.2014	28.11.2014	н/д	1 г / 5 лет
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д	26.11.2014	28.11.2014	н/д	1 г / 5 лет
Банк ВТБ, БО-25	BBB- / Baa3 / -	да	5 000 - 10 000	12.82-13.10	26.11.2014	03.12.2014	нет / 1 г	1 г / 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/MF	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
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
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 / 99.2%	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



# 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](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto: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](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Макроэкономика  
Макроэкономика/кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Акции

Акции  
Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

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

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин  
Фарида Ахметова  
Марина Никишова  
Вера Панова  
Алексей Басов

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)  
[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto: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.