

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

Башнефть (-/Ba1/BB): нейтральная финансовая отчетность за 1K15, длинные бумаги компании оценены справедливо

Сегодня Башнефть опубликовала финансовую отчетность за прошлый квартал, мы нейтрально оцениваем раскрытые данные. Так, выручка компании снизилась в 1K15 на 2.5% г/г (до 142.9 млрд. руб.), тогда как EBITDA выросла на 5% г/г (до 26.7 млрд. руб.). В результате рентабельность по EBITDA выросла до 18.7% (+1.3 пп г/г). Долговая нагрузка Башнефти к концу 1K15 несколько выросла и составила 1.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 1.1x.

Относительно динамики выручки Башнефти отметим, что более низкие долларové цены на нефть и нефтепродукты были, в большей степени, компенсированы сопоставимой по масштабам девальвацией рубля. Сокращение показателя было связано, скорее, со снижением реализации нефтепродуктов на экспорт, объем которой сократился в 1K15 на 15.2% г/г (примерно до 2 млн. тонн), в результате чего общие продажи по этой категории продукции упали на 5.5% г/г (до 4.4 млн. тонн). Вместе с тем, общие продажи сырой нефти в 1K15 выросли почти на треть к уровню прошлого года (до 2.1 млн. тонн), что, однако, не смогло компенсировать негативный эффект падения реализации нефтепродуктов. Отметим, что снижение нефтяных цен было отчасти сглажено тем, что повлекло за собой и некоторое снижение налоговой нагрузки в форме сокращения экспортных пошлин и акцизов. Это и стало основной причиной роста EBITDA и операционной рентабельности Башнефти г/г в прошлом квартале.

В 1K15 компания наращивала оборотный капитал в условиях одновременного сокращения кредиторской задолженности и роста дебиторской задолженности, что, в совокупности с ростом процентных выплат и налоговых платежей, привело к формированию дефицита средств уже на операционном уровне. Так, объем чистых поступлений от операционной деятельности в 1K15 составил -2.7 млрд. руб. (в 1K14 составил 5.1 млрд. руб.). В то же время, капитальные расходы в прошлом квартале выросли более чем на треть г/г и достигли 12.6 млрд. руб. (0.5x EBITDA). С учетом капвложений свободный денежный поток Башнефти еще больше сместился в зону отрицательных значений, составив -15.3 млрд. руб. (рост в 3.6 раза г/г). Еще одним направлением оттока средств в 1K15 стало погашение долга: чистое погашение за прошлый квартал составило 11.2 млрд. руб. И погашение долга, и дефицит средств от инвестиционной и операционной деятельности были профинансированы за счет накопленной на балансе ликвидности, объем которой к концу 1K15 снизился почти в 2 раза к уровню начала года, составив 28.1 млрд. руб.

Долг Башнефти к концу 1K15 снизился на 5.4% к началу года и составил около 158.6 млрд. руб. В то же время, поскольку сокращение долга компании произошло за счет денежных средств на балансе, величина чистого долга выросла на 13.6% по сравнению с началом года (до 130.5 млрд. руб.). В результате, уровень долговой нагрузки компании повысился к концу 1K15 до 1.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 1.1x на начало года), что, впрочем, не так уж критично для компании – показатель сохранился на достаточно умеренном уровне. Что касается влияния на кредитные рейтинги компании последнего отчета, то оно нейтрально – несмотря на некоторое ухудшение, Башнефть с запасом выполняет требования по ключевым финансовым показателям для текущих рейтингов. Напомним, что еще в марте этого года агентство Fitch подтвердило рейтинг Башнефти на уровне “BB” со стабильным прогнозом, а Moody’s в апреле повысило рейтинг компании до суверенного (“Ba1” с негативным прогнозом) после ее перехода в госсобственность.

Короткие выпуски Башнефти с дюрацией менее 1 года предлагают спрэд к ОФЗ около 140-150 бп, что близко к уровням, на которых торгуются выпуски Газпром Нефти (BB+/-/BBB-), что делает последние более привлекательной покупкой. В то же время, облигации Башнефти с дюрацией более 2-х лет торгуются с премией 50-80 бп к аналогичным по дюрации выпускам Газпром Нефти, что справедливо, на наш взгляд.

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 1K15

млрд. руб.	1K15	1K14	%
Выручка	142.9	146.7	-2.5%
Скорректир. EBITDA	26.7	25.5	5.0%
Операционная прибыль	19.4	20.2	-3.9%
Чистая прибыль	11.7	13.9	-16.2%
Рентабельность по скор. EBITDA	18.7%	17.4%	1.3 пп
Операционная рентабельность	13.6%	13.8%	-0.2 пп
Чистая рентабельность	8.2%	9.5%	-1.3 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	26.7	25.4	5.4%
Чистый операцион. денежный пот	(2.7)	5.1	-
CAPEX	12.6	9.3	35.4%
Свободный денежный поток	(15.3)	(4.2)	x3.6

млрд. руб.	1K15	2014	%
Активы	511.3	523.7	-2.4%
в т.ч. ден. средства и депозиты	28.1	52.8	-46.8%
Долг	158.6	167.7	-5.4%
доля краткосрочного долга	12.2%	17.0%	-4.8 пп
Чистый долг	130.5	114.9	13.6%
Капитал	215.3	203.6	5.8%
CAPEX/Ск. EBITDA	0.5x	0.5x	-
(CAPEX+M&A)/Ск. EBITDA	0.5x	0.9x	-
Долг/Ск. EBITDA LTM	1.5x	1.6x	-
Чистый долг/Ск. EBITDA LTM	1.3x	1.1x	-
Ск. EBITDA/Процентные платежи	7.3x	8.5x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.8x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Башнефти в 1K15

тыс. тонн	1K15	1K14	%
Добыча нефти	4 709	4 115	14.4%
Первичная переработка нефти	4 715	5 318	-11.3%
Производств о нефтепродуктов	4 385	4 847	-9.5%
Глубина переработки нефти	83.7%	83.1%	0.6 пп
Выход светлых нефтепродуктов	68.6%	58.6%	10.0 пп

Источник: Данные Компании

Первичный рынок

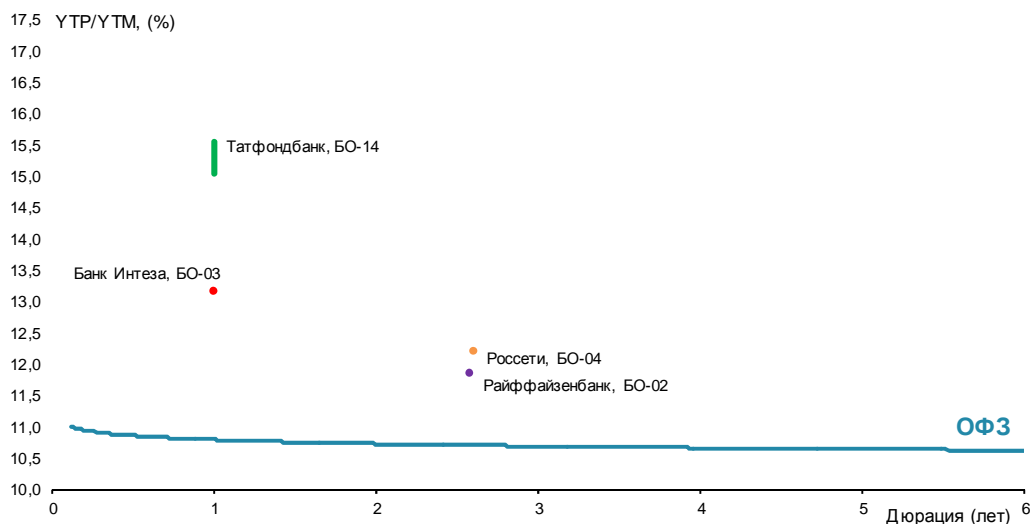
Выпуск	Рейтинг, S&P/MF	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Россети, БО-04	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	12.20	03.06.2015	08.06.2015	нет / 2.60 г	3 г / 10 лет
Банк Интеза, БО-03	- / Ba2 / -	да	5 000	13.16	04.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 3 г
Татфондбанк, БО-14	B / B2 / -	да	2 000	15.03-15.56	05.06.2015	10.06.2015	нет / 1 г	1 г / 10 лет
Полипласт, БО-02	NR	нет	1 000	н/д	08.06.2015	10.06.2015	да / н/д	нет / 3 г
Райффайзенбанк, БО-02	BB+ / Ba2 / BBB-	да	10 000	11.84	05.06.2015	11.06.2015	нет / 2.58 г	нет / 3 г
Банк Национальный Стандарт, БО-01	B / B3 / -	да	1 500	н/д	09.06.2015	11.06.2015	н/д	н/д / 3 г
Бинбанк, БО-10	B / - / -	да	3 000	н/д	08.06.2015	н/д	н/д	н/д / 6 лет
Бинбанк, БО-11	B / - / -	да	3 000	н/д	08.06.2015	н/д	н/д	н/д / 6 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
МРСК Центра, БО-02	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.81	05.06.2015	нет / 2.59 г
МРСК Северо-Запада, БО-01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	12.81	05.06.2015	нет / 2.59 г
Синергия, БО-04	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	15.03	04.06.2015	да / 1.60 г
Энел Россия, БО-05	- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.47	04.06.2015	нет / 2.60 г
Энел Россия, БО-06	- / Ba3 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.47	04.06.2015	нет / 2.60 г
ИНГ Банк (Евразия), БО-05	- / Ba2 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	13.10-13.37	12.55	03.06.2015	нет / 1.39 г
Бинбанк, БО-14	B / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	03.06.2015	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-14	- / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.68	02.06.2015	нет / 1 г
Башнефть, БО-04	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.36	01.06.2015	нет / 3.89 г
Банк "Образование", 01	- / B3 / -	да	1 400	н/д / 100%	н/д	15.03	29.05.2015	1 г / 3 г
Ростелеком, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.36	12.04	29.05.2015	нет / 1.84 г
ГСС, БО-05	- / - / BB-	да	3 000	н/д / 100%	16.64-17.18	17.07	28.05.2015	нет / 1.78 г
Металлоинвестбанк, БО-02	- / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.56-16.10	15.03	28.05.2015	нет / 0.50 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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@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.