

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Газпром нефть (BBB-/Baa2/BBB): позитивная отчетность по итогам 1П14, в ходе последних распродаж евробонды компании выглядели лучше рынка

Вчера Газпром нефть опубликовала финансовую отчетность и операционные результаты по итогам 1П14. Мы позитивно оцениваем раскрытые показатели. По итогам 1К14 компания увеличила добычу углеводородов на 4% г/г (до 31.8 млн. тонн нэ), производство нефтепродуктов выросло сопоставимо – на 4.5% г/г (до 21 млн. тонн). Нефтедобыча выросла на 2.1% г/г (до 25.4 млн. тонн), добыча газа – на 12.4% г/г (до 8.1 млрд. кубометров). Выручка и EBITDA компании показали хорошие темпы роста в 1П14, увеличившись на 13.9% г/г (до 814.5 млрд. руб.) и на 16.2% г/г (до 162.9 млрд. руб.) соответственно. В итоге, рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне прошлого года, составив 20% (+0.4 пп г/г). Долговая нагрузка Газпром нефти по состоянию на конец 1П14 также не изменилась по сравнению с началом года. Отношение чистого долга к показателю EBITDA LTM сохранилось на уровне 0.6х, несмотря на увеличение величины долга компании на 17.7% (до 369.5 млрд. руб.) по сравнению с началом года. Этому способствовали рост EBITDA в 1П14, а также увеличение запаса ликвидности на балансе Газпром нефти (объем денежных средств и краткосрочных депозитов вырос на 19.5% к началу года).

Рост выручки Газпром нефти в 1П14 был традиционно обеспечен, прежде всего, за счет увеличения объема продаж нефтепродуктов (рост на 7.4% г/г – до 24.1 млн. тонн). Наибольший вклад в рост отгрузок внесло увеличение продаж на внутреннем рынке, которые выросли на 12.9% г/г (до 13.4 млн. тонн), тогда объем экспортных поставок сохранился на уровне прошлого года, составив 8.3 млн. тонн (+1.2% г/г). Поддержку росту поступлений от продажи нефтепродуктов оказало и повышение цен: средние цены для отгрузок на внутренний рынок выросли в 1П14 на 6.5% г/г (до 25.4 тыс. руб./тонна), для поставок на экспорт – на 9.1% г/г (до 25.9 тыс./тонна). Продажи сырой нефти в 1П14 заметно сократились, снизившись на 13.4% г/г (до 6 млн. тонн) в натуральных показателях, причиной чего стало, прежде всего, падение отгрузок на экспорт на 11.4% г/г (до 3.8 млн. тонн), а также сокращение поставок в адрес СНГ (были прекращены поставки в Казахстан) на 71.4% г/г (до 0.6 млн. тонн). Около 2/3 объемов «казахской» нефти были перенаправлены на внутренний рынок, в результате продажи внутри страны увеличились более чем в 2.5 раза (до 1.6 млн. тонн). Отметим, что Газпром нефть продолжает планомерно сокращать продажи сырой нефти: по итогам 2013 г. они уже снизились на 20.7% г/г (до 14.2 млн. тонн). Это, вероятно, связано с падающей маржинальностью экспорта сырой нефти, в этих условиях компания нарастила переработку собственной нефти, одновременно снижая закупки нефти для перепродажи. В то же время, выручка от продажи нефти в 1П14 выросла на 7.7% г/г, несмотря на снижение объемов отгрузок, благодаря росту цен по всем направлениям. Так, для внутреннего рынка рост составил 29.8% г/г (до 12 тыс. руб./тонна), для экспортных продаж – 14.8% (до 27.7 тыс. руб./тонна), для поставок в СНГ – 32.2% (до 14.9 тыс. руб./тонна).

Свободный денежный поток Газпром нефти по итогам 1П14 вырос на 7.3% г/г и достиг 38 млрд. руб. Рост свободного денежного потока компании был обусловлен увеличением операционных поступлений на 15.6% г/г (до 145.6 млрд. руб.) на фоне немного более быстрых темпов роста капитальных расходов (на 18.9% г/г), объем которых в 1П14 составил 107.6 млрд. руб. или 0.7х EBITDA. Свободный денежный поток Газпром нефти был направлен на финансирование ряда M&A-сделок, в том числе по доведению доли компании в «СеверЭнергии» (СП с Новатэком) до 50%, а

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти по МСФО за 1П14

млрд. руб.	1П14	1П13	%г
Выручка	814.5	715.0	13.9%
EBITDA	162.9	140.2	16.2%
Операционная прибыль	115.7	99.9	15.7%
Чистая прибыль	90.5	80.5	12.5%
Рентабельность по скор. EBITDA	20.0%	19.6%	0.4 пп
Операционная рентабельность	14.2%	14.0%	0.2 пп
Чистая рентабельность	11.1%	11.3%	-0.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	156.9	143.1	9.6%
Чистый операцион. ден. поток	145.6	125.9	15.6%
CAPEX	107.6	90.5	18.9%
Свободный денежный поток	38.0	35.4	7.3%

млрд. руб.	1П14	2013	%г
Активы	1 730.5	1 563.6	10.7%
в т.ч. ден. ср-ва и кр. депозиты	152.9	127.9	19.5%
Долг	369.5	313.9	17.7%
доля краткосрочного долга	15.2%	16.7%	-1.5 пп
Чистый долг	216.6	185.9	16.5%
Капитал	1 060.4	998.0	6.2%
CAPEX+M&A	159.8	214.5	-
CAPEX/EBITDA	0.7х	0.7х	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	1.0х	0.7х	-
Долг/EBITDA LTM	1.1х	1.0х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.6х	0.6х	-
Долг/Капитал	0.3х	0.3х	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика основных операционных показателей Газпром нефти за 1П14

	1П14	1П13	%г
Добыча углевод-в, млн. тонн н.э.	31.8	30.6	4.0%
Добыча нефти, млн. тонн	25.4	24.9	2.1%
Добыча газа, млрд. кубометров	8.1	7.2	12.4%
Выпуск нефтепродуктов, млн. тонн	21.0	20.1	4.5%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

также по приобретению 100% доли в «Газпром нефть Шельф» (владеет долей в 18.3% в разработке Приразломного месторождения) и доведения до 100% доли в «Газпромнефть - Аэро Шереметьево». Долг компании к концу 1П14 вырос на 17.7% к началу года и достиг 369.5 млрд. руб., при этом доля краткосрочных обязательств существенно не изменилась, сохранившись на невысоком уровне в 15.2% (-1.5 пп к началу года). Привлеченные средства были использованы для финансирования дивидендных выплат на 7.2 млрд. руб., остальная часть (около 49 млрд. руб.) осела на счетах компании, в результате чего (а также роста EBITDA в 1П14) ее долговая нагрузка осталась на уровне начала года.

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 эскалация кризиса на Украине перечеркнул эти перспективы. Так, недавно все международные агентства ухудшили прогноз по текущим рейтингам компании до «негативного». Мы считаем, что опасения агентств отчасти оправданы в связи с усложнением доступа к новому финансированию со стороны западных банков, а также введенных ограничений на поставку оборудования для российского энергетического сектора. Вместе с тем, то, что Газпром нефть не испытывает сейчас острой нужды в рефинансировании, наоборот, демонстрирует стабильный рост ключевых операционных и финансовых показателей, невысокую долговую нагрузку и большой запас ликвидности, а также не планирует рост инвестиций (все критически важное оборудование для текущих проектов уже закуплено), наводит на мысль, что компанию могут, скорее, наказать за близость к государству и заметно повышает риски политически мотивированных санкций.

Евробонды SIBNEF'22 и SIBNEF'23 в ходе очередной волны распродаж, которая стартовала в середине прошлого месяца, потеряли внушительные 10-11 фигур в цене, достигнув дна в конце прошлой недели. Впрочем, с начала этой недели обе бумаги начали активно восстанавливаться, показав рост котировок на 330 бп. Так, SIBNEF'22 торгуется сейчас по 87.16% от номинала, SIBNEF'23 – по 95.57%. С точки зрения динамики спрэдов, евробонды Газпром нефти на протяжении последних 3-4 недель выглядели лучше рынка, расширив спрэды к кривой UST на 120-130 бп. На текущий момент, бумаги торгуются со спрэдом 430-435 бп к UST, что на 50-60 бп уже максимальных уровней, достигнутых на пике распродаж. Последние крупные сделки в рублевых выпусках Газпром нефти, которые характеризуются невысокой ликвидностью, проходили со спрэдом 50-80 бп к кривой ОФЗ, что стало следствием опережающего роста доходностей суверенных бумаг.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

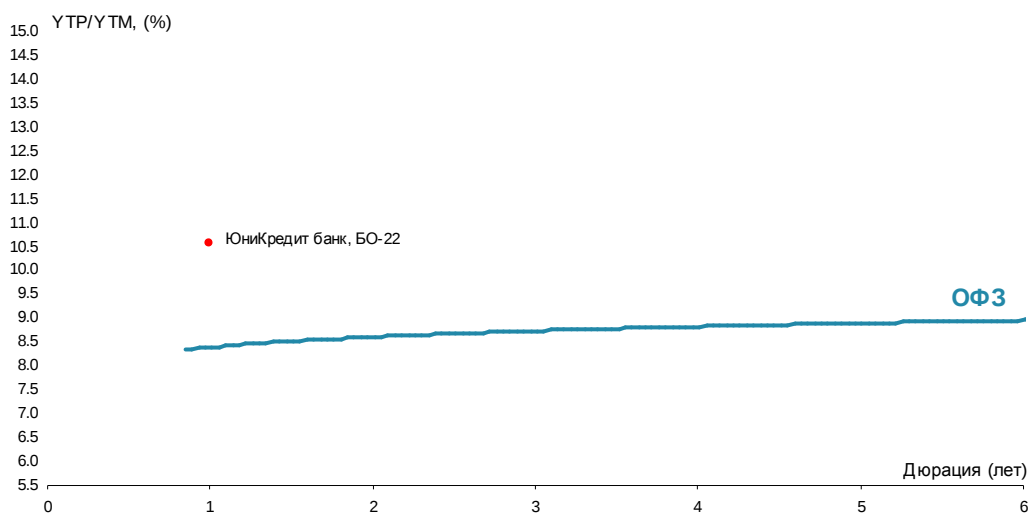
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	---------------------	------------------

Цвета 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	Размещаемый объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.57-10.78	10.57	12.08.2014	нет / 1 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 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
konstantin.pospelov@zenit.ru
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
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
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.