

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Лукойл (BBB-/Baa2/BBB): нейтральный финансовый отчет по итогам 1П14, в бумагах компании по-прежнему не видим идей

В прошлую пятницу Лукойл раскрыл финансовые и операционные результаты по итогам 1П14. Мы нейтрально оцениваем опубликованные данные. Так, выручка в 1П14 ускорила рост до 7.4% г/г (до 73.8 млрд. долл.), тогда как EBITDA показала умеренный, но все же рост – на 3.3% г/г (до 9.4 млрд. долл.). Рентабельность по EBITDA чуть снизилась относительно прошлого года – до 12.8% (-0.5 пп г/г). К концу 1П14 долг Лукойла вырос на 7.6% к началу года и достиг 11.6 млрд. долл., при этом доля краткосрочных обязательств выросла до 23.8%, тогда как на начало года она составляла 12.4%. В то же время, долговая нагрузка компании не изменилась на конец 1П14 по сравнению с началом года, сохранившись на уровне 0.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM. Этому способствовали рост EBITDA в 1П14 и, в большей степени, увеличение запаса ликвидности на балансе компании на 22.9% к началу года (до 2.6 млрд. долл.).

Динамика финансовых результатов Лукойла в 1П14 была обусловлена рядом факторов, основное влияние оказали умеренное снижение цен на нефтепродукты на экспортных рынках и более существенное падение цен темные нефтепродукты на внутреннем рынке, а также ослабление рубля в течение 1П14 (компания продала 20.8% нефти и 17% всего объема нефтепродуктов на внутреннем рынке). Средняя цена реализации нефти за пределы стран Таможенного союза в 1П14 составила 107.7 долл./барр. (+2% г/г), в страны ТС – 51.9 долл./барр. (+5.2% г/г), на локальном рынке – 48.9 долл./барр. (+4.5% г/г). Отгрузки нефти продемонстрировали рост по всем направлениям. Экспортные объемы (без стран ТС) в 1П14 показали наиболее быстрый рост, увеличившись на 38% г/г (до 18 млн. тонн), тогда как поставки в ТС выросли на 23.7% г/г (до 2.6 млн. тонн), на внутренний рынок – в 1.5 раза г/г (до 5.4 млн. тонн). Средняя цена оптовых продаж нефтепродуктов на экспорт по итогам 1П14 осталась на уровне прошлого года (составила 865.8 долл./тонна), тогда как в рознице цена выросла на 2.3% г/г (до 1 673.5 долл./тонна). В то же время, цены на внутреннем рынке снизились: в оптовом звене на 6.6% г/г (до 662.9 долл./тонна), в рознице – на 5.2% г/г (до 1 037.6 долл./тонна). Основной причиной падения цен на локальном рынке в долларовом выражении стало ослабление рубля: по данным Bloomberg, средний курс рубля к доллару в 1П14 снизился на 12.7% г/г. Отгрузки нефтепродуктов, в целом, стагнировали в 1П14. Так, оптовые продажи на экспорт снизились на 2.7% г/г (до 44.4 млн. тонн), а продажи в розницу – на 1.3% г/г (до 3.1 млн. тонн). Продаж на внутреннем рынке в оптовом звене сократились на 1.7% г/г (до 5.2 млн. тонн), а в рознице отгрузки выросли на 4.7% г/г (до 4.5 млн. тонн).

Свободный денежный поток Лукойла в 1П14 продемонстрировал пятикратный рост к уровню прошлого года (здесь, в большей степени, был реализован эффект низкой базы 1П13) и составил 347 млн. долл. Операционные поступления Лукойла в 1П14 остались на уровне прошлого года, составив 7.6 млрд. долл., тогда как объем капложений снизился на 5.2% г/г и составил 7.2 млрд. долл. (0.8x EBITDA). В 1П14 Лукойл освоил порядка половины инвестиционного бюджета на 2014 г., впрочем, по итогам этого года общий инвестиционный бюджет может быть сокращен примерно на 15% от запланированного уровня, что позволит компании сэкономить примерно 2 млрд. долл. Долг Лукойла на конец 1П14 вырос на 7.6% по сравнению с началом года и составил 11.6 млрд. долл., при этом часть привлеченных средств не была израсходована и осела на счетах компании. В результате, не потраченная часть нового долга и свободный денежный поток, за вычетом относящихся к активам на

Ключевые финансовые показатели Лукойла за 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%г
Выручка	73 886	68 823	7.4%
EBITDA	9 432	9 134	3.3%
Операционная прибыль	5 564	6 234	-10.7%
Чистая прибыль	4 137	4 680	-11.6%
Рентабельность по EBITDA	12.8%	13.3%	-0.5 пп
Операционная рентабельность	7.5%	9.1%	-1.5 пп
Чистая рентабельность	5.6%	6.8%	-1.2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	8 179	7 639	7.1%
Чистый операцион. ден. поток	7 562	7 678	-1.5%
CAP EX (включая НМА)	7 215	7 609	-5.2%
Свободный денежный поток	347	69	x5.0

млн. долл.	1П14	2013	%г
Активы	115 879	109 439	5.9%
в т.ч. ден. ср-ва и фин.лож.	2 551	2 075	22.9%
Долг	11 645	10 821	7.6%
доля краткосрочного долга	23.8%	12.4%	11.4 пп
Чистый долг	9 094	8 746	4.0%
Капитал	81 589	78 855	3.5%
CAP EX+M&A	7 436	18 591	-
CAP EX/EBITDA	0.8x	0.8x	-
(CAP EX+M&A)/EBITDA	0.8x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	0.6x	0.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.5x	0.5x	-
Долг/Капитал	0.1x	0.1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Лукойла в 1П14

	1П14	1П13	%г
Добыча углевод-в, млн.барр.н.э.	409.7	397.1	3.2%
Добыча нефти, млн.тонн	46.9	44.7	4.9%
Добыча товарн. газа, млрд.куб.м.	9.8	10.3	-4.4%
Произв-во нефтепрод-в, млн. тонн	31.1	31.0	0.4%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

стадии продажи денежных средств (на 432 млн. долл.), привели к росту ликвидных активов на балансе до 2.6 млрд. долл. (рост на 22.9% к началу года). Это позволило сохранить долговую нагрузку в терминах чистый долг / EBITDA LTM на уровне 4K13, показатель составил 0.5x.

На наш взгляд, отчетность Лукойла за 1П14, в целом, нейтральна для рейтингов компании и свидетельствует о некотором росте операционной рентабельности, низкий уровень которой является, пожалуй, слабым местом кредитного профиля. В то же время, Лукойл сохраняет устойчивый кредитный профиль, благодаря низкой долговой нагрузке и достаточно комфортной структуре долга. Кроме того, S&P, уже снизила во 2K14 рейтинг Лукойла до BBB-/Neg, после аналогичного снижения суверенного рейтинга. В то же время, агентство Fitch ограничилось ухудшением прогноза по рейтингу компании до негативного, что, опять же, стало отражением аналогичных изменений в суверенном рейтинге. Как следствие, мы не ожидаем рейтинговых действий в отношении компании, связанных непосредственно с ее результатами. Такие действия возможны как отражение изменений в суверенных рейтингах России, а также в случае эскалации, либо деэскалации украинского кризиса.

В рамках намечающейся очередной коррекционной волны, спровоцированной в середине прошлой недели обострением украинского кризиса, евробонды Лукойла выглядели несколько хуже рынка, расширив спрэды к кривой UST в пределах 50-70 бп, при этом спрэд короткого LUKOIL'17 расширился до 313 бп к UST, а средний спрэд бумаг с дюрацией более 3-х лет достиг 400 бп UST. С учетом достигнутых уровней доходности, мы не видим идей в бумагах Лукойла: более короткий выпуск LUKOIL'17 торгуется с дисконтом 120 бп к близкому по дюрации ROSNRM'17, тогда как дисконт длинным евробондам Роснефти (BBB-/Baa1/-) и Газпром нефти (BBB-/Baa2/BBB) составляет всего 30-60 бп.

Газпромбанк (BBB-/Baa3/BBB-): умеренно негативные результаты в отчетности за 2K14 г., движение в бумагах на уровне рынка

В конце прошлой недели Газпромбанк опубликовал консолидированные финансовые результаты по МСФО за 2K14, которые мы оцениваем как умеренно негативные. По итогам 2K14 Газпромбанк хоть и вышел в прибыль, в тоже время заметно сократил объемы бизнеса, продемонстрировав при этом негативную динамику по ключевым кредитным метрикам.

Сжатие баланса проходило практически по всем основным статьям активной и пассивной части. В структуре активов наибольшие изменения коснулись ликвидной позиции банка (денежные средства + средства в других банках сократились на 9.1% кв/кв) и объемов кредитования (-1.7% кв/кв), при этом вложения в ценные бумаги были затронуты в меньшей степени (-2.1% кв/кв). Сокращение валового кредитного портфеля было обусловлено преимущественно снижением объемов корпоративного кредитования (-2.2% кв/кв), в то время как розничный сегмент даже немного вырос (+3.7% кв/кв). Отметим, что слабая диверсификация кредитного портфеля, а именно наличие высокой доли кредитов корпоративным клиентам (95.5% в структуре кредитного портфеля), в отличии от других госбанков не позволило Газпромбанку быть столь же гибким к изменениям рыночных реалий. Напомним, что во 2K14 отчитавшиеся ранее ВТБ и Сбербанк сместили приоритеты в сторону ипотечного кредитования, что было продиктовано повышением процентных ставок и желанием банков «спасти от просадки» показатели эффективности. К сожалению, Газпромбанк располагал такой возможностью в куда меньшей степени, доля розницы в кредитном портфеле составляет около 10-12%, в связи с чем, показатель чистой процентной маржи снизился до 3.2% (-0.2 п.п. кв/кв). Одновременно с этим наблюдалось увеличение доли проблемных активов в портфеле, NPL 90+ вырос до 1.2% (+0.1 п.п. кв/кв). Отметим, что показатель мог быть и существенно больше и достичь порядка 1.5%, если бы не значительный объем списаний во 2K14 на сумму 7.6 млрд руб. Хотя стоит сказать, что показатель просрочки банка по-прежнему остается лучшим среди банков первого эшелона. Увеличение суммы списаний и, как следствие снижение резервных отчислений, при поддержке доходов от торгового портфеля ценных бумаг позволило банку выйти «из минуса» и зафиксировать прибыль на уровне 6 млрд руб. Несмотря на положительный результат по сравнению с 1K14, мы все же отмечаем, что итоговый результат банка по-прежнему находится в высокой зависимости от волатильных источников доходов. В пассивной части баланса в большей степени наблюдалось сокращение доли оптового фондирования, а именно доли средств от других банков (-7.7% кв/кв), депозитные же средства были

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

Финансовые показатели Газпромбанк по МСФО

млн. руб.	2K14	1K14
Процентные доходы	62 218	60 137
Чист. % доходы	22 165	25 076
Комиссионный доход	2 666	2 380
Административные расходы	(13 120)	(13 637)
Чистая прибыль	6 330	(3 705)
Ликвидная позиция	601 548	661 668
Вложения в ценные бумаги	346 382	354 225
Чист. осудная задолженность	2 423 556	2 464 417
ВСЕГО АКТИВЫ	3 811 320	3 915 632
Капитал	392 701	395 525
Оптовое фондирование	865 506	936 854
Средства клиентов	2 290 257	2 308 834
Достаточность капитала 1 уровня	9.0%	8.9%
Достаточность капитала	12.5%	12.6%
Чистая % маржа	3.2%	3.4%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы *	0.23	0.24
Cost-to-Income	0.41	0.47
NPL 90+/Кред. портфель	1.2%	1.1%
Резервы/Кредитный портфель	3.6%	3.5%
Резервы/NPL 90+	300.0%	318.2%
ROaE	6.4%	-3.7%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

сокращены не столь существенно (-0.8% кв/кв), увеличив тем самым долю в структуре пассивов до 60%.

В связи с негативным новостным фоном из Украины на прошлой неделе прошли массовые распродажи евробондов и рублевых выпусков. На рынке евробондов выпуски Газпромбанка двигались на уровне рынка, расширение спредов вдоль все кривой составляло порядка 80-100 бп. к UST. На рублевом рынке средний спред к кривой ОФЗ по бумагам Газпромбанка даже сузился до 110 бп, что, на наш взгляд, объясняется опережающими темпами роста доходности суверенной кривой и ограниченной ликвидностью на рынке.

ТрансКонтейнер (-/ВАЗ/ВВ+): нейтральная финансовая отчетность за 1П14, бумаги компании малоликвидны

В прошлую пятницу крупнейший ж/д-контейнерный оператор опубликовал отчет за 1П14, который мы, в целом, оцениваем нейтрально. По итогам 1П14 компания отразила в отчетности сопоставимые темпы снижения финансовых результатов. В 1П14 выручка (за вычетом услуг соисполнителей) сократилась на 16.3% г/г (до 10.1 млрд. руб.), показатель EBITDA – на 16.4% г/г (до 10.1 млрд. руб.), а рентабельность по EBITDA составила 40.8% (-0.1 пп г/г), сохранившись на уровне прошлого года. В то же время, несмотря на снижение EBITDA, долговая нагрузка ТрансКонтейнера к концу 1П14 снизилась до 0.5х в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 0.7х на начало года). Снижение уровня долговой нагрузки компании произошло благодаря сокращению величины долга, которая к концу 1П14 уменьшилась до 7.7 млрд. руб. (-9.3% к 4К13), а также вследствие увеличения ликвидных активов на балансе: их объем вырос на 43.3% к началу года и достиг около 2.7 млрд. руб.

Заметное снижение выручки г/г, демонстрируемое компанией в течение всего 1П14, в большей степени обусловлено деkonsолидацией финансовых результатов КеденТрансСервис (СП в Казахстане), в меньшей степени – ухудшением ценовой конъюнктуры на рынке контейнерных перевозок в условиях продолжающегося замедления экономики. В то же время, в 1П14 грузооборот ТрансКонтейнера вырос на 2.2% г/г (до 716.9 тыс. TEU), отыграв потери прошлого года. Рост грузооборота произошел по всем направлениям, кроме импортных перевозок, которые снизились на 20.3% г/г (до 105.3 тыс. TEU) из-за удорожания импорта на фоне ослабления рубля. Падение импортных перевозок привело к удлинению сроков оборачиваемости контейнеров на 21.6% г/г (до 31 дня), тогда как оборачиваемость ж/д-платформ выросла только на 3.6% г/г (до 14.2 дня). В то же время, порожний пробег контейнеров и платформ в 1П14 сохранился на уровне прошлого года, составив 29.1% (-0.9 пп г/г) и 6.5% (+0.1 пп г/г) соответственно. Объем доходных перевозок ТрансКонтейнера в 1П14 вырос на 4.5% г/г (до 557 тыс. TEU), доля компании в совокупных контейнерных перевозках железнодорожным транспортом по сети РЖД немного сократилась по сравнению с прошлым годом – до 45.6% (-2.1 пп г/г).

По итогам 1П14 операционный денежный поток ТрансКонтейнера сохранился на уровне прошлого года, составив около 3.6 млрд. руб. (+3% г/г). В то же время, объем капитальных расходов в 1П14 показал весьма заметный рост к предыдущему году (более чем в 1.5 раза к 1П13) и достиг 2.1 млрд. руб. (0.5 х EBITDA). Согласно комментарию менеджмента, в 1П14 компания практически выполнила программу закупку новых вагонов на 2014 г. Вместе с тем, ТрансКонтейнер подтвердил общий план по инвестициям на текущий год в размере 5.3 млрд. руб. (0.6 х EBITDA LTM). Опережающий рост капвложений в 1П14 привел к снижению величины свободного денежного потока компании на треть по сравнению с прошлым годом – до 1.4 млрд. руб. Свободный денежный поток за 1П14 был направлен на сокращение долговой нагрузки: примерно половина была использована для погашения долга, остальное – поступило на счета ТрансКонтейнера. В итоге, величина чистого долга компании к концу 1П14 снизилась почти на четверть к началу года и составила около 5 млрд. руб., что позволило, даже в условиях падения EBITDA, понизить уровень долговой нагрузки до 0.5х чистый долг / EBITDA (против 0.7х на начало года). Подводя итог, отметим, что компания по итогам 1П14 сохраняет высокий уровень ликвидности и по-прежнему обладает весьма устойчивым кредитным профилем.

Облигации ТрансКонтейнера никогда не отличались особой ликвидностью, что лишь усугубилось в текущих кризисных условиях. Биды в коротком полугодием выпуске компании транслируются в спред около 170 бп к кривой ОФЗ, тогда как длинный выпуск компании с дюрацией около 2.5 г малоликвиден.

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Ключевые финансовые показатели ТрансКонтейнера за 1П14

млн. руб.	1П14	1П13	%г
Выручка*	10 069	12 034	-16.3%
EBITDA	4 108	4 916	-16.4%
Операционная прибыль	2 681	3 726	-28.0%
Чистая прибыль	2 079	2 777	-25.1%
Рентабельность по EBITDA	40.8%	40.9%	-0.1 пп
Операционная рентабельность	26.6%	31.0%	-4.3 пп
Чистая рентабельность	20.6%	23.1%	-2.4 пп
Операц. денеж. поток до измен. в ОК	3 819	4 773	-20.0%
Чистый операцион. денеж. поток	3 570	3 465	3.0%
CAPEX	2 126	1 308	62.5%
Свободный денежный поток	1 444	2 157	-33.1%

млн. руб.	1П14	2013	%г
Активы	48 114	46 976	2.4%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	2 700	1 884	43.3%
Долг**	7 655	8 438	-9.3%
доля краткосрочного долга	24.0%	20.8%	3.2 пп
Чистый долг**	4 955	6 554	-24.4%
Капитал	32 173	31 479	2.2%
CAPEX/EBITDA	0.5х	0.7х	-
Долг/EBITDA LTM	0.8х	0.8х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.5х	0.7х	-
Долг/Капитал	0.2х	0.3х	-

* - 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 1П14

	1П14	1П13	%г
Грузооборот (тыс. TEU), в т.ч.	716.9	701.3	2.2%
внутренние перевозки	356.9	343.1	4.0%
экспортные перевозки	193.2	180.3	7.2%
импортные перевозки	105.3	132.2	-20.3%
транзитные перевозки	61.5	45.8	34.3%
Оборачиваемость контейнеров, дн.	31.0	25.5	21.6%
Оборачиваемость ж/д-платформ, дн.	14.2	13.7	3.6%
Порожний пробег контейнеров	29.1%	30.0%	-0.9 пп
Порожний пробег ж/д-платформ	6.5%	6.4%	0.1 пп

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Совкомфлот (BB+/Ba2/BV): слабая финансовая отчетность за 1П13, долговая нагрузка на новой высоте, а евробонд компании вряд ли имеет потенциал сужения спреда

На прошлой неделе Совкомфлот (BB+/Ba2/BV), один из крупнейших операторов танкерного флота, опубликовал финансовый отчет за 1П13. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. Компания продолжает испытывать негативное влияние со стороны рыночной конъюнктуры, а уровень её долговой нагрузки оказался на новых высотах.

Выручка Совкомфлота в тайм-чартерном эквиваленте и долларовом выражении снизилась на 8.5% г/г, движимая в основном ценовыми факторами: средние значения индексов танкерного фрахта за тот же период потеряли 8-10% в годовом сопоставлении. Поддержку компании оказывает работа по долгосрочным контрактам, нивелирующая ценовые «провалы» на спотовом рынке, а также развитие в сегментах обслуживания шельфовых проектов, и перевозок газа. Рентабельность Совкомфлота снижалась на фоне роста эксплуатационных и SG&A-расходов: на уровне EBITDA компания потеряла 6 пп маржи в годовом сопоставлении. Инвестиционная активность компании была традиционно высока: отношение CAPEX / EBITDA составляло 1.2х, а полугодие компания завершила в области отрицательного свободного денежного потока. Дефицит ликвидности был покрыт за счет увеличения кредитного плеча: рост чистого долга компании превысил 11% с начала года. В итоге долговая нагрузка Совкомфлота в терминах Ч.Долг/EBITDA LTM увеличилась до уровня 7.3х. В отношении долга по-прежнему позитивно смотрится разве что его срочная структура: доля краткосрочного долга немногим превышает 10%, а его сумма на 2/3 обеспечена имеющейся на балансе ликвидностью.

Ситуация с долгом Совкомфлота, по-видимому, увеличивает вероятность негативных рейтинговых действий в отношении компании в перспективе ближайших месяцев. В своих прошлых оценках агентства закладывали более позитивные сценарии развития рынка танкерных перевозок и ожидали стабилизации или возобновления роста ставок фрахта в 2013г. Текущие же показатели долговой нагрузки компании существенно превосходят ориентиры, принятые в качестве пороговых для текущих рейтингов (левередж по EBITDA и FFO на уровне 5.5х и 4.5х соответственно, против текущих 7.3х и 5.5х). При этом, ценовое оживление на рынке танкерного фрахта, где текущие спотовые цены превышают средние за 2012г. на 10-12%, и развитие бизнеса на шельфе и в секторе перевозок СПГ вряд ли найдут быстрое отражение в финансах компании.

Спрэд евробонда SCFRU17 к выпуску РЖД RURAIL17 на сегодня находится на уровне среднегодовых значений и составляет порядка 170 бп, против минимумов в 100 бп, достигнутых в феврале этого года. Пока мы не видим предпосылок для сужения спреда SCFRU17.

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота по МСФО за 1П13

млн. руб.	1П13	1П12	%%
Выручка (тайм-чартерный эквивалент)	13 051	14 271	-8.5%
EBITDA	6 009	7 464	-19.5%
Операционная прибыль	1 345	3 261	-58.8%
Чистая прибыль	-449	1 561	-
Рентабельность по EBITDA	46.0%	52.3%	-6.3 пп
Операционная рентабельность	10.3%	22.9%	-12.5 пп
Чистая рентабельность	-3.4%	10.9%	-14.4 пп
Денежный поток до измен. в обор. кап.	8 934		
Чистый операционный денеж. поток	7 390	7 512	-1.6%
CAPEX	7 503	6 918	8.5%
Свободный денежный поток	(113)	594	-
млн. долл.	1П13	2012	%%
Активы	210 768	196 197	7.4%
в т.ч. денеж. сред-ва и депозиты	7 124	9 369	-24.0%
Долг*	97 205	90 557	7.3%
доля краткосрочного долга	10.7%	9.9%	0.7 пп
Чистый долг*	90 081	81 188	11.0%
Капитал	102 483	93 430	9.7%
CAPEX/EBITDA	1.2х	1.0х	-
Долг/EBITDA LTM	7.8х	6.5х	-
Чистый долг/EBITDA LTM	7.3х	5.8х	-
EBITDA/Процентные платежи	3.5х	3.5х	-
Долг/Капитал	0.9х	1.0х	-

* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Аэрофлот (Fitch: BB-/Stable): слабый финансовый отчет по итогам 1П14, единственный выпуск компании малоликвиден

В конце прошлой недели крупнейшая российская авиакомпания опубликовала финансовую отчетность по итогам 1П14. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. Выручка Аэрофлота в 1П14 выросла на 9.4% г/г (до 140.3 млрд. руб.), тогда как показатель EBITDA просел сразу на 28.1% г/г (до 6.9 млрд. руб.). В результате, рентабельность по EBITDA компании опустилась ниже уровня в 5%, составив 4.9% (-2.6 пп г/г). Уровень долговой нагрузки Аэрофлота к концу 1П14 показал заметный рост: отношение чистый долг / EBITDA повысилось до 2.6х, тогда как на начало года показатель еще составлял 2.1х. Рост долговой нагрузки стал следствием снижения EBITDA, а также существенного роста долга по сравнению с началом года. Так, на конец 1П14 долг Аэрофлота вырос почти на треть к 4К13 и достиг 111.7 млрд. руб. В то же время, темпы роста долговой нагрузки несколько замедлились благодаря увеличению ликвидных активов на балансе компании: к концу 1П14 их сумма почти удвоилась по сравнению с началом года и составила 36.8 млрд. руб.

Рост выручки Аэрофлота был обусловлен увеличением пассажирооборота: в 1П14 показатель вырос на 4.2% г/г (до 40.9 млрд. пкм) при сохранении стабильной загрузки воздушных судов (занятость кресел составила 75.7%). Дополнительный позитивный эффект на динамику выручки оказало и ослабление рубля в течение 1П14. Вместе с тем, операционные расходы компании в 1П14 продемонстрировали опережающий рост – на 15.2% г/г (до 141.7 млрд. руб.), в результате чего компания отразила убыток уже на уровне операционной прибыли. В составе операционных расходов быстрее всего росли расходы на ФОТ (+13.8% г/г), авиатопливо (+8.9% г/г) и расходы на операционную аренду и обслуживание воздушных судов (в сумме – на 14.2% г/г). Операционные поступления Аэрофлота в 1П14 выросли на 21.6% г/г, достигнув 25.2 млрд. руб. Впрочем, расходы на CAPEX показали куда более быстрый рост, увеличившись в 1.5 раза к уровню прошлого года и составив 10.7 млрд. руб. В результате, свободный денежный поток компании по итогам 1П14 вырос лишь на 5.9% г/г и составил 14.5 млрд. руб. Свободный поток был направлен на пополнение ликвидности на балансе, объем которой вырос почти в 2 раза к уровню начала года, что, впрочем, лишь замедлило темпы повышения уровня долговой нагрузки. Задолженность Аэрофлота к концу 1П14 увеличилась на 30.7% к началу года (до 111.7 млрд. руб.), основной вклад внес рост обязательств по финансовой аренде (на 35.1% к 4К13). Структура задолженности Аэрофлота не сильно изменилась по сравнению с началом года: доля коротких обязательств на конец 1П14 составила 15.3% (против 16.1% к концу 4К13). Отношение чистый долг / EBITDA LTM Аэрофлота к концу 1П14 повысилось до 2.6х, тогда как на начало года показатель составлял 2.1х. В целом, отчетность по итогам 1П14 свидетельствует об ослаблении кредитного профиля компании, однако мы ожидаем, что ее кредитные метрики “выровняются” в течение 2П14, в частности замедление темпов роста операционных расходов позволит Аэрофлоту восстановить рентабельность.

Единственный выпуск Аэрофлота характеризуется невысокой ликвидностью в текущих условиях. Биды по бумаге с дюрацией 1.5 г транслируются в спрэд 160-170 бп к ОФЗ, что находится на уровне более короткого выпуска ТрансКонтейнер 02 с полугодовой дюрацией.

Ключевые финансовые показатели Аэрофлот в 1П14 г

млн. руб.	1П14	1П13	%г
Выручка	140 281	128 180	9.4%
доля выручки от перевозок	86.8%	88.7%	-1.9 пп
EBITDA	6 904	9 597	-28.1%
Операционный (убыток)/прибыль	(1 384)	5 181	-
Чистая прибыль	(1 905)	45	-
Рентабельность по EBITDA	4.9%	7.5%	-2.6 пп
Операционная рентабельность	-	4.0%	-
Чистая рентабельность	-	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	7 030	10 158	-30.8%
Чистый операцион. ден. поток*	25 240	20 749	21.6%
CAPEX (вкл. лизингов. платежи)	10 705	7 025	52.4%
Свободный денежный поток	14 535	13 724	5.9%

млн. руб.	1П14	2013	%г
Активы	257 877	209 184	23.3%
в т.ч. ликвидные активы	36 817	18 933	94.5%
Долг**	111 711	85 442	30.7%
доля краткосрочного долга	15.3%	16.1%	-0.8 пп
Чистый долг**	74 894	66 509	12.6%
Капитал	49 637	54 480	-8.9%
CAPEX/EBITDA	1.6х	0.4	-
Долг/EBITDA LTM	3.8х	2.7х	-
Чистый долг/EBITDA	2.6х	2.1х	-
EBITDA/Процентные платежи	4.7х	11.2х	-
Долг/Капитал	2.3х	1.6х	-

* за вычетом процентных платежей

** включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей компании в 1П14 г

ОАО «Аэрофлот»	1П14	1П13	%г
Пассажирооборот, млн. пкм	31 170	27 781	12.2%
Занятость п/сажирских кресел	76.5%	77.1%	-0.6 пп
Пассажиропоток, тыс. чел.	10 960	9 539	14.9%
Группа «Аэрофлот»	1П14	1П13	%г
Пассажирооборот, млн. пкм	40 930	39 280	4.2%
Занятость п/сажирских кресел	75.7%	76.2%	-0.5 пп
Пассажиропоток, тыс. чел.	15 670	14 143	10.8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Чепрагин Дмитрий
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Банк ФК Открытие (-/Ba3/BV-): позитивные результаты за 2K14., суборды Банка смотрятся на уровне других банков

В прошлую пятницу Банк ФК Открытие (до июня 2014 – НОМОС-Банк), предоставил финансовые результаты по МСФО за 2K14, которые, несмотря на сужение баланса в целом произвели приятное впечатление и подтвердили стабильность финансового профиля банка. Из ключевых моментов отчетности, как отмечалось нами ранее, можно выделить сокращение активов банка, основной причиной которого стало снижение подушки ликвидности на балансе, объема выдачи ссуд другим банкам, а также задолженности по сделкам обратного РЕПО. К слову, без учета ссуд по сделкам обратного РЕПО в структуре валового кредитного портфеля рост портфеля составил порядка 1.2% кв/кв. В тоже время, сокращение активов Банка ФК Открытие не привело к ухудшению показателей прибыльности и эффективности банка, а, напротив, по итогам 2K14 г. наблюдался рост процентных доходов (+4.2 п.п. кв/кв), который не был «съеден» со стороны увеличения стоимости фондирования, что позволило увеличить NIM в 2K14 до 5.4% (+0.3 п.п. кв/кв), а исключение убытка по торговым операциям позволило банку нарастить чистую прибыль до 3.7 млрд руб. (+58% кв/кв), одновременно улучшив показатель ROaE до 13.7% (+4.7 п.п. кв/кв). Отметим, что во 2K14 из ряда торговых операций убыток пришелся лишь на операции с иностранной валютой (-1.4 млрд руб.), что в общем перекрыло доход по другим торговым операциям банка. Также стоит ответить, что Банк ФК Открытие по-прежнему сильно смотрится с точки зрения качества активов. Во 2K14 уровень просроченной задолженности сохранился на уровне 1K14 3.3%, при этом коэффициент покрытия не опустился ниже 3х. Также к сильным сторонам банка можно отнести комфортный уровень достаточности капитала (Total capital ratio – 14.31% и Tier 1 – 10.17%), который сохраняет существенный запас прочности для дальнейшего роста Банка. Условно негативным моментом отчетности является разрыв ликвидности на горизонте 12 мес. в размере 14 млрд руб. (1% активов), который в полной мере может быть перекрыт за счет продажи ликвидных финансовых активов.

На рынке еврообондов расширение спредов по субордам NMOSRM, на наш взгляд, проходило на уровне бумаг других банков, например, выпусков Промсвязьбанка. Так спред по выпускам банка расширились в среднем на 40 бп. На рублевом рынке все выпуски сосредоточены в районе полугодовой дюрации, и хоть и предлагают при этом неплохую премию к кривой ОФЗ, в среднем порядка 315 бп., но все же вряд ли смогут заинтересовать инвестора на фоне волны распродаж на рынке.

Финансовые показатели Банк ФК Открытие по МСФО

млн. руб.	2K14	1K14
Процентные доходы	35 725	34 289
Чист. % доходы	16 669	15 621
Комиссионный доход	3 194	3 622
Чистая прибыль	3 772	2 417
Ликвидная позиция	57 331	85 140
Вложения в ценные бумаги	251 166	233 044
Чист. судная задолженность	866 628	855 564
ВСЕГО АКТИВЫ	1 396 640	1 446 757
Капитал	111 993	107 488
Оптовое фондирование	371 743	383 689
Средства клиентов	789 792	833 661
Достаточность капитала 1 уровня	10.17%	10.13%
Достаточность капитала	14.31%	14.62%
Чистая % маржа	5.4%	5.1%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.27	0.27
Cost-to-income	0.41	0.40
NPL 90+ / Валовый кред. портфель	3.3%	3.3%
Резервы/NPL	103.0%	100.3%
ROaE	13.7%	9.0%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

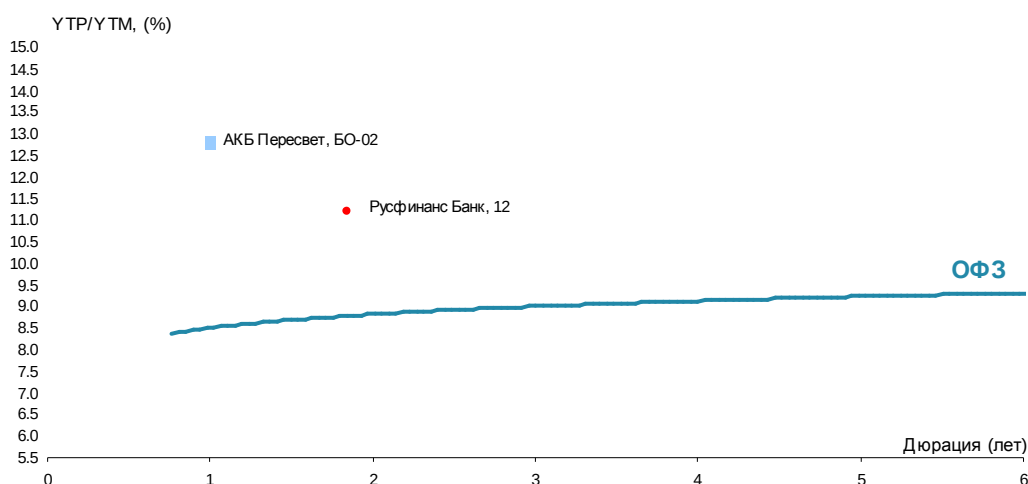
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Русфинанс Банк, 12	BBB- / Ba1 / BBB	да	3 000	11.18	н/д	28.08.2014	нет / 1.85 г	2 г / 5 лет
АКБ Пересвет, БО-02	B+ / B3 / -	да	2 000	12.77-12.88	28.08.2014	29.08.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

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
Хорус Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	13.42	21.08.2014	нет / 3.82 г
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
Стройкилинвест, 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



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.