

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdaikov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Лукойл (BBB-/Baa2/BBB): нейтральный финансовый отчет по итогам 9M14, в бумагах компании по-прежнему не видим идей

Вчера Лукойл опубликовал финансовые и операционные результаты по итогам 9M14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые данные. Так, рост выручки компании за 9M14 составил 7% г/г (до 112.9 млрд. долл.), а EBITDA показала сопоставимый по темпам прирост, увеличившись на 5.9% г/г (до 15.5 млрд. долл.), как следствие рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне прошлого года, составив 13.7%. Объем задолженности Лукойла на конец 3К14 составил около 13.1 млрд. долл., что на 20.8% больше, чем в начале года. В то же время, рост EBITDA за 9M14, а также увеличение ликвидных остатков на балансе компании на конец 3К14 (в 1.5 раза к началу года), компенсировали рост долга с точки зрения уровня долговой нагрузки, который к концу периода сохранился на уровне начала года, составив 0.5x чистый долг / EBITDA LTM.

Динамика финансовых результатов Лукойла за 9M14 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 года (компания продала около 18% всех объемов нефти и нефтепродуктов на внутреннем рынке). Средняя цена реализации нефти за пределы стран Таможенного союза в 1П14 составила 103.2 долл./барр. (-4.2% г/г), в страны ТС – 50.3 долл./барр. (-1% г/г), на локальном рынке – 46.8 долл./барр. (-5.5% г/г). Отгрузки нефти продемонстрировали рост по всем направлениям. Экспортные объемы (без стран ТС) по итогам 9M14 показали наиболее быстрый рост, увеличившись на 58.7% г/г (до 32.6 млн. тонн), тогда как поставки в ТС выросли на 8.3% г/г (до 3.8 млн. тонн), на внутренний рынок – на 35.1% г/г (до 8 млн. тонн). Цена оптовых продаж нефтепродуктов на экспорт за 9M14 осталась на уровне прошлого года (составила 854.9 долл./тонна), тогда как в рознице цена выросла на 1.2% г/г (до 1 664.2 долл./тонна). В то же время, цены на внутреннем рынке снизились: в оптовом звене на 4.9% г/г (до 666.2 долл./тонна), в рознице – на 4.3% г/г (до 986.2 долл./тонна). Основной причиной падения цен на локальном рынке в долларовом выражении стало ослабление рубля: по данным Bloomberg, средний курс рубля к доллару за 9M14 снизился на 12.1% г/г. Отгрузки нефтепродуктов, в целом, стагнировали по итогам 9M14. Так, оптовые продажи на экспорт снизились на 1.9% г/г (до 66.85 млн. тонн), а продажи в розницу – на 1.7% г/г (до 4.85 млн. тонн). В то же время, объем продаж на внутреннем рынке в оптовом звене вырос на 2.2% г/г (до 8.6 млн. тонн), а в рознице отгрузки выросли на 5.8% г/г (до 7.15 млн. тонн).

Свободный денежный поток Лукойла по итогам 9M14 сократился чуть более чем на треть к уровню прошлого года и составил 1 072 млн. долл. Причиной снижения стали более быстрые темпы падения операционных поступлений по сравнению с аналогичным сокращением расходов на капвложения. Так, чистый операционный денежный поток Лукойла за 9M14 снизился на 5.6% г/г (до 12.2 млрд. долл.), тогда как расходы на CAPEX снизились лишь на 1.3% г/г, составив 11.1 млрд. долл. или 0.7x EBITDA за период. По итогам 9M14 Лукойл освоил чуть более ¾ планируемых на год инвестиций, при этом их размер, в итоге, может быть сокращен примерно на 15% от запланированного уровня, что позволит компании сэкономить примерно 2 млрд. долл. Свободный денежный поток был направлен на дивидендные выплаты, объем которых составил около 1.3 млрд. долл. Долг Лукойла к концу 3К14 достиг 13.1 млрд. долл., его рост к уровню начала года составил порядка 20.8%. Вместе с

Ключевые финансовые показатели Лукойла за 9M14

млн. долл.	9M14	9M13	%г
Выручка	112 907	105 560	7.0%
EBITDA*	15 475	14 606	5.9%
Операционная прибыль	8 424	9 891	-14.8%
Чистая прибыль	5 766	7 776	-25.8%
Рентабельность по EBITDA	13.7%	13.8%	-0.1 пп
Операционная рентабельность	7.5%	9.4%	-1.9 пп
Чистая рентабельность	5.1%	7.4%	-2.3 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	12 375	13 032	-5.0%
Чистый операцион. ден. поток	12 198	12 918	-5.6%
CAPEX (включая НМА)	11 126	11 271	-1.3%
Свободный денежный поток	1 072	1 647	-34.9%

млн. долл.	9M14	2013	%г
Активы	116 351	109 439	6.3%
в т.ч. ден. ср-ва и финвлож.	3 043	2 075	46.7%
Долг	13 076	10 821	20.8%
доля краткосрочного долга	23.1%	12.4%	10.7 пп
Чистый долг	10 033	8 746	14.7%
Капитал	82 943	78 955	5.2%
CAPEX+M&A	11 154	18 591	-
CAPEX/EBITDA	0.7x	0.8x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.7x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	0.6x	0.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.5x	0.5x	-
Долг/Капитал	0.2x	0.1x	-

* показатель скорректирован на убытки от выбытия активов и списания, относящиеся к сухим скважинам

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Лукойла за 9M14

	9M14	9M13	%г
Добыча углевод-в, млн.барр.н.э.	625.5	598.1	4.6%
Добыча нефти, млн.тонн	72.0	67.7	6.3%
Добыча товарн. газа, млрд.куб.м.	14.7	15.1	-2.8%
Произ-во нефтепрод-в, млн. тонн	47.8	48.0	-0.5%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

тем, часть привлеченного нового долга не была израсходована и осела на счетах компании, что привело к увеличению ликвидных активов на балансе и, вкуче с ростом EBITDA за период, позволило сохранить долговую нагрузку на достаточно низком уровне начала года – 0.5x в терминах чистый долг / EBITDA LTM.

На наш взгляд, отчетность Лукойла по итогам 9М14, в целом, нейтральна для рейтингов компании. Наиболее слабым местом кредитного профиля компании все еще остается невысокая, в рамках отрасли, операционная рентабельность, при этом сам кредитный профиль остается весьма устойчивым, благодаря невысокой долговой нагрузке и комфортной структуре долга, что становится еще важнее в условиях сильного падения цен на нефть и закрытия западных рынков капитала. В дополнение отметим, что агентство S&P во 2К14 уже снизило 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 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 введения дополнительных санкций.

В рамках очередной коррекционной волны, стартовавшей в начале месяца, все евробонды Лукойла выглядели чуть хуже рынка в целом в терминах спредов к UST. Кривая компании расширила спред к американским госбумагам на 110-120 бп, сейчас евробонды торгуются со спредами в диапазоне 440-480 бп к UST. Бумаги Лукойла сохраняют дисконт к близким по дюрации евробондам Роснефти (BBB-/Baa2/-), что, на наш взгляд, не добавляет привлекательности выпускам Лукойла.

Корпоративные события

Толстошеина Наталья
n.tolstosheina@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

АФК «Система» (ВВ/В1/ВВ-): нейтральная отчетность за 9М14, в настоящее время финансовые результаты не являются определяющими при оценке рисков компании

АФК Система опубликовала финансовые результаты за US GAAP за 9М14, а также проформу финансовых показателей без учета Башнефти и ее дочерней компании – Объединенной нефтехимической компании. Данные проформы свидетельствуют о существенном сокращении масштабов бизнеса компании в связи с отчуждением акций Башнефти, но при этом сохранении достаточно крепкого финансового профиля новой структуры: EBITDA margin АФК Системы по проформе за 9М14 составляет свыше 30%, отношение net debt/EBITDA, по нашим оценкам, – менее 1.5х.

Согласно проформе финансовой отчетности АФК Система без Башнефти и ОНК, за 9М14 выручка компании составила 12 686 млн долл., что более чем в 2 раза ниже консолидированного показателя – 25 899 млн долл., OIBDA – 3 939.4 млн долл. (против 6 302 млн долл.). В то же время, рентабельность АФК Система без учета Башнефти и ОНК выше консолидированного уровня, учитывая более низкую норму прибыли Башнефти по сравнению с оставшимся ключевым активом АФК Система, МТС. В частности, OIBDA margin АФК Система, согласно проформе, составила 31.1% против 24.3%. Кроме того, деконсолидация активов не окажет существенного влияния на показатели долговой нагрузки АФК Система: долг АФК Система по проформе составляет 9 933.5 млн долл. (против консолидированного уровня 14 154 млн долл.), отношение net debt/EBITDA, по нашим оценкам, не превышает 1.5х.

Риски рефинансирования долга на уровне Корпоративного центра мы оцениваем как невысокие, учитывая комфортную структуру погашения долга и большую подушку ликвидности. В частности, по состоянию на 30 сентября 2014 г. совокупный долг Корпоративного центра составил 1 675 млн долл., из которых 173 млн долл. компании предстоит погасить или пролонгировать в 4К14, 259 млн долл. – в 2015 году, 363 млн долл. – в 2016 году, 355 млн долл. – в 2017 году, 525 млн долл. – в 2018 году и позднее. Денежная позиция Корпоративного Центра составляет 1 139 млн долл. и позволяет при необходимости выплатить весь долг с погашением до конца 2016 года.

Кроме публикации отчетности, компании сообщила о начале процесса пересмотра инвестиционной стратегии, портфеля активов и расходов корпоративного центра с целью оптимизации бизнеса. Компания планирует разделить оставшиеся активы на стратегические, которые будет развивать, и холдинговые, которые может продать. Кроме того, АФК Система планирует отложить инвестиции в новые активы до момента окончания конфликта вокруг нефтяной компании.

Несмотря на достаточно хорошее финансовое состояние новой структуры АФК Системы, в настоящее время финансовые результаты не являются определяющими при оценке рисков компании со стороны инвесторов и рейтингового агентства Moody's. В сентябре 2014 г., после предъявления обвинений в легализации имущества при приобретении акций Башнефти мажоритарному акционеру АФК Система, Владимиру Евтушенкову, и его ареста, все три рейтинговых агентства поставили рейтинги АФК Система в список на пересмотр с негативным прогнозом. В ноябре 2014 г. Арбитражный суд удовлетворил иск к АФК Система и ее дочерней компании, ЗАО «Система-Инвест», о возврате принадлежащих им акций в собственность России. Рейтинговые агентства Moody's и S&P отреагировали на решение суда снижением рейтингов АФК Система соответственно на две (с Ba2 до B1) и одну (с BB+ до BB) ступени и присвоили негативный прогноз по рейтингам. В качестве причин понижения рейтинга Moody's отмечает риски дальнейшего давления на АФК Система в связи с решением суда и продолжающимся расследованием приватизации Башнефти, а также факт нахождения под домашним арестом Владимира Евтушенкова. S&P объясняет понижение рейтинга заметным сокращением портфеля активов компании, ухудшением диверсификации бизнеса и снижением объема дивидендного дохода. В текущем уровне рейтингов АФК Системы S&P не учитывает новые значительные финансовые расходы АФК Система в связи с обвинениями в отношении приобретения Башнефти или предъявление обвинений другому менеджменту компании. В свою очередь,

Ключевые финансовые показатели АФК Система по итогам 9М14

млн долл.	9М14	9М13	%
Выручка, в том числе	25 899	26 069	-0.7%
Башнефть	13 065	13 191	-1%
МТС	8 554	9 272	-7.7%
Прочее	4 279	3 607	+18.6%
OIBDA, в том числе	6 302	6 588	-4.4%
Башнефть	2 307	2 387	-3.3%
МТС	3 879	4 156	-6.7%
Прочее	115	46	2.5x
Операционная прибыль	4 034	5 191	-22.3%
Чистая прибыль	2 142	3 162	-32.2%
Рентабельность по OIBDA	24.3%	25.3%	-0.9п
Операционная рентабельность	15.6%	19.9%	-4.3п
Чистая рентабельность	8.3%	12.1%	-3.9п
Операц. денеж. поток до измен. в ОК	5 247	5 382	-2.5%
Чистый операцион. денеж. поток	5 508	5 006	+10%
CAPEX	2 849	2 412	+18.1%
Свободный денежный поток	2 659	2 594	+2.5%
млн долл.	9М14	2013	%
Активы	39 970	43 249	-7.6%
в т.ч. ден. ср-ва и кр. финанс.	3 382	3 778	-10.5%
Долг	14 154	13 275	+6.6%
доля краткосрочного долга	15.7%	18.9%	-3.2п
Чистый долг	10 773	9 497	+13.4%
Капитал	12 284	14 496	-15.3%
CAPEX+M&A	4 625	4 734	-2.3%
CAPEX/OIBDA	0.5x	0.4x	-
(CAPEX+M&A)/OIBDA	0.7x	0.7x	-
Долг/OIBDA LTM	1.6x	1.5x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	1.2x	1.1	-
OIBDA/Процентные платежи	7.1x	7.7x	-
Долг/Капитал	1.2x	0.9x	-

Источник: Отчетность Компании по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

агентство Fitch не стало снижать рейтинги компании, а нахождение рейтингов компании в списке на пересмотр с негативным прогнозом объяснило вероятностью возникновения финансовых претензий к АФК Система (требование о возврате дивидендов, выплаченных Башнефтью АФК Система) и другими рисками, связанными с судебным разбирательством. Таким образом, в случае минимизации политических рисков мы не исключаем повышения рейтингов АФК Системы от Moody's и сохранение рейтингов от S&P и Fitch на текущем уровне.

С начала сентября 2014 г. котировки еврооблигаций компании, AFKSRU'19, опустились со 101% до текущих отметок на уровне 73-76% (по последним сделкам), последние биды стоят по цене около 70% от номинала. Ликвидность в еврооблигациях компании является невысокой. Текущие цены обращающихся на рынке рублевых выпусков АФК Системы также отражают сохраняющиеся риски предъявления новых, в том числе финансовых, претензий к компании. Так, облигации АФК Система 04 с дюрацией 0.57 лет торгуются по цене 87.6% от номинала, что соответствует доходности 34.61% годовых, облигации АФК Система 03 с дюрацией 1.85 года – по 72% от номинала, с доходностью 29.94% годовых.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

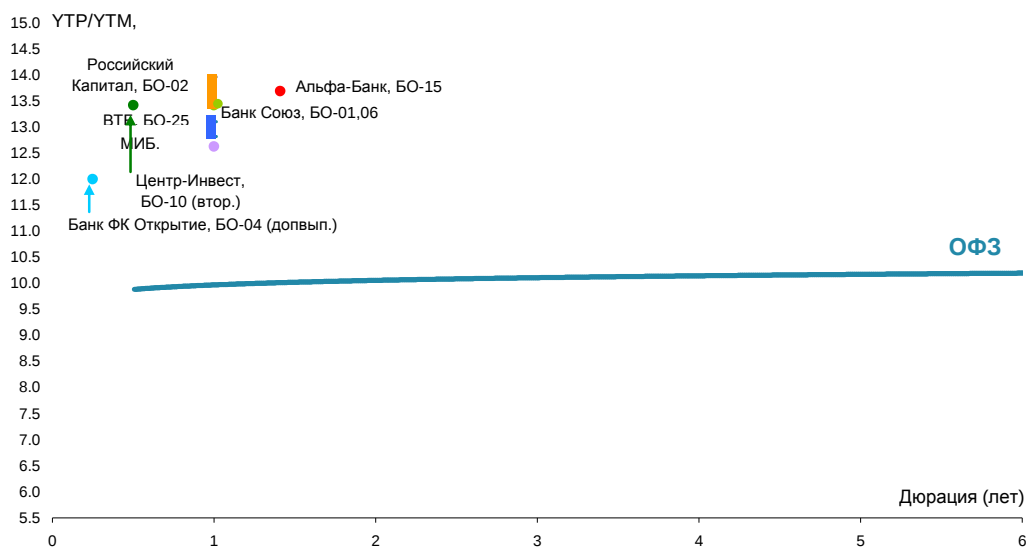
Выпуск	Рейтинг, S&P/MF	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Банк Цент-Инвест, БО-10 (втор.)	- / Ba3 / -	да	2 749	13.42	26.11.2014	TBD	нет / 0.5 г	0.5 г / 4.5 г
Банк Российский Капитал, 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	13.42	26.11.2014	28.11.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	13.42	26.11.2014	28.11.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	13.69	27.11.2014	02.12.2014	нет / 1.41 г	1.5 г / 15 лет
Банк МИБ, TBD	- / A3 / -	да	4 000 - 5 000	12.63	28.11.2014	02.12.2014	нет / 1 г	1 г / 10 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
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	12.00	02.12.2014	04.12.2014	нет / 0.25 г	0.25 г / 2.25

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
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1 г
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



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
 Кредитный анализ
 Акции

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

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@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

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