

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Газпром нефть (BB+/Ba1/BVV-): нейтральные результаты по итогам 2014 г, евробонды торгуются на справедливых уровнях

Вчера Газпром нефть опубликовала финансовую отчетность и операционные результаты по итогам 2014 г. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. По итогам прошлого года выручка компании увеличилась на 12.4% г/г (до 1 690.6 млрд. руб.), EBITDA – на 1.7% г/г (до 342.6 млрд. руб.), что привело к сокращению уровня рентабельности по EBITDA до 20.3% (-2.1 пп г/г). В то же время, долговая нагрузка Газпром нефти по итогам 2014 г значительно повысилась, составив 1.3x в терминах чистый долг / EBITDA (против 0.6x на начало года), что было связано, в основном, с переоценкой валютной части долгового портфеля компании. Тем не менее, даже после столь существенного роста долговая нагрузка сохранилась на приемлемом уровне.

Рост выручки Газпром нефти по итогам 2014 г был традиционно обеспечен за счет увеличения объемов реализации нефтепродуктов (на 5.6% г/г, до 48.3 млн. т). Рост продаж был обеспечен за счет увеличения поставок как на внутренний рынок (+6.6% г/г, до 27.5 млн. тонн), так и отгрузок на экспорт (+7% г/г, до 15.6 млн. тонн). Рост доходов от реализации нефтепродуктов был связан и с увеличением средних цен, которые для отгрузок на внутренний рынок выросли в прошлом году на 6.6% г/г, а для экспортных поставок рост цен составил 5.9% г/г. Продажи сырой нефти в 2014 г снизились на 3.7% г/г (до 13.7 млн. тонн), причиной чего стало сокращение отгрузок в страны СНГ (были прекращены поставки нефти в Казахстан) на 71.4% г/г (до 1.2 млн. тонн). Примерно ¾ «казахской» нефти были перенаправлены на внутренний рынок, в результате продажи внутри страны увеличились более чем в 2 раза (до 4 млн. тонн). Сокращение общих отгрузок нефти сопровождалось также снижением цен на нефть на внутреннем рынке (на 16.4% г/г), тогда как рублевые экспортные цены выросли на 7.7% г/г.

Свободный денежный поток Газпром нефти в 2014 г составил лишь 12.6 млрд. руб., что на 81.5% меньше, чем в 2013 г. Такое сокращение было обусловлено опережающим ростом капитальных расходов на фоне стабильной величины суммы операционных поступлений. Так, чистый операционный денежный поток компании за 2014 г вырос всего на 2.6% г/г (до 284 млрд. руб.), тогда как CAPEX за тот же период вырос почти на треть г/г и достиг 271.3 млрд. руб. (0.8x EBITDA). Свободный денежный поток, а также заемное финансирование (чистое привлечение долга по итогам 2014 г составило 67.1 млрд. руб.) и часть накопленной ликвидности были использованы для финансирования дивидендов (на 50.1 млрд. руб.), а также M&A-расходов. Напомним, что в отчетном периоде Газпром нефть закрыла ряд таких сделок, включая увеличение доли в «СеверЭнергии» (СП с Новатэком) до 50%, приобретение 100% доли в «Газпром нефть Шельф» (владеет долей в 18.3% в разработке Приразломного месторождения), а также получение 100% контроля в «Газпромнефть – Аэро Шереметьево» и приобретение 18.2 % доли в «Газпром Ресурс Нортгаз» (владеет 50% «Нортгазе»).

Величина чистого долга Газпром нефти к концу 2014 г показала кратный рост по сравнению с началом года, увеличившись до 433.6 млрд. руб. (x2.3 к 4K13), что, как мы понимаем, было обусловлено с переоценкой довольно значительной валютной составляющей долгового портфеля из-за существенной девальвации рубля в конце 2014 г. Как результат, на фоне стабильных EBITDA и остатков денежных средств на балансе (израсходованные в течение прошлого года средства скомпенсировала переоценка валютных депозитов), резкий рост долга привел и к скачку долговой

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти по МСФО за 2014 г

млрд. руб.	2014	2013	%
Выручка	1 690.6	1 504.0	12.4%
EBITDA	342.6	336.8	1.7%
Операционная прибыль	212.6	222.2	-4.3%
Чистая прибыль	126.7	186.7	-32.2%
Рентабельность по ск. EBITDA	20.3%	22.4%	-2.1 пп
Операционная рентабельность	12.6%	14.8%	-2.2 пп
Чистая рентабельность	7.5%	12.4%	-4.9 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	334.7	306.9	9.1%
Чистый операцион. ден. поток	284.0	276.7	2.6%
CAPEX	271.3	208.6	30.1%
Свободный денежный поток	12.6	68.1	-81.5%

млрд. руб.	2014	2013	%
Активы	2 097.7	1 563.6	34.2%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	129.8	127.9	1.5%
Долг	563.4	313.9	79.5%
доля краткосрочного долга	10.8%	16.7%	-5.9 пп
Чистый долг	433.6	185.9	x2.3
Капитал	1 129.8	998.0	13.2%
CAPEX+M&A	329.2	214.5	53.5%
CAPEX/EBITDA	0.8x	0.6x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	1.0x	0.6x	-
Долг/EBITDA	1.6x	0.9x	-
Чистый долг/EBITDA	1.3x	0.6x	-
Долг/Капитал	0.5x	0.3x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика основных операционных показателей Газпром нефти за 2014 г

	2014	2013	%
Добыча углевод-в, млн. тонн н.э.	66.3	62.3	6.4%
Добыча нефти, млн. тонн	52.1	50.6	2.9%
Добыча газа, млрд. кубометров	17.7	14.6	21.5%
тонн	41.6	40.6	2.7%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

нагрузки компании, которая повысилась с 0.6x чистый долг / EBITDA на начало года до 1.3x к его концу. Вместе с тем, достигнутый уровень долговой нагрузки даже после шокового повышения по-прежнему сохраняется умеренным.

В прошлом месяце Газпром нефть потеряла инвестиционный рейтинг от двух из трех международных агентств из-за аналогичного снижения суверенного рейтинга. Потеря Россией инвестиционных рейтингов от S&P и Moody's спровоцировало и понижение до «странового потолка» рейтингов ряда корпоративных заемщиков, в число которых попала и Газпром нефть. Кроме того, Fitch еще в январе понизило рейтинг компании на одну ступень (до BBB-) с «негативным» прогнозом, тем не менее рейтинг агентства все еще остается на инвестиционном уровне.

Евробонды SIBNEF'22 и SIBNEF'23 в ходе очередной волны распродаж, которая стартовала в начале этого месяца, потеряли 320-330 бп в цене и попали в число аутсайдеров рынка по динамике спрэдов за этот период. Так, спрэд евробондов к UST расширился примерно на 40-50 бп и составляет сейчас около 460 бп, что даже на 20 бп меньше, чем у близких по дюрации бумаг Роснефти (BBB-/Baa2/-). Что касается рублевых бумаг Газпром нефти, то для них характерна весьма невысокая ликвидность, биды в бумагах с годовой дюрацией транслируются в спрэд к ОФЗ на уровне 140-150 бп, с таким же спрэдом проходили последние крупные сделки в длинных бумагах Газпром нефти. В целом, короткие рублевые выпуски Газпром нефти могут представлять определенный интерес, предлагая премию на уровне MTC (BBB-/Baa3/BB+), то есть высококачественных эмитентов второго эшелона.

Аэрофлот (Fitch: BB-/Stable): существенный рост долговой нагрузки в 2014 году в результате ослабления курса рубля, облигации компании оценены справедливо

Вчера крупнейшая российская авиакомпания, Аэрофлот, объявила финансовые результаты за 2014 год, которые мы оцениваем как довольно слабые. В 2014 году рублевая выручка компании увеличилась на 9.9% г/г, однако в результате опережающих темпов роста операционных расходов снизились EBITDA и EBITDA margin Аэрофлота. Снижение EBITDA и переоценка валютной компоненты долга привели к сильному росту долговой нагрузки: по состоянию на 31 декабря 2014 г. отношение net debt/EBITDA составило 5.9x против 2.1x на 31 декабря 2013 г.

В 2014 году выручка Аэрофлота увеличилась на 9.9% г/г до 319.8 млрд руб., чему способствовал рост пассажиропотока на 10.7% г/г до 34.7 млн человек, а также девальвация рубля. В прошлом году основная статья расходов авиакомпании - на покупку авиационного топлива - выросла сопоставимыми с выручкой темпами, на 10.2% г/г до 87.2 млрд руб. Однако общие операционные расходы Аэрофлота увеличились более заметно - на 13.8% г/г до 308.5 млрд руб., что стало следствием повышения затрат на оплату труда на 15% г/г до 52.1 млрд руб., роста расходов по операционной аренде, на бортовое питание, обслуживание пассажиров и на услуги связи (в пределах 21%-34% г/г), а также прочих расходов (на 62% г/г). В результате, в прошлом году EBITDA Аэрофлота уменьшилась на 22% г/г до 24.8 млрд руб., EBITDA margin - на 3.2 пп до 7.8%. По итогам прошлого года Аэрофлот зафиксировал чистый убыток на 17.1 млрд руб. в результате начисления убытка от курсовых разниц и убытка от изменения справедливой стоимости производных финансовых инструментов совокупным объемом около 20 млрд руб. Кроме того, вследствие начисления резерва по инструментам хеджирования в размере 48.7 млрд руб. (в том числе убытка по топливным опционам на 9.4 млрд руб.), по состоянию на 31 декабря 2014 г. капитал Аэрофлота стал отрицательным.

В 2014 году Аэрофлот аккумулировал 11.3 млрд руб. за счет сокращения чистого оборотного капитала (в 2013 году чистый оборотный капитал практически не изменился), в результате чистый операционный денежный поток вырос на 24.8% г/г до 32.6 млрд руб. За счет данных средств авиакомпания смогла полностью профинансировать расходы на CAPEX (включая лизинговые платежи) на 21.8 млрд руб., выплатить дивиденды, а также частично осуществить предоплату за воздушные суда, общая сумма которой составила 21.4 млрд руб. Для финансирования возникшего дефицита средств Аэрофлот привлекал новые кредиты и займы, что стало одной из причин расширения кредитного портфеля компании в 2014 году. При этом, ключевым фактором роста финансового долга Аэрофлота (в 2014 году совокупный долг вырос в 2 раза до 173.5 млрд руб., чистый долг - в 2.2 раза до 146 млрд руб.) стала переоценка долларовой составляющей кредитного портфеля: в долларах номинировано 98% обязательств по финансовому лизингу, которые составляют около 86% долга. В результате роста

Наталья Толстошеина Кирилл Сычев
n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота за 2014 г.

млн руб.	2014	2013	%
Выручка	319 771	290 956	9.9%
доля выручки от перевозок	86.7%	88.5%	-1.8 пп
ЕВITDA	24 839	31 849	-22.0%
Операционный (убыток)/прибыль	11 268	19 795	-43.1%
Чистая прибыль	(17 146)	7 335	-
Рентабельность по EBITDA	7.8%	10.9%	-3.2 пп
Операционная рентабельность	3.5%	6.8%	-3.3 пп
Чистая рентабельность	-5.4%	2.5%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	31 603	32 944	-4.1%
Чистый операцион. ден. поток*	32 568	26 088	24.8%
CAPEX (вкл. лизингов. платежи)	21 789	14 205	53.4%
Свободный денежный поток	10 779	11 883	-9.3%
млн руб.	2014	2013	%
Активы	277 718	209 184	32.8%
в т.ч. ликвидные активы	27 508	18 932	45.3%
Долг**	173 481	85 442	103.0%
доля краткосрочного долга	19.7%	16.1%	3.7 пп
Чистый долг**	145 973	66 510	119.5%
Капитал	-13 505	54 480	-124.8%
CAPEX/EBITDA	0.9x	0.4x	-
Долг/EBITDA	7x	2.7x	-
Чистый долг/EBITDA	5.9x	2.1x	-
EBITDA/Процентные платежи	5x	9.6x	-
Долг/Капитал	-12.8x	1.6x	-

* за вычетом процентных платежей

** включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

долга и уменьшения EBITDA в 2014 году сильно выросла долговая нагрузка Аэрофлота: отношение net debt/EBITDA увеличилось до 5.9x на 31 декабря 2014 г. против 2.1x на 31 декабря 2013 г. Тем не менее, график выплат по финансовому лизингу мы считаем достаточно комфортным, поскольку около 66% обязательств погашаются не ранее 2018 года. Кроме того, по состоянию на 31 декабря 2014 г. остаток денежных средств на счетах Аэрофлота составил 26.5 млрд руб., невыбранные кредитные линии – 21.6 млрд руб., что достаточно для погашения всего краткосрочного долга в размере 34.3 млрд руб. в случае необходимости. Учитывая данные факты, а также сильные позиции компании на рынке авиаперевозок и контроль со стороны государства, мы оцениваем риски рефинансирования долга Аэрофлота как умеренные, несмотря на существенное увеличение долговой нагрузки в прошлом году.

В мае 2014 г. агентство Fitch подтвердило рейтинги Аэрофлота на уровне «BB-» со стабильным прогнозом, при этом самостоятельную кредитоспособность авиакомпании агентство оценивало на уровне «B+». С учетом заметного ухудшения показателей долговой нагрузки текущий левверидж Аэрофлота, по нашим оценкам, находится в районе нижней границы установленных агентством критериев пересмотра рейтинга, поэтому мы не исключаем вероятность негативных рейтинговых действий в отношении компании в 2015 году, в случае дальнейшего снижения рентабельности и ухудшения параметров пассажиропотока.

В настоящее время на рублевом рынке обращается единственный выпуск облигаций Аэрофлот БО-03 с дюрацией около 1 года. Выпуск отличается невысокой ликвидностью, последние крупные сделки проходили по цене 93% от номинала. Текущие биды по выпуску находятся в районе 92.5%, что соответствует доходности 16.8% годовых и является, по нашему мнению, справедливым уровнем.

Первичный рынок

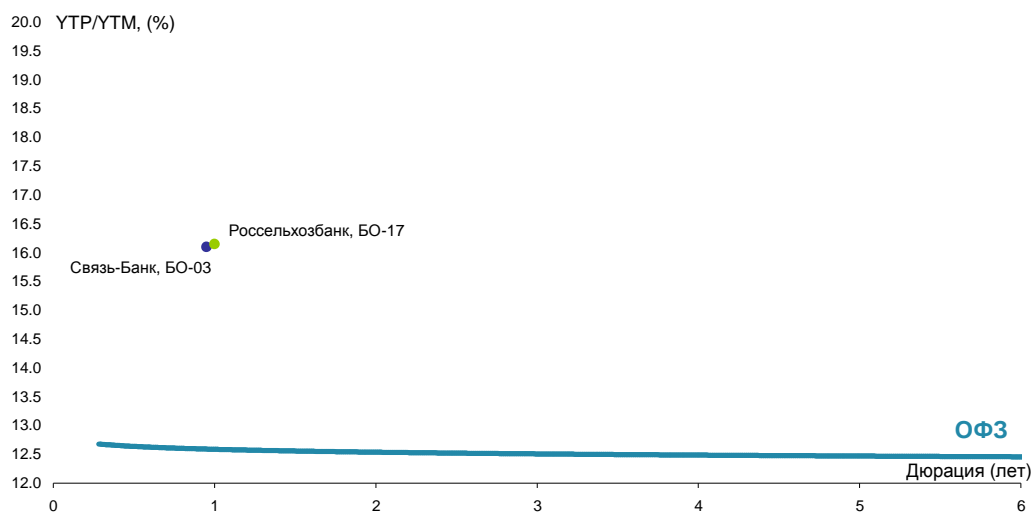
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------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

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
Россельхозбанк, БО-17	- / Va1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1
Связьбанк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 1
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.3
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1



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	Облигации	research@zenit.ru 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	evgenia.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

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.