

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

Роснефть (BB+/Ba1/-): нейтральная финансовая отчетность за 1K15, евробонды компании по-прежнему предлагают неплохую доходность

В прошлую пятницу Роснефть опубликовала финансовые и операционные результаты за 1K15. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, в 1K15 Роснефть нарастила общую добычу углеводородов на 2.1% г/г (до 5.2 млн. барр. нэ в сутки). В то же время, этот прирост был обеспечен полностью за счет увеличения газодобычи, которая выросла на 19.7% г/г (до 1 069 тыс. барр. нэ в сутки), тогда как нефтедобыча чуть снизилась (на 1.6%) к уровню прошлого года (до 4.1 млн. барр. нэ в сутки). Выпуск нефтепродуктов в прошлом квартале показал сопоставимые с добычей темпы снижения, также сократившись на 1.6% г/г (до 23.6 млн. тонн).

Выручка Роснефти по итогам 1K15 снизилась на 6.3% г/г (до 1 288 млрд. руб.), а EBITDA – на 8.3% г/г (до 265 млрд. руб.), в результате рентабельность по EBITDA немного снизилась г/г, составив 20.6% (-0.4 пп). Сокращение выручки в рублевом выражении по итогам 1K15 стало, главным образом, следствием снижения мировых цен на нефть более чем в 2 раза г/г (при стабильных объемах отгрузок), которое не было в полной мере компенсировано ростом внутрироссийских цен (на 10.3% г/г) и девальвацией рубля. Так, выручка от реализации нефти в 1K15 снизилась на 13.2% г/г, тогда как поступления от реализации нефтепродуктов выросли на 4% г/г за счет увеличения физических отгрузок на 4.8% г/г. Небольшое снижение рентабельности в прошлом квартале было сопряжено с опережающим ростом производственных и операционных расходов (на 28.6% г/г), а также расходов на транспортировку (на 23.1% г/г), в то время как налоговое бремя на компанию снизилось (на 16.1% г/г), благодаря эффекту от “налогового маневра”.

Свободный денежный поток Роснефти в 1K15 заметно снизился к уровню 1K14, составив всего 61 млрд. руб. (-88.5% г/г). Это сокращение было вызвано как более низкой суммой операционных поступлений г/г, так и ростом капитальных расходов. Так, чистый операционный денежный поток компании в 1K15 (за вычетом выплат по процентам) сократился на 69.4% г/г (до 194 млрд. руб.), что было связано, главным образом, с тем, что в 1K14 Роснефть получила крупную предоплату по “китайскому контракту” на 431 млрд. руб. Расходы на CAPEX в 1K15 выросли на 25.5% к уровню прошлого, достигнув 133 млрд. руб. или 0.5x EBITDA. Свободный денежный поток в 1K15 был направлен на погашение долга.

Отметим, что в 1K15 Роснефть погашала значительные объемы долга: в общей сумме на 15.9 млрд. долл. (из них 7.2 млрд. долл. окончательное погашение бридж-кредитов, привлеченных для покупки TNK-BP). Вместе с тем, компании удалось рефинансировать около 80% от погашенной в 1K15 суммы, оставшаяся часть была погашена за счет свободного денежного потока и запасов ликвидности на балансе. В результате, общий долг компании к концу 1K15 снизился на 3.9% к началу года и составил 3 272 млрд. руб., при этом его срочная структура мало изменилась – доля коротких обязательств по-прежнему составляет около трети от совокупного долга. В то же время, величина чистого долга Роснефти несколько выросла (на 2.4% к 4K14), что было связано с сокращением запасов ликвидности на балансе компании на 22.2% (до 680 млрд. руб.) по сравнению с началом года. В условиях роста суммы чистого долга и сокращения EBITDA в 1K15 повышение долговой нагрузки к концу прошлого квартала было неизбежным, однако это повышение было умеренным. На начало года отношение чистого долга к EBITDA составляло 2.4x, тогда как к концу 1K15 оно повысилось до 2.5x. Отметим, что в 1K15 Роснефть успешно прошла пик выплат по долгу, во 2K15-4K15 компании предстоит выплатить всего около 15.5

Ключевые финансовые показатели Роснефти по МСФО за 1K15

млрд. руб.	1K15	1K14	%г
Выручка	1 288	1 375	-6.3%
EBITDA	265	289	-8.3%
Операционная прибыль	144	184	-21.7%
Чистая прибыль	56	88	-36.4%
Рентабельность по EBITDA	20.6%	21.0%	-0.4 пп
Операционная рентабельность	11.2%	13.4%	-2.2 пп
Чистая рентабельность	4.3%	6.4%	-2.1 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	295	233	26.6%
Чистый операцион. денежный поток*	194	635	-69.4%
CAPEX	133	106	25.5%
Свободный денежный поток	61	529	-88.5%
млрд. руб.	1K15	2014	%г
Активы	8 517	8 736	-2.5%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	680	874	-22.2%
Долг**	3 272	3 406	-3.9%
доля краткосрочного долга	34.2%	35.7%	-1.5 пп
Чистый долг	2 592	2 532	2.4%
Капитал	2 898	2 881	0.6%
CAPEX+M&A	157	952	-
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.5x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.6x	0.9x	-
Долг/EBITDA LTM	3.2x	3.2x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.5x	2.4x	-
Долг/Капитал	1.1x	1.2x	-

* за вычетом уплаченных процентов

** включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Роснефти в 1K15

	1K15	1K14	%г
Добыча углевод-в, тыс. барр. н.э./сут	5 200	5 092	2.1%
Добыча нефти, тыс. барр./сутки	4 131	4 199	-1.6%
Добыча газа, тыс. барр. н.э./сутки	1 069	893	19.7%
Производство нефтепрод-в, млн. тон	23.6	24.0	-1.6%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

млрд. долл., что меньше выплат за 1K15. Источниками погашения этих обязательств может служить накопленная на балансе ликвидность (680 млрд. руб. на конец 1K15), а также генерируемый компанией денежный поток. Кроме того, Роснефть может вновь использовать схему с размещением рублевых бондов. Так, напомним, что в конце прошлого года Роснефть разместила биржевые облигации на 625 млрд. руб., которые, согласно комментариям компании, были выкуплены, в основном, ее дочерними обществами (обязательства по ним элиминированы в консолидированной отчетности). Мы полагаем, что операции рефинансирования долга Роснефти в 1K15 было в значительной мере произведено посредством РЕПО с собственными биржевыми облигациями.

Рублевые облигации Роснефти малоликвидны, средний спрэд кривой к ОФЗ составляет около 80 бп. Евробонды компании выглядят куда привлекательнее. В рамках этого квартала выпуски Роснефти оказались в числе лидеров по динамике спрэдов к кривой американских госбумаг. Так, короткий ROSNRM'17 сузил спрэд к UST почти на 190 бп (до текущих 390 бп), а длинный ROSNRM'22 – на 170 бп (до 470 бп). Обе бумаги смотрятся сейчас достаточно интересно, на наш взгляд, торгуясь с широкой премией к соответствующим по дюрации бондам Газпрома (BB+/Ba1/BBB-), спрэд к которым составляет 70-100 бп, а также к бондам Лукойла (BBB-/Ba1/BBB-), где премия выпусков Роснефти составляет 90-100 бп.

Первичный рынок

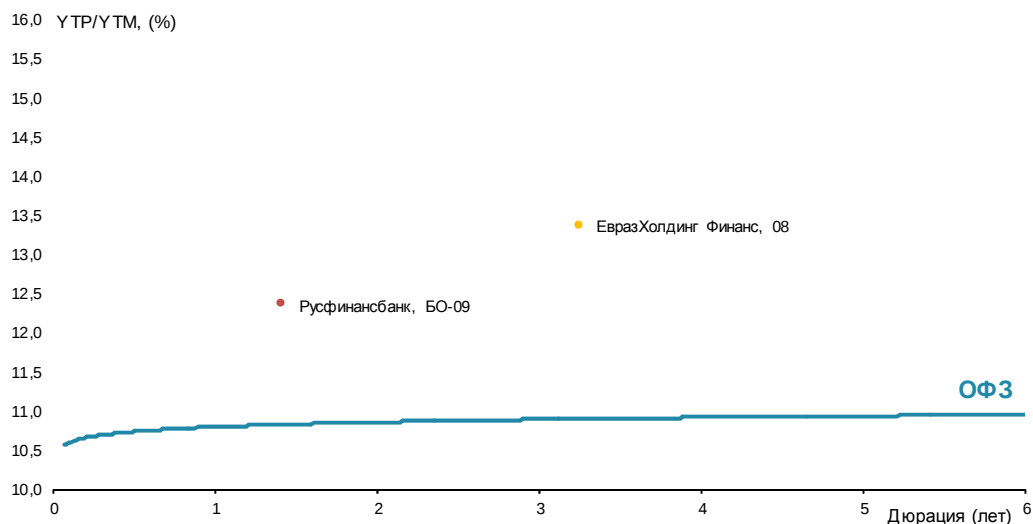
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Русфинансбанк, БО-09	BB+ / Ba2 / BBB-	да	4 000	12.36	26.06.2015	30.06.2015	нет / 1.41 г	1.5 г / 5 лет
ЕвразХолдинг Финанс, 08	BB- / Ba3 / BB-	да	15 000	13.37	25.06.2015	01.07.2015	нет / 3.24 г	4 г / 10 лет
ВЭБ-Лизинг, БО-03	BB+ / - / BBB-	да	5 000	н/д	29.06.2015	01.07.2015	да / н/д	нет / 5 лет

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
МРСК Юга, БО-01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	14.20	22.06.2015	нет / 3.71 г
Камаз, БО-05	- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	13.96	19.06.2015	1 г / 5 лет
Новикомбанк, БО-02	- / B2 / B	да	2 000	н/д / 100%	14.65-15.19	14.76	19.06.2015	1 г / 3 г
Новикомбанк, БО-05	- / B2 / B	да	3 000	н/д / 100%	14.65-15.19	14.76	19.06.2015	1 г / 5 лет
Банк Союз, БО-04	B / - / -	да	1 500	н/д / 100%	н/д	15.03	18.06.2015	нет / 1 г
Башнефть, БО-07	- / Ba1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	н/д / 100%	12.47	11.06.2015	нет / 4.42 г
КБ Национальный Стандарт, БО-01	B / B3 / -	да	1 500	1.1 / 100%	н/д / 100%	15.03	11.06.2015	нет / 1 г
Райффайзенбанк, БО-02	BB+ / Ba2 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	11.73-12.01	11.84	11.06.2015	нет / 2.58 г
Полипласт, БО-02	NR	нет	1 000	н/д / 50%	н/д	16.53	10.06.2015	да / 1.96 г
Бинбанк, БО-10	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	15.03	10.06.2015	нет / 1 г
Бинбанк, БО-11	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	15.03	10.06.2015	нет / 1 г
Бинбанк, БО-12	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	15.03	10.06.2015	нет / 1 г
Бинбанк, БО-13	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	15.03	10.06.2015	нет / 1 г
Нота-Банк, БО-04	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	10.06.2015	нет / 0.5 г
Банк Интеза, БО-03	- / Ba2 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.89-13.16	13.16	10.06.2015	нет / 1 г
Татфонбанк, БО-14	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	10.06.2015	нет / 1 г
Россети, БО-04	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	3.3 / 100%	12.63-12.89	12.20	08.06.2015	нет / 2.60 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

bondsales@zenit.ru

Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации

Максим Симагин
 Александр Валканов
 Юлия Паршина

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
 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.