

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Башнефть (-/Ba1/BV+): нейтральные финансовые результаты за 3К16

В конце прошлой недели Башнефть опубликовала финансовые результаты по итогам 3К16, которые мы оцениваем как нейтральные. С одной стороны, в 3К16 выручка Башнефти увеличилась на 14.1% кв/кв до 161.9 млрд руб. С другой стороны, в 3К16 скорректированная EBITDA сократилась на 12.8% кв/кв до 28.9 млрд руб., а долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM с 0.4x на 30.06.2016 до 0.7x на 30.09.2016.

Основной причиной роста выручки Башнефти в 3К16 кв/кв стало увеличение объема реализации нефтепродуктов и продуктов нефтехимии на 16.6% кв/кв до 4.5 млн тонн. Следует отметить, что в 3К16 среднесуточная добыча нефти компанией сохранилась на уровне 2К16 и составила 424.9 тыс. баррелей в сутки, совокупный объем добычи нефти увеличился на 1.2% кв/кв до 5.4 млн тонн, в то время как переработка нефти выросла на 15.7% кв/кв до 4.7 млн тонн.

В 3К16 операционные затраты Башнефти выросли более существенно по сравнению с темпами роста выручки, на 21.8% кв/кв до 145.3 млрд руб., что было обусловлено значительным увеличением расходов на выплату экспортных пошлин и акцизов (на 42.1% кв/кв до 29.7 млрд руб.), на приобретение нефти, газа и нефтепродуктов (на 31.4% кв/кв до 32.9 млрд руб.), а также производственных и операционных расходов (на 36.1% кв/кв до 27.3 млрд руб.). В результате, в 3К16 скорректированная EBITDA Башнефти сократилась на 12.8% кв/кв до 28.9 млрд руб., EBITDA margin – на 5.5 пп до 17.9%.

В 3К16 расходы Башнефти на CAPEX незначительно изменились по сравнению со 2К16 и составили 21.6 млрд руб. (+3.1% кв/кв). Свободный денежный поток в 3К16 остался в области положительных значений, на уровне 1.4 млрд руб. (-11% кв/кв).

На конец 3К16 совокупный долг Башнефти уменьшился к началу 3К16 на 4.1 млрд руб. до 109.3 млрд руб., в то время как чистый долг увеличился на 25.4 млрд руб. до 80.5 млрд руб., долговая нагрузка Башнефти в терминах net debt/EBITDA LTM - до 0.7x на 30.09.2016 с 0.4x на 30.06.2016. Рост долговой нагрузки был обусловлен выплатой дивидендов в 3К16 на сумму 27.9 млрд руб. Подушка ликвидности Башнефти в виде остатка денежных средств и краткосрочных депозитов заметно снизилась на конец 3К16 с начала 3К16, однако осталась весьма значительной, в размере 28.8 млрд руб., что превышало весь объем краткосрочного долга на сумму 16.1 млрд руб. на 30.09.2016.

После закрытия в октябре 2016 г. сделки по продаже компании Роснефть (BV+/Ba1/-) государственного пакета акций Башнефти, составляющего 50.1% уставного капитала Башнефти, рейтинговое агентство Moody's подтвердило рейтинги компании на уровне «Ba1» с негативным прогнозом, в то время как агентство Fitch поместило рейтинги Башнефти (BV+) на пересмотр с развивающимся прогнозом. По нашим оценкам, опубликованные финансовые результаты Башнефти являются нейтральными для рейтингов Башнефти, при этом в связи со сделкой по продаже контрольного пакета акций Башнефти компании Роснефть мы не исключаем повышение рейтингов Башнефти от Fitch до суверенного уровня в перспективе.

Предоставленные финансовые результаты, на наш взгляд, также нейтральны для котировок облигаций Башнефти. Выпуски оценены справедливо, торгуясь с минимальной премией к бумагам Роснефти.

Ключевые финансовые показатели Башнефти за 3К16 год

млрд руб.	3К16	2К16	%%
Выручка	161.9	141.9	14.1%
Скорректир. EBITDA	28.9	33.1	-12.8%
Операционная прибыль	16.6	22.6	-26.7%
Чистая прибыль	4.6	14.7	-68.3%
Рентабельность по скор. EBITDA	17.9%	23.4%	-5.5 пп
Операционная рентабельность	10.3%	16.0%	-5.7 пп
Чистая рентабельность	2.9%	10.3%	-7.5 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	32.1	33.7	-4.6%
Чистый операцион. денежный пот	23.0	22.5	2.1%
CAPEX	21.6	20.9	3.1%
Свободный денежный поток	1.4	1.6	-11.0%
млрд руб.	9M16	2015	%%
Активы	549.3	520.1	5.6%
в т.ч. ден. средства и депозиты	28.8	38.0	-24.0%
Долг	109.3	136.0	-19.6%
доля краткосрочного долга	14.7%	14.8%	-0,1 пп
Чистый долг	80.5	98.1	-17.9%
Капитал	247.5	244.7	1.1%
CAPEX/Ск. EBITDA	0,7x	0,5x	-
Долг/Ск. EBITDA LTM	0,9x	1,0x	-
Чистый долг/Ск. EBITDA LTM	0,7x	0,8x	-
Ск. EBITDA/Процентные платежи	9,3x	7,7x	-
Долг/Капитал	0,4x	0,6x	-

Источник: Данные Компании

Корпоративные события

Толстошеина Наталья
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

РУСАЛ (Moody's: Ва3/Стабильный): нейтральные финансовые результаты за 3К16

В конце прошлой недели РУСАЛ опубликовал финансовые результаты за 3К16, которые мы оцениваем как в целом нейтральные. В 3К16 выручка увеличилась на 3.9% кв/кв до 2 060 млн долл., EBITDA - на 22.4% до 421 млн долл. Долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM на 30.09.2016 не изменилась по сравнению с началом 3К16 и осталась на высоком уровне в 6.0x.

Основными факторами роста выручки в 3К16 кв/кв стали увеличение объема продаж алюминия на 2.4% кв/кв до 981 тыс. тонн и средних цен реализации алюминия на 2.5% кв/кв до 1 754 долл./тонна. В 3К16 себестоимость производства алюминия практически не изменилась по сравнению с уровнем предыдущих двух кварталов и составила 1 330 долл. за тонну. В то же время, рост цен и объемов реализации, а также оптимизация операционных затрат способствовали увеличению EBITDA в 3К16 кв/кв на 22.4% до 421 млн долл. и EBITDA margin – на 3.1 пп кв/кв до 20.4%.

В 3К16 чистый операционный денежный поток РУСАЛа вырос на 56.4% кв/кв до 255 млн долл. В 3К16 расходы компании на CAPEX также существенно увеличились по сравнению со 2К16 (+93.6% кв/кв до 213 млн долл.), поэтому свободный денежный поток остался незначительным, в размере 42 млн долл. В 3К16 РУСАЛ получил от Норильского никеля дивиденды на сумму 153 млн долл. В то же время, расходы компании по деривативам в 3К16 составили 123 млрд руб.

На конец 3К16 совокупный долг РУСАЛа сократился к началу 3К16 на 212 млн долл. до 8.8 млрд долл., при этом остаток денежных средств на счетах компании также уменьшился (на 187 млн долл. до 525 млн долл.). В результате, чистый долг РУСАЛа на 30.09.2016 практически не изменился к началу квартала и составил 8.3 млрд долл. Долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM на 30.09.2016 осталась высокой, на уровне 6.0x.

Согласно графику погашения долга РУСАЛа на 30.09.2016, в 4К16 компании предстоит погасить либо пролонгировать кредиты и займы на сумму 0.2 млрд долл., в 2017 г. – на 1.2 млрд долл. В октябре 2016 г. компания подписала соглашение с Газпромбанком о предоставлении кредитной линии совокупным объемом 178 млн долл., из которого выбрала 159 млн долл. с погашением через 4 года, и частично выплатила PXF-кредит со сроком погашения в 1П17 на сумму 150 млн долл. Кроме того, остаток денежных средств на счетах компании на 30.09.2016 является достаточным для единовременной выплаты около 40% долга с погашением до конца 2017 г. (с учетом частичного погашения PXF-кредита на сумму 150 млн долл.), что уменьшает риски рефинансирования долга РУСАЛа.

В октябре 2016 г. рейтинговое агентство Moody's присвоило РУСАЛу рейтинг «Ва3» со стабильным прогнозом. По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты, отражающие сохранение высокой долговой нагрузки, являются нейтральными для кредитного рейтинга компании от Moody's.

Самый длинный выпуск по сроку обращения, Русал Братск, о1 (YTP – 12.06%/D – 2.14 г.), по-прежнему предлагает самую высокую доходность в металлургическом сегменте. В этом контексте бумаги могут быть интересным предложением для инвесторов толерантных к риску.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа за 3К16

млн долл.	3К16	2К16	%%
Выручка	2 060	1 982	3.9%
EBITDA	421	344	22.4%
Операционная прибыль	256	198	29.3%
Чистая прибыль/(убыток)	273	135	102.2%
Рентабельность по EBITDA	20.4%	17.4%	3,1 пп
Операционная рентабельность	12.4%	10.0%	2,4 пп
Чистая рентабельность	13.3%	6.8%	6,4 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	422	348	21.3%
Чистый операцион. ден. поток*	255	163	56.4%
CAPEX	213	110	93.6%
Свободный денежный поток	42	53	-20.8%
млн долл.	9M16	2015	%%
Активы	13 599	12 809	6.2%
в т.ч. денежные средства	525	508	3.3%
Долг	8 828	8 880	-0.6%
доля краткосрочного долга	14.7%	15.3%	-0,5 пп
Чистый долг	8 303	8 372	-0.8%
Капитал	2 662	1 391	91.4%
CAPEX/EBITDA	0,4x	0,3x	-
Долг/EBITDA LTM	6,4x	4,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	6,0x	4,2x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3,3x	3,9x	-
Долг/Капитал	3,3x	6,4x	-

*за вычетом уплаченных процентов

Источник: Данные Компании,
Банка ЗЕНИТ

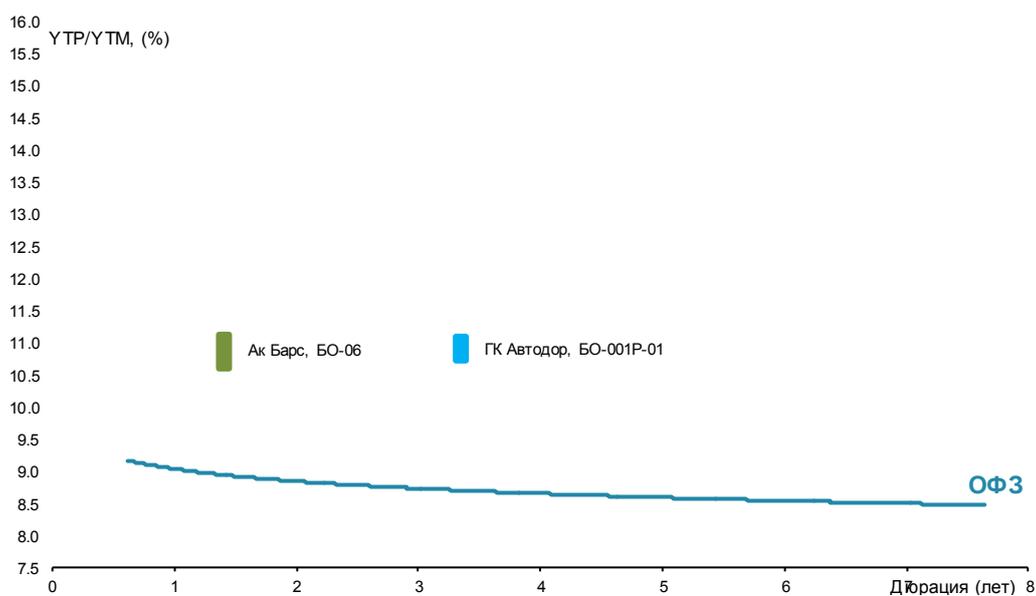
расчеты

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
Ак Барс, БО-06	- / B2 / BB-	да	5 000	10.78-11.20	середина ноября	середина ноября	нет / 1.85 г	2 г / 5 лет
ГК Автодор, БО-001P-01	- / - / BBB-	да	10 000	10.78-11.04	21.11.2016	25.11.2016	нет / 3.36 г	нет / 4 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ,	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Полипласт, БО-03	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	16.64	11.11.2016	нет / 1.39 г
ГК Самолет, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	14.20-14.75	14.20	11.11.2016	нет / 1 г
АФК Система, 001P-04	BB / Ba3 / BB-	да	6 500	н/д / 100%	9.99-10.25	10.04	11.11.2016	нет / 3.4 г
ГТЛК-БО-05 (вторичное)	BB- / Ba2 / BB-	да	3 400	н/д / 100%	11.46	11.46	02.11.2016	нет / 4.95 г
Локо-банк, БО-06 (вторичное)	- / B2 / B+	да	2 294	н/д / 100%	11.98-13.02	12.63	28.10.2016	нет / 0.43 г
ГК Пионер, 001P-01	B- / - / -	нет	3 000	н/д / 100%	14.49-15.03	14.49	01.11.2016	нет / 1.40 г
Башнефть, БО-09	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.52	27.10.2016	нет / 4.72 г
МКБ-Лизинг, 01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	12.89	27.10.2016	нет / 1.41 г
Регион Капитал, БО-06 и БО-07	B- / - / -	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	11.83	21.10.2016	нет / 1.42 г
СУЭК-Финанс, 001P-01R	- / Ba3 / -	да	8 000	1.4 / 100%	10.57-10.88	10.78	26.10.2016	нет / 2.65 г
Внешэкономбанк, 08 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	6 700	н/д / 100%	9.94	9.94	20.10.2016	нет / 3.4 г.
Внешэкономбанк, 19 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	9.99	9.99	17.10.2016	нет / 3.74 г
РЕСО-Лизинг, БО-05	BB- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.00	14.10.2016	нет / 3.85 г
Банк Интеза, 001P-01R	- / - / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	9.73-10.04	9.99	13.10.2016	нет / 2.67 г
Фольксваген Банк РУС, 001P-01	- / - / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	9.88-10.14	10.04	11.10.2016	нет / 1.43 г
Внешэкономбанк, 18 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	1 300	2.1 / 100%	н/д	10.04	11.10.2016	нет / 2.66 г
Европлан, БО-07	- / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.10	11.10.2016	нет / 1.83 г
Транснефть, БО-001P-04	- / Ba2 / -	да	15 000	н/д / 100%	9.46-9.62	9.52	06.10.2016	нет / 4.73 г
Акрон, БО-001P-01	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	06.10.2016	нет / 3.41 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	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		bondsales@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@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.