

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdafov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Лукойл (BVB/Baa2/BVB): нейтральные результаты в отчетности по итогам 2013 г., в бумагах компании не видим идей

Вчера Лукойл опубликовал финансовые и операционные результаты за 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. По итогам прошлого года объем добычи углеводородов компанией вырос на 1.2% г/г (до 803.8 млн. барр. нэ), в том числе нефтедобыча увеличилась на 1.3% г/г (до 90.8 млн. тонн), товарного газа – на 2.5% г/г (до 20.4 млрд. кубометров). В то же время, объем производства нефтепродуктов в 2013 г. сохранился на уровне 2012 г. и составил 64.2 млн. тонн (+0.6% г/г). Надо отметить, что в течение 2013 г. Лукойлу удалось переломить ситуацию с добычей нефти. Так, если по итогам 2012 г. ее показатель стагнировал, и такая динамика (г/г) сохранялась и в 1К13, то, начиная со 2К13, все показатели добычи углеводородов начали демонстрировать рост, а в течение года этот рост только ускорился.

Выручка Лукойла за 2013 г. выросла на 1.6% г/г (до 141.5 млрд. долл.), при этом EBITDA компании продемонстрировала сопоставимые темпы роста (до 19.3 млрд. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне прошлого года и составила 13.6%. Рост выручки Лукойла по итогам прошлого года стал, в основном, следствием увеличения объемов реализации нефти (рост на 6.9% г/г – до 41.9 млн. тонн) и нефтепродуктов (рост на 3.8% г/г – до 41.9 млн. тонн), что было, отчасти, нивелировано снижением средних цен реализации Лукойла на нефть и нефтепродукты (на 1.6%-3.3% г/г) на мировых рынках, обеспечивающих компании основной сбыт. С точки зрения структуры продаж, в 2013 г. часть объемов нефти была переправлена с экспорта на внутренние рынки, в результате международный экспорт нефти снизился на 6.9% г/г (до 28.2 млн. тонн), а поставки на внутренний рынок выросли почти в 2 раза г/г и достигли 8.5 млн. тонн, тогда как отгрузки в СНГ выросли на 19.8% г/г (до 5.2 млн. тонн), что было обусловлено стабильными ценами на нефть в России и более умеренным снижением цен в странах СНГ. В то же время, структура продаж нефтепродуктов в прошлом году не сильно изменилась по отношению к 2012 г.: оптовые продажи на экспорт выросли на 4.9% г/г (до 90.1 млн. тонн) на фоне снижения средних цен на 3.3% г/г, объемы же и цены розничных поставок мало изменились. Продажи нефтепродуктов на внутреннем рынке оптом в 2013 г. снизились на 1.8% г/г (до 11.4 млн. тонн), что более чем компенсировал рост отгрузок в розницу, которая выросла на 3.4% г/г (до 9.2 млн. тонн), что также было отчасти продиктовано динамикой цен. Средняя цена реализации оптовых поставок в 2013 г. выросла на 1.1% г/г, розничных продаж – на 4.8% г/г.

Свободный денежный поток Лукойла по итогам 2013 г. составил всего 643 млн. долл., сократившись практически в 10 раз по сравнению с прошлым годом, что стало следствием заметного роста капитальных затрат на фоне снижавшегося чистого операционного денежного потока компании (сократился в 2013 г. на 13.4% г/г). Так, капитальные расходы Лукойла (включая НМА) в 2013 г. выросли более чем на четверть и составили около 15.8 млрд. долл. 0.8x EBITDA за год. Отметим, что Лукойл в прошлом году активно инвестировал в сегмент разведки и добычи (рост расходов на 31.6% г/г), стремясь поддержать наметавшийся рост объемов добычи. В России деньги пошли, в основном, на финансирование лицензионных платежей по западносибирским месторождениям (Имилорское, Западно-Имилорское, Источное), а также расширение объемов эксплуатационного бурения в Западной Сибири и Коми. За пределами страны инвестиции сегмента включали увеличение доли Лукойла в иракском проекте Западная Курна-2: в марте 2013 г. компания приобрела пакет норвежской Statoil, в результате доля Лукойла выросла с 56.25%

Ключевые финансовые показатели Лукойла по US GAAP за 2013 г

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка	141 452	139 171	1.6%
EBITDA	19 255	18 915	1.8%
Операционная прибыль	10 247	14 070	-27.2%
Чистая прибыль	7 627	10 925	-30.2%
Рентабельность по EBITDA	13.6%	13.6%	-
Операционная рентабельность	7.2%	10.1%	-2.9 пп
Чистая рентабельность	5.4%	7.9%	-2.5 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	17 512	16 704	4.8%
Чистый операцион. ден. поток	16 449	18 997	-13.4%
CAPEX (включая НМА)	15 806	12 568	25.8%
Свободный денежный поток	643	6 429	-90.0%

млн. долл.	2013	2012	%
Активы	109 439	98 961	10.6%
в т.ч. денежные средства	1 712	2 914	-41.2%
Долг	10 821	6 621	63.4%
доля краткосрочного долга	12.4%	9.9%	2.5 пп
Чистый долг	9 109	3 707	x2.5
Капитал	78 855	74 188	6.3%
CAPEX+M&A	18 591	13 454	38.2%
CAPEX/EBITDA	0.8x	0.7x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	1.0x	0.7x	-
Долг/EBITDA LTM	0.6x	0.4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.5x	0.2x	-
Долг/Капитал	0.1x	0.1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Лукойла за 2013 г.

	2013	2012	%
Добыча углевод-в, млн.барр.н.э.	803.8	794.3	1.2%
Добыча нефти, млн.тонн	90.8	89.6	1.3%
Добыча товарн. газа, млрд.куб.м.	20.4	19.9	2.5%
Прив-во нефтепрод-в, млн. тонн	64.2	63.8	0.6%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

до 74.75%. Инвестиции в сегмент переработки по итогам 2013 г. также выросли более чем на треть и были использованы в России, в основном, для строительства установки каталитического крекинга (Нижегородский НПЗ) и мощностей для гидрокрекинга (Волгоградский НПЗ), за рубежом – для продолжения строительства комплекса переработки тяжелых остатков на НПЗ в Болгарии. Отметим также, что по итогам 9М13 Лукойл также потратил около 2.7 млрд. долл. на финансирование M&A-сделок, включая покупку 100% акций «Самара-Нафта» за 2.1 млрд. и финальный платеж на 266 млн. долл. за 50% акций ЗАО «Кама-Ойл». С учетом того, что операционный денежный поток Лукойла был почти полностью использован для капвложений, финансирование M&A-расходов (2.9 млрд. долл.), выкуп долей неконтролирующих акционеров (0.6 млрд. долл.), а также дивидендные выплаты (около 2.5 млрд. долл.) потребовали привлечение нового долга.

В результате размещения в апреле этого года 2-х траншей евробондов по 1.5 млрд. долл. каждый, а также привлечения в 4К13 долгосрочного кредита на 1.5 млрд. долл., чистый долг Лукойла продемонстрировал быстрые темпы роста, увеличившись в 2.5 раза по сравнению с началом года. На конец 4К13 чистый долг компании составил 9.1 млрд. долл., тем не менее, в сравнении с генерируемым денежным потоком сумма долга осталась относительно небольшой. Так, долговая нагрузка Лукойла в терминах чистый долг/ЕБИТДА, хоть и выросла с 0.2х в начале года до 0.5х к его концу, сохранилась на невысоком уровне.

С начала года длинные еврооблигации Лукойла выглядели немного хуже рынка, расширив спрэд к UST на 30-40 бп. Исключение стал короткий LUKOIL'17, спрэд которого к UST почти не изменился с начала года и составляет сейчас 170-180 бп. В целом же, мы не видим идей в бумагах Лукойла, которые торгуются с дисконтом 20-40 бп к выпускам Роснефти (ВВВ/Ваа1/ВВВ-), в том числе в силу более слабых кредитных метрик последней.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

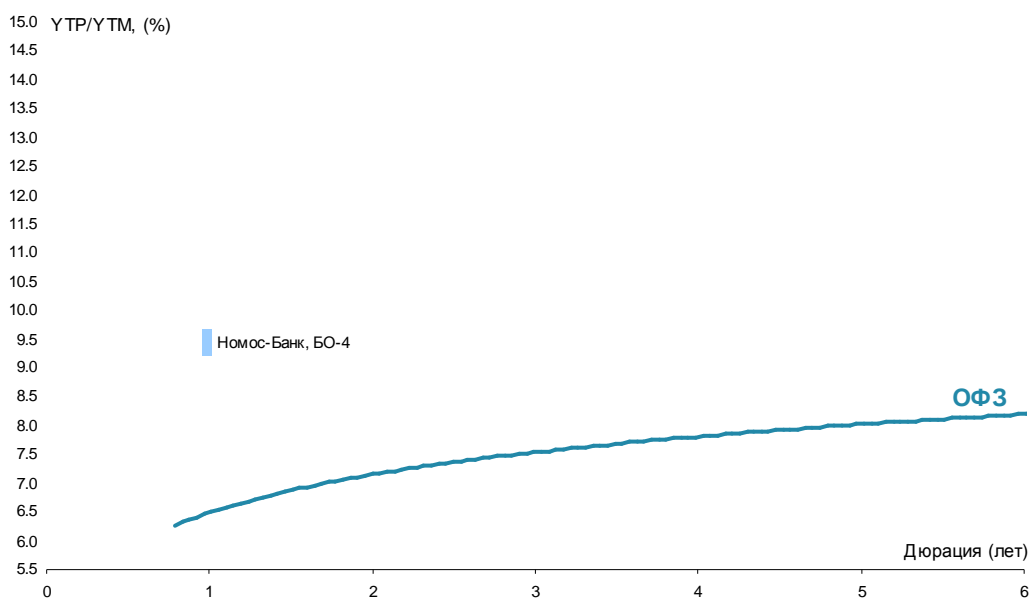
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
ТрансФин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д	21.02.2014	25.02.2014	н/д	н/д / 3 г
ТрансФин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д	21.02.2014	25.02.2014	н/д	н/д / 3 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	9.20-9.62	26.02.2014	28.02.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г

Цветом выделены в 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
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Ваa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB- / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
Роснефть, БО-06	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
РЖД, БО-10	BBB / Ваa1 / BBB	да	25 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	18.12.2013	н/д
ЛК Уралсиб, БО-14	- / - / В+	да	1 000	н/д / 100%	Конкурс	9.31	16.12.2013	нет / 2.66 г.
ФСК, 30	BBB / Ваa3 / BBB	да	10 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	13.12.2013	н/д



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	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.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
	Екатерина Гашигуллина	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.