

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Лукойл (ВВВ-/Ba1/ВВВ-): нейтральный финансовый отчет по итогам 2014 г, бумаги компании малоинтересны

Вчера Лукойл опубликовал финансовые и операционные результаты по итогам 2014 г. Мы нейтрально оцениваем раскрытые данные. Так, выручки компании по итогам прошлого года выросла лишь на 1.9% г/г (до 144.2 млрд. долл.), а EBITDA и вовсе снизилась на 4.3% г/г (до 18.4 млрд. долл.), как следствие, рентабельность по EBITDA немного снизилась г/г, составив 12.8% (-0.8 пп г/г). В то же время, уровень долговой нагрузки компании к концу 2014 г показал минимальный прирост к началу года, поскольку практически полностью валютный долг Лукойла сбалансирован преимущественно валютной же выручкой.

Динамика финансовых результатов Лукойла за 9М14 была обусловлена рядом факторов, при этом основное влияние оказали снижение средних оптовых цен на нефтепродукты на экспортных рынках на 6.2% г/г (розничные цены остались почти неизменными), а также цен на сырую нефть, которые снизились на 13.9% г/г. Цены для поставок нефти в страны таможенного союза (ТС) также снизились в 2014 г на 8.7% г/г. В прошлом году снизились и средние цены реализации в долларах для отгрузок на внутренний рынок, однако здесь основным фактором стало не быстрое снижение цен на нефть примерно с середины прошлого года, а не менее быстрая девальвация рубля с осени прошлого года. Так, средние долларовые цены на нефть для поставок на внутренний рынок снизились на 14.8% г/г, а на нефтепродукты – на 11.5% г/г в оптовом звене и на 10% г/г в розничном звене. Что касается динамики натуральных объемов продаж, то Лукойл стремился компенсировать падение цен на нефть за счет увеличения объемов реализации. Так, в 2014 г отгрузки нефти на экспорт (без стран ТС) выросли на 66.9% г/г, на внутренний рынок – на 30.6% г/г, в то же время поставки странам ТС снизились на 11.5% г/г. Вместе с тем, реализация нефтепродуктов в 2014 г почти не изменилась относительно уровня прошлого года (рост на 0.8% г/г), не было и существенных структурных изменений в продажах.

По итогам 2014 г Лукойл смог нарастить свободный денежный поток на 43.9% к уровню 2013 г (до 925 млн. долл.), несмотря на снижение цен на нефть, чему также способствовало опережающее сокращение расходов на капвложения (на 7.4% г/г) по сравнению со снижением операционных поступление (сократились на 5.4% г/г). Расходы на CAPEX в 2014 г составили (включая НМА) составили 14.6 млрд. долл. или 0.8x EBITDA. Свободный денежный поток в 2014 г был направлен на выплату дивидендов, объем которых составил около 1.4 млрд. долл. и был также частично профинансирован за счет привлечения нового долга. Долг Лукойла к концу 2014 г составил 13.5 млрд. долл., то есть вырос на четверть по сравнению с началом года. Вместе с тем, большая часть привлеченного нового долга не была израсходована и осела на счетах компании, что ограничило влияние увеличения долга на долговую нагрузку. Отношение чистого долга к EBITDA на конец 2014 г составило 0.6x, тогда как на начало года показатель составлял 0.5x. Лукойл, вероятно, останется в этом смысле единственной крупной российской нефтяной компанией, которая сохранит уровень долговой нагрузки на невысоком уровне (остальные игроки отчитываются в рублях, обладая при этом валютным долгом, и продают большие объемы внутри страны).

На наш взгляд, отчет Лукойла по итогам прошлого года умеренно-позитивен для рейтингов компании. Слабым местом кредитного профиля компании все также остается невысокая, в рамках отрасли, операционная рентабельность. Вместе с тем, кредитный профиль компании по-прежнему остается устойчивым, благодаря сохранению низкой долговой нагрузки и комфортной структуры обязательств, что

Ключевые финансовые показатели Лукойла за 2014 г

млн. долл.	2014	2013	%г
Выручка	144 167	141 452	1.9%
ЕБИТДА*	18 426	19 255	-4.3%
Операционная прибыль	7 126	10 247	-30.5%
Чистая прибыль	4 714	7 627	-38.2%
Рентабельность по EBITDA	12.8%	13.6%	-0.8 пп
Операционная рентабельность	4.9%	7.2%	-2.3 пп
Чистая рентабельность	3.3%	5.4%	-2.1 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	13 069	17 224	-24.1%
Чистый операцион. ден. поток	15 568	16 449	-5.4%
CAPEX (включая НМА)	14 643	15 806	-7.4%
Свободный денежный поток	925	643	43.9%

млн. долл.	2014	2013	%г
Активы	111 800	109 439	2.2%
в т.ч. ден. ср-ва и финелож.	3 238	2 075	56.0%
Долг	13 529	10 821	25.0%
доля краткосрочного долга	16.0%	12.4%	3.6 пп
Чистый долг	10 291	8 746	17.7%
Капитал	81 352	78 855	3.2%
CAPEX+M&A	14 643	19 180	-23.7%
CAPEX/EBITDA	0.8x	0.8x	-
(CAPEX+M&A)/EIBITDA	0.8x	1.0x	-
Долг/EIBITDA LTM	0.7x	0.6x	-
Чистый долг/EIBITDA LTM	0.6x	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 2014 г

	2014	2013	%г
Добыча углевод-в, млн. барр.н.с.	844.5	803.8	5.1%
Добыча нефти, млн. тонн	97.2	90.8	7.0%
Добыча товарн. газа, млрд. куб. м	20.0	20.4	-2.1%
Произв-во нефтепрод-в, млн. тс	64.1	64.2	-0.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

стало еще более актуальным в условиях сильного падения цен на нефть и закрытия западных рынков капитала. Отметим и то, что частный статус Лукойла позволил ему сохранить инвестиционный рейтинг от S&P, а с ним и композитный инвестиционный рейтинг, несмотря на снижение суверенного рейтинга до спекулятивного уровня в прошлом месяце, то есть у компании сейчас рейтинг от S&P превышает “страновой потолок” от этого агентства. В то же время, Moody’s все же понизило рейтинг вслед за понижением суверенного рейтинга, приведя его к “страновому потолку”.

С начала года в терминах динамики спредов к UST кривая евробондов Лукойла показала средние по рынку результаты, сузив спред к американским госбумагам, в среднем, на 100 бп. Результаты лучше рынка показал лишь самый короткий бонд LUKOIL'17, спред которого к UST сузился на 240 бп (до 470 бп). Бумаги компании с дюрацией от 3-х лет и выше торгуются сейчас со спредом 520-580 бп к UST. В то же время, близкие по дюрации бумаги Роснефти (BB+/Ba1/-), равно как и Газпром нефти (BB+/Ba1/BBB-), торгуются сейчас со спредами в диапазоне 640-680 бп к UST и 640-660 бп UST соответственно. То есть премия этих бумаг к евробондам Лукойла составляет 80-120 бп, что, на наш взгляд, делает их более интересной альтернативой, несмотря на неинвестиционный рейтинг и более высокий уровень долговой нагрузки.

Первичный рынок

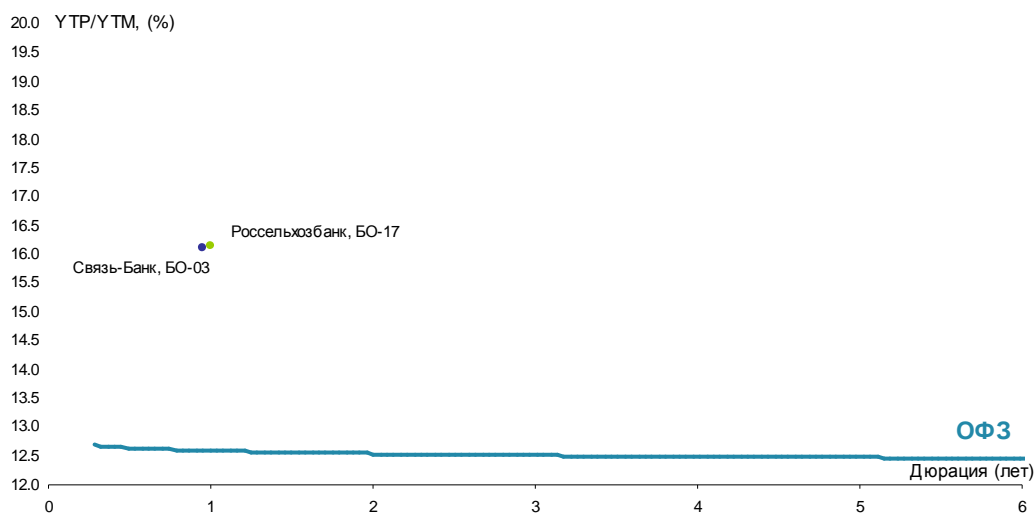
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Бинбанк, БО-03 (допвыпуск)	V / - / -	да	1 000	н/д	06.03.2015	н/д	н/д	0.4 г / 1

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	V / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	V / - / -	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	V / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	V / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	V / - / -	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, ОЗ	- / 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	V / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Банк Союз, БО-01	V / - / -	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

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.