

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdakov@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

АФК «Система» (ВВ/В1/ВВ-): нейтральный отчет по итогам 1К15, евробонды компании окончательно восстановили уровень котировок

Вчера АФК Система опубликовала финансовый отчет 1К15, который, в большей степени, примечателен переходом с начала этого года на МСФО при подготовке отчетности, тогда как ранее компания отчитывалась по US GAAP. Кроме того, валюта отчетности была изменена с долларов на рубли. Финансовые итоги за прошлый квартал выглядят достаточно неплохо: рост консолидированной выручки составил 17.1% г/г (до 167.7 млрд. руб.), OIBDA – на 6.5% г/г (до 44.6 млрд. руб.). В результате рентабельность по OIBDA несколько снизилась г/г и составил 26.6% (-2.6 пп). В то же время, чистая прибыль АФК Система за прошлый квартал увеличилась почти в 2 раза г/г, превысив 35 млрд. руб. Такой рост стал результатом получения денег от ареста счетов «Урал-Инвест» в рамках разбирательства относительно законности сделки по приобретению Башнефти (-/Ba1/ВВ), которая недавно была возвращена в гособственность.

Консолидированный долг АФК Система на конец 1К15 вырос на 6.5% к началу года, достигнув 492.4 млрд. руб. В то же время, чистый долг показал более быстрый рост, увеличившись на 9.7% к 4К14 (до 375.9 млрд. руб.) в результате небольшого снижения денежных остатков на балансе (на 2.9% к началу года). В совокупности, эти факторы привели к повышению долговой нагрузки компании, которая к концу прошлого квартала достигла 2х чистый долг / OIBDA LTM (против 1.8х на начало года), что, впрочем, совсем не критично для компании. Стоит отметить, что риски рефинансирования корпоративного центра мы оцениваем как невысокие, учитывая комфортную структуру погашения долга и большую подушку ликвидности. В частности, на конец 1К15 долг корпоративного центра составлял 68.5 млрд. руб., тогда как объем ликвидности на балансе покрывал его более чем на 40%, создавая подспорье для погашения рублевых бондов в следующем году. В целом, отчет за прошлый квартал, в целом, нейтрален для рейтингов компании, динамика которых, в последнее время переделывалась совсем не ее финансами.

Рублевые облигации АФК Система с погашением в течение следующего года торгуются сейчас со спрэдом в диапазоне от 200 до 250 бп к суверенной кривой, предлагая премию к бумагам дочерней МТС (ВВ+/Ba1/ВВ+) в размере 30-80 бп, что, на наш взгляд, не прибавляет им привлекательности. В то же время, единственный выпуск евробондов AFKSRU'19 в середине прошлого месяца торговался на близких к номиналу уровнях, практически отыграв падение, спровоцированное историей с национализацией Башнефти. Сейчас бонд несколько скорректировался, торгуясь по 96.95% от номинала, а его спрэд к кривой UST составляет около 640 бп, то есть премия к чуть более длинному MOVTEL'20 составляет порядка 160 бп, что, на наш взгляд, выглядит справедливо.

Ключевые финансовые показатели АФК Система по итогам 1К15

млрд. руб.	1К15	1К14	%
Выручка	167.7	143.2	17.1%
OIBDA	44.6	41.8	6.5%
Операционная прибыль	18.8	21.0	-10.8%
Чистая прибыль	35.1	18.9	85.2%
Рентабельность по OIBDA	26.6%	29.2%	-2.6 пп
Операционная рентабельность	11.2%	14.7%	-3.5 пп
Чистая рентабельность	20.9%	13.2%	7.7 пп
Операц. ден. поток до измен. в С	46.7	45.6	2.5%
Чистый операцион. денеж. поток	62.5	15.4	x4.0
CAPEX	37.7	13.5	x2.8
Свободный денежный поток	24.8	1.9	x13.0

млрд. руб.	1К15	2014	%
Активы	1 202.9	1 134.0	6.1%
в т.ч. денежные средства	116.5	120.0	-2.9%
Долг	492.4	462.4	6.5%
доля краткосрочного долга	17.9%	27.2%	-9.3 пп
Чистый долг	375.9	342.5	9.7%
Капитал	251.8	233.0	8.1%
CAPEX/OIBDA	0.8x	0.6x	-
Долг/OIBDA LTM	2.6x	2.4x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	2.0x	1.8x	-
OIBDA/Процентные платежи	6.8x	8.6x	-
Долг/Капитал	2.0x	2.0x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Лукойл (ВВВ-/Ва1/ВВВ-): слабый финансовый отчет за 1К15 из-за падения цен на нефть и девальвации, евробонды малопривлекательны

Вчера Лукойл опубликовал финансовые и операционные результаты по итогам 1К15. Мы оцениваем раскрытые данные как слабые. Так, выручки компании по итогам прошлого квартала сократилась сразу на 35% г/г (до 23.2 млрд. долл.), а EBITDA – на 29.5% г/г (до 2.8 млрд. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA даже немного выросла, составив 12.1% (0.9 пп г/г). Вместе с тем, уровень долговой нагрузки компании на конец 1К15 не изменился к началу года, составив 0.6x чистый долг / EBITDA LTM на фоне небольшого сокращения долга.

Учитывая, что основной объем выручки Лукойла формируется за счет продаж на зарубежных рынках, определяющим фактором снижения финансовых результатов компании в 1К15 стало значительное снижение цен на нефть, произошедшее еще в прошлом году. Кроме того, негативное влияние на динамику выручки от продаж на внутреннем рынке оказала существенная девальвация рубля, так как отчетность компании представляется в долларах. Так, средняя цена экспортных поставок для нефти в 1К15 рухнула более чем в 2 раза г/г, для нефтепродуктов – почти в 2 раза г/г (оптовые продажи). На внутреннем рынке средняя цена реализации нефти по итогам прошлого квартала упала более чем на треть г/г в пересчете на доллары, а для продаж нефтепродуктов аналогичное снижение, как в оптовом, так и розничном звене, составило около 40% г/г. Лукойл стремился компенсировать падение объема выручки, в первую очередь, за счет увеличения отгрузок сырой нефти: продажи в 1К15 увеличились на 80.8% г/г (до 19.7 млн. тонн) из-за сопоставимого увеличения объемов продаж на экспорт и на международных рынках. Продажи нефти выросли на фоне роста общей добычи по итогам 1К15 (на 9.3% г/г) благодаря увеличению коммерческой добычи в рамках проекта Западная Курна 2 в Ираке, а также роста добычи на месторождениях имени Требса и Титова. Объем продаж нефтепродуктов в 1К15 показал куда более скромный рост (на 4.7% г/г) также благодаря поставкам на международные рынки (рост на 7.4% г/г). Отметим, что поддержку операционной рентабельности Лукойла в 1К15 оказало снижение налоговой нагрузки: снижение цен на нефть повлекло за собой сокращение экспортных пошлин и акцизов.

Несмотря на снижение финансовых результатов Лукойла за 1К15, ее свободный денежный поток вырос в 4 раза г/г, достигнув 728 млн. долл. Такой рост произошел благодаря сохранению операционных поступлений на уровне прошлого года, что, в свою очередь, было достигнуто за счет высвобождения оборотных средств. Кроме того, компания сократила капитальные расходы на 17.7% г/г (до 2.56 млрд. долл.), при этом отношение CAPEX/EBITDA, на фоне более заметного падения последнего показателя в 1К15, вырос до 0.9x (в 2014 г в среднем 0.8x). Свободные денежные средства в прошлом квартале Лукойл направил, главным образом, на дивидендные выплаты, величина которых составила 628 млн. долл. Долг Лукойла на конец 1К15 мало изменился по сравнению с началом года и составил 13.35 млрд. долл. (-1.3% к 4К14), при этом доля краткосрочных обязательств не изменилась, сохранившись на уровне 16%. Объем накопленной ликвидности на балансе компании также почти не изменился к уровню начала года, составив 3.2 млрд. долл. В результате, уровень долговой нагрузки Лукойла к концу 1К15 сохранился неизменным по сравнению с 4К14, составив 0.6x в терминах чистый долг / EBITDA LTM.

На наш взгляд, отчет Лукойла по итогам прошлого года нейтрален для рейтингов компании. Текущий рейтинг Лукойла от S&P превышает суверенный уровень, так как компания является частной, а львиную долю выручки получает за пределами страны. В то же время, рейтинги от Moody's и Fitch соответствуют суверенным рейтингам и, после снижения станového рейтинга, Moody's, в отличие от агентства S&P, привело рейтинг Лукойла в соответствие с "становым потолком". Отметим, что слабым местом кредитного профиля компании по-прежнему остается невысокая, в рамках отрасли, операционная рентабельность. Вместе с тем, кредитный профиль Лукойла остается весьма устойчивым, благодаря сохранению низкой долговой нагрузки и комфортной структуры обязательств, что стало еще более актуальным в условиях сильного падения цен на нефть и закрытия западных рынков капитала.

За последние пару месяцев в терминах динамики спредов к UST короткие бонды Лукойла (LUKOIL'17 и '18) выглядели несколько хуже рынка в среднем, расширив спреды к кривой американских госбумаг в пределах 20 бп. В то же время, более длинные евробонды компании выглядели получше, сузив спреды к UST на 10-40 бп. Сейчас выпуски LUKOIL'19-'23 торгуются со спредом в диапазоне 380-410 бп к UST. Вместе с тем, короткий ROSNRM'17 торгуется сейчас с премией более 100 бп к LUKOIL'17, а премия длинных евробондов Роснефти (ВВ+/Ва1/-) к аналогичным по дюрации бумагам Лукойла составляет около 90 бп, что делает их более интересной покупкой, даже несмотря на неинвестиционный рейтинг и более высокую долговую нагрузку Роснефти.

Ключевые финансовые показатели Лукойла за 1К15

млн. долл.	1К15	1К14	%
Выручка	23 190	35 681	-35.0%
EBITDA*	2 816	3 995	-29.5%
Операционная прибыль	1 023	2 655	-61.5%
Чистая прибыль	697	1 737	-59.9%
Рентабельность по EBITDA	12.1%	11.2%	0.9 пп
Операционная рентабельность	4.4%	7.4%	-3.0 пп
Чистая рентабельность	3.0%	4.9%	-1.9 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	2 369	3 335	-29.0%
Чистый операцион. ден. поток	3 289	3 292	-0.1%
CAPEX (включая НМА)	2 561	3 113	-17.7%
Свободный денежный поток	728	179	x4.1

млн. долл.	1К15	2014	%
Активы	110 672	111 800	-1.0%
в т.ч. ден. ср-ва и финелож.	3 207	3 238	-1.0%
Долг	13 356	13 529	-1.3%
доля краткосрочного долга	16.0%	16.0%	-
Чистый долг	10 149	10 291	-1.4%
Капитал	82 052	81 352	0.9%
CAPEX/EBITDA	0.9x	0.8x	-
Долг/EBITDA LTM	0.8x	0.7x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0.6x	0.6x	-
Долг/Капитал	0.2x	0.2x	-

* 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 в 1К15

	1К15	1К14	%
Добыча углевод-в, млн.барр.н.:	213.2	199.3	7.0%
Добыча нефти, млн.тонн	24.6	22.5	9.3%
Добыча товарн. газа, млрд.ку.б.л	5.1	5.0	2.0%
Произв-во нефтепрод-в, млн. тс	14.1	15.4	-8.5%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

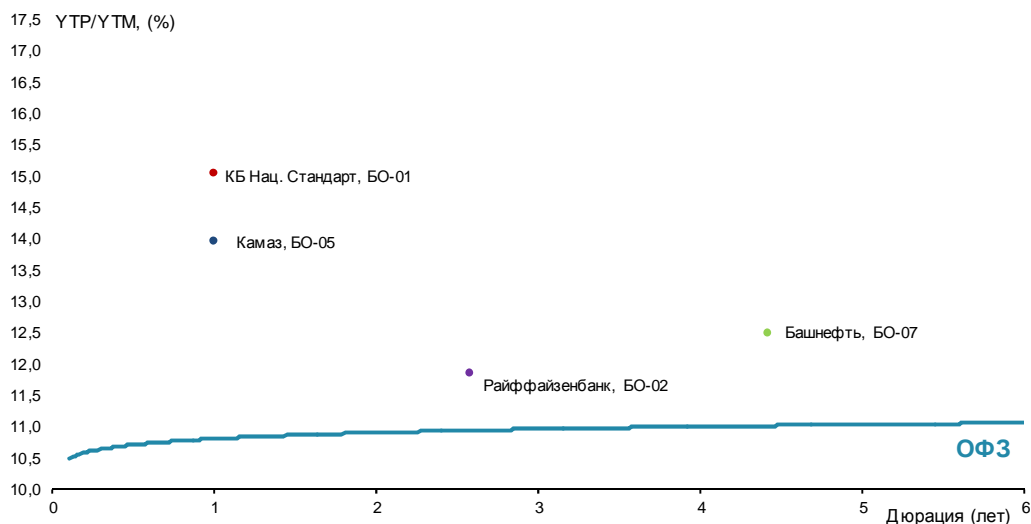
Выпуск	Рейтинг, S&P/MF	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Райффайзенбанк, БО-02	BB+ / Ba2 / BBB-	да	10 000	11.84	05.06.2015	11.06.2015	нет / 2.58 г	нет / 3 г
КБ Национальный Стандарт, БО-01	B / B3 / -	да	1 500	15.03	09.06.2015	11.06.2015	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Башнефть, БО-07	- / Ba1 / BB	да	5 000	12.47	09.06.2015	11.06.2015	нет / 4.42 г	6 лет / 10 лет
Камаз, БО-05	- / Ba3 / -	да	2 000	13.96	11.06.2015	19.06.2015	нет / 1 г	1 г / 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/MF	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
Полипласт, БО-02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	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
МРСК Центра, БО-02	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.81	08.06.2015	нет / 2.59 г
МРСК Северо-Запада, БО-01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	12.81	08.06.2015	нет / 2.59 г
Синергия, БО-04	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	15.03	04.06.2015	да / 1.60 г
Энел Россия, БО-05	- / Ba3 / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.47	04.06.2015	нет / 2.60 г
Энел Россия, БО-06	- / Ba3 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.47	04.06.2015	нет / 2.60 г
ИНГ Банк (Евразия), БО-05	- / Ba2 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	13.10-13.37	12.55	03.06.2015	нет / 1.39 г
Бинбанк, БО-14	B / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	03.06.2015	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-14	- / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.68	02.06.2015	нет / 1 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

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	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	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.