

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-): нейтральные финансовые результаты за 9M15

Вчера Газпром нефть опубликовала финансовые результаты за 9M15, которые мы оцениваем как нейтральные. Выручка компании за 9M15 выросла на 3.5% г/г до 1 099.8 млрд руб., EBITDA margin – на 1.5 пп до 28.4%. Несмотря за заметный рост долга с начала года, долговая нагрузка Газпром нефти в терминах net debt/EBITDA LTM осталась умеренной, на уровне 1.4x на 30.09.2015 против 1.3x на 01.01.2015.

Основной причиной роста совокупной выручки компании за 9M15 стало увеличение выручки от продажи нефти на 36.9% г/г до 166.5 млрд руб. в результате роста объема ее реализации на 29.6% г/г до 11.6 млн тонн и средних рублевых цен реализации нефти в России и странах СНГ. За аналогичный период выручка от продаж газа увеличилась на 30.7% г/г до 24.1 млрд руб. на фоне увеличения средних цен реализации газа и роста продаж газа на 16.8% г/г до 10.4 млрд кубометров. В свою очередь, росту продаж углеводородов за 9M15 способствовало увеличение их добычи (на 21.2% г/г о 58.8 млн тонн н.э. с учетом доли в совместных предприятиях) вследствие роста добычи на месторождениях СеверЭнергии и Оренбургского региона, увеличения добычи нефти на Приразломном месторождении и получения контроля в ЗАО «Нордгаз». На этом фоне наиболее слабые результаты показал ключевой для компании вид деятельности – нефтепереработка, выручка от которого за 9M15 уменьшилась на 3.5% г/г до 857.6 млрд руб. за счет снижения объема переработки нефти на 1.7% г/г до 32.9 млн тонн, экспорта нефтепродуктов на 25.9% г/г до 8.8 млн тонн и средних экспортных цен реализации нефтепродуктов в рублевом эквиваленте.

За 9M15 скорректированная с учетом доли в ассоциированных и совместных предприятиях EBITDA компании увеличилась на 9.3% г/г до 312.2 млрд руб., чему способствовало увеличение объема добычи и реализации углеводородов, а также сохранение объема производства светлых нефтепродуктов на уровне 9M14.

За 9M15 свободный денежный поток компании находился в области отрицательных значений, на уровне -14.6 млрд руб., в то время как за 9M14 он был положительным, в размере 47.2 млрд руб. Возникновение дефицита стало следствием существенного увеличения капитальных расходов за 9M15 (+29.4% г/г до 234.2 млрд руб.) и уменьшения чистого операционного денежного потока на 3.7% г/г до 219.6 млрд руб. В отчетном периоде Газпром нефть выплатила дивиденды на сумму 10.9 млрд руб. и предоставила долгосрочные займы в размере 20 млрд руб. Учитывая дефицит свободного денежного потока, данные расходы компания осуществляла за счет расширения кредитного плеча. Кроме того, значительная часть кредитного портфеля Газпром нефти номинирована в иностранной валюте, поэтому ослабление рубля на конец отчетного периода по сравнению с началом года привело к переоценке валютной части долга. В результате, долг компании в рублевом эквиваленте за 9M15 увеличился на 19.4% до 672.8 млрд руб., чистый долг – на 21.7% до 527.7 млрд руб., отношение net debt/EBITDA LTM – до 1.4x на 30.09.2015 против 1.3x на 01.01.2015. Несмотря на существенный рост долга, долговая нагрузка компании осталась умеренной, подушка ликвидности в виде остатка денежных средств и депозитов на 30.09.2015 – достаточной для погашения всего краткосрочного долга на сумму 133.3 млрд руб., а кредитное качество компании в целом – крепким.

В ноябре 2015 г. рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Газпром нефти на уровне «BBB-» с негативным прогнозом. Рейтинги компании от всех трех международных рейтинговых агентств соответствуют рейтингам России и ограничены суверенным уровнем.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти по МСФО за 9M15

млрд руб.	9M15	9M14	%%
Выручка	1 099,8	1 062,3	3,5%
EBITDA	312,2	285,5	9,3%
Операционная прибыль	184,7	188,4	-2,0%
Чистая прибыль	133,3	143,1	-6,8%
Рентабельность по скор. EBITDA	28,4%	26,9%	1,5 пп
Операционная рентабельность	16,8%	17,7%	-0,9 пп
Чистая рентабельность	12,1%	13,5%	-1,3 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	244,3	256,5	-4,8%
ЧИСТЫЙ операц. ден. поток	219,6	228,2	-3,7%
CAPEX	234,2	181,0	29,4%
Свободный денежный поток	(14,6)	47,2	-

млрд руб.	9M15	2014	%%
Активы	2 389,1	2 097,7	13,9%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	145,2	129,8	11,8%
Долг	672,8	563,4	19,4%
доля краткосрочного долга	19,8%	10,8%	9,0 пп
Чистый долг	527,7	433,6	21,7%
Капитал	1 254,1	1 129,8	11,0%
CAPEX+M&A	234,5	329,2	-
CAPEX/EBITDA	0,8x	0,8x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0,8x	1,0x	-
Долг/EBITDA LTM	1,8x	1,6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,4x	1,3x	-
Долг/Капитал	0,5x	0,5x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика основных операционных показателей Газпром нефти за 9M15

	9M15	9M14	%%
Добыча углевод-в, млн тонн н.э.	58,8	48,5	21,2%
Добыча нефти, млн тонн	41,5	38,7	7,4%
Добыча газа, млрд кубометров	21,5	12,3	75,1%
Выпуск нефтепрод-в, млн тонн	31,3	32,1	-2,2%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Евробонды Газпром нефть, на наш взгляд, оценены справедливо. Спрэд к кривой UST выпусков компании практически полностью соответствует спрэду схожим по дюрации бумагам Роснефть. На рублевом рынке короткие выпуски Газпром нефть сосредоточены в пределах дюрации до 0,2 г., в связи с чем бумаги торгуются на близком к номиналу уровню и не предлагают особых идей. Из дальних выпусков можно выделить Газпром нефть, 4 (УТР 11.7%/D 2.06 г.), который при неплохой ликвидности предлагает достойную для первого эшелона доходность, которая, в свою очередь, транслируется в спрэд к кривой ОФЗ в размере 150 бп.

Уралкалий (ВВ/Ва2/ВВ-): существенный рост долговой нагрузки за 9М15 в связи с реализацией программы buy-back

Вчера Уралкалий опубликовал отдельные финансовые и операционные показатели за 9М15. Согласно данным компании, за 9М15 выручка Уралкалия сократилась на 9.2% г/г до 2 381 млн долл., чистая выручка - на 1% до 2 011 млн долл. Основной причиной снижения выручки стало уменьшение объема производства и продаж хлористого калия на 5% г/г до 8.7 млн тонн и на 8% г/г до 8.5 млн тонн соответственно. В то же время, поддержку финансовым результатам компании за 9М15 оказало повышение средних экспортных цен на хлористый калий на 11% г/г до 248 долл./тонна.

Девальвация рубля способствовала заметному снижению себестоимости производства хлористого калия за 9М15 на 34% г/г до 32 долл./тонна и уменьшению выраженных в долларах расходов на CAPEX на 7.8% г/г до 201 млн долл. Принимая во внимание данные факты, за 9М15 мы ожидаем заметный рост величины EBITDA г/г.

За 9М15 совокупный долг Уралкалия вырос с начала года на 18.2% до 6 655 млн долл., чистый долг – на 59.6% до 5 070 млн долл., что связано с реализацией программы buy-back, в рамках которой компания в августе-сентябре выкупила 21.98% обыкновенных акций и ГДР на сумму 2.1 млрд долл. По данным компании, долговая нагрузка по состоянию на 30.09.2015 в терминах net debt/EBITDA LTM (EBITDA рассчитана с 01.07.2014 по 01.07.2015) составила 2.6x против 1.8x на 01.01.2015. Несмотря на рост долговой нагрузки, график погашения долга является достаточно комфортным (в 4К15 компании предстоит погасить/продолжить кредиты и займы на 179 млн долл., в 2016 году – 1 063 млн долл., в 2017 году – 1 743 млн долл.), а подушка ликвидности – весьма существенной. В частности, на 30.09.2015 остаток денежных средств на счетах Уралкалия составил 1 585 млн долл., объем подтвержденных кредитных линий – 1 665 млн долл.

Масштабная программа buy back привела к ухудшению рейтингов компании со стороны международных рейтинговых агентств. В частности, в октябре 2015 г., после увеличения объема программы buy back и завершения выкупа акций на 2.1 млрд долл., Fitch понизило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента Уралкалия с «ВВ+» до «ВВ-», прогноз по рейтингам – стабильный. В октябре 2015 г. Moody's понизило рейтинг компании с «Ва1» до «Ва2» со стабильным прогнозом. В августе 2015 г. S&P также понизило долгосрочный рейтинг Уралкалия с «ВВ+» до «ВВ», прогноз по рейтингам – стабильный, однако в рейтинговой оценке учитывался ранее объявленный объем выкупа акций на сумму до 1.3 млрд долл. Учитывая данный факт, а также пересмотр программы buy-back в сторону увеличения, мы не исключаем снижения рейтингов Уралкалия от S&P на одну ступень.

Несмотря на существенную программу buy back и, как следствие, понижение рейтинга компании, за последние два месяца единственный евробонд Уралкалий был в лидерах в терминах динамики спрэдов среди других химиков, сузив спрэд к американской кривой доходности на 140 бп. до 365 бп. При этом на текущий момент, на наш взгляд, URKARM'18 консолидировался на справедливом уровне, предлагая порядка 50 бп. премии к PHORRV'18.

Отдельные финансовые показатели Уралкалия по МСФО за 9М15 г.

млн долл.	9М15	9М14	%%
Выручка	2 381	2 622	-9,2%
Чистая выручка	2 011	2 031	-1,0%
CAPEX	201	218	-7,8%

млн долл.	9М15	2014	%%
Долг	6 655	5 631	18,2%
Денежные средства	1 585	2 455	-35,4%
Чистый долг	5 070	3 176	59,6%
Чистый долг/EBITDA LTM	2,6x*	1,8x	-

*-данные компании, EBITDA рассчитана с 01.07.2014 по 01.07.2015

Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

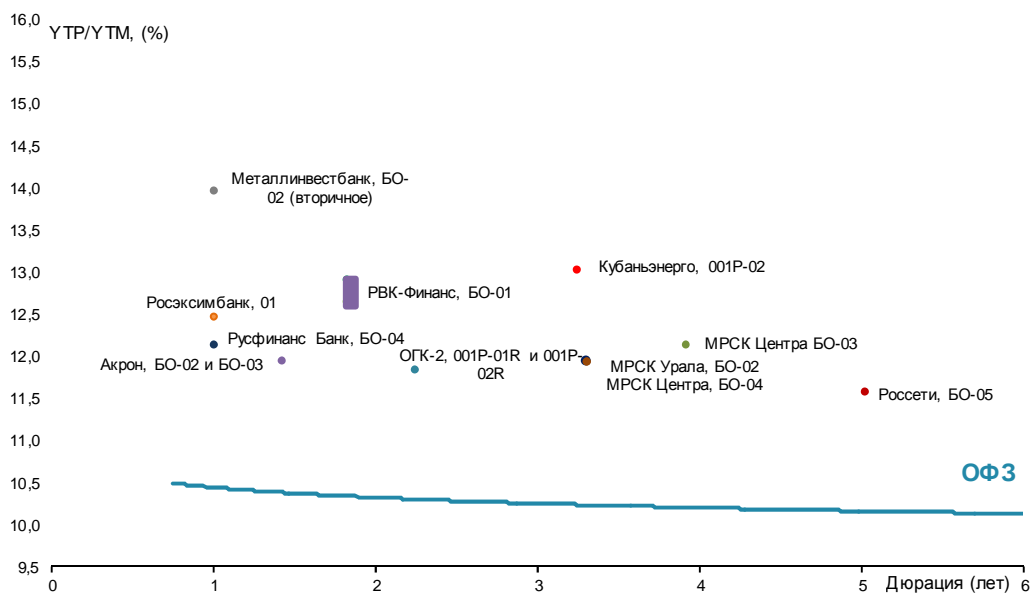
Первичный рынок

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	Оферт Погашен
Росэксимбанк, 01	- / Ва2 / -	да	5 000	12.47	16.11.2015	24.11.2015	нет / 1 г	1 г / 10 л
Русфинанс Банк, БО-04	BB+ / Ва2 / BBB-	да	3 000	12.15	18.11.2015	24.11.2015	нет / 1 г	1 г / 5 л
МРСК Центра БО-03	BB- / - / -	да	5 000	12.15	18.11.2015	24.11.2015	нет / 3.91 г	5 лет / 10
ОГК-2, 001P-01R	- / - / BB	да	5 000	11.83	19.11.2015	24.11.2015	нет / 2.24 г	2.5 г / 5.
ОГК-2, 001P-02R	- / - / BB	да	5 000	11.83	19.11.2015	24.11.2015	нет / 2.24 г	2.5 г / 5.
Акрон, БО-02	- / Ва3 / BB-	да	5 000	11.94	20.11.2015	24.11.2015	нет / 1.42 г	1.5 г / 3
Акрон, БО-03	- / Ва3 / BB-	да	5 000	11.94	20.11.2015	24.11.2015	нет / 1.42 г	1.5 г / 3
Кубаньэнерго, 001P-02	NR	нет	3 400	13.03	20.11.2015	24.11.2015	нет / 3.25 г	4 г / 10 л
МРСК Урала, БО-02	BB- / - / -	да	3 000	11.92	20.11.2015	24.11.2015	нет / 3.30 г	7 лет / 10
МРСК Центра БО-04	BB- / - / -	да	5 000	11.92	20.11.2015	24.11.2015	нет / 3.30 г	7 лет / 10
РВК-Финанс, БО-01	- / - / BB-	да	3 000	12.63-12.89	20.11.2015	24.11.2015	нет / 1.83 г	2 г / 5 л
Россети, БО-05	BB+ / Ва2 / -	да	10 000	11.57	20.11.2015	27.11.2015	нет / 5.02 г	7 лет / 10
ДелоПортс, 01	- / - / BB-	да	3 000	13.42-14.49	25.11.2015	27.11.2015	нет / н/д	2-3 г / 10
Металлинвестбанк, БО-02 (вторичное)	- / В2 / -	да	до 1 500	13.96	27.11.2015	30.11.2015	нет / 1 г	1 г / 4.5
Полус Золото, ПБО-01	- / - / BBB-	да	5 000 - 10 000	11.99-12.31	24.11.2015	01.12.2015	нет / 3.91 г	нет / 5 г

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	Амортиза Дюрация
МИБ, 04	- / Ваa1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.36	12.26	19.11.2015	нет / 1.8
Республика Коми, 35012 (доразмещение)	- / В1 / BB	да	5 000	2.6 / 100%	12.73-12.93	12.29	17.11.2015	да / 2.7
ФинИнвест, 01	NR	нет	500	н/д / 100%	н/д	15.56	13.11.2015	нет / 1
АКБ Пересвет, БО-П03	В+ / - / В+	да	1 000	1.1 / 100%	13.96-14.22	13.69	13.11.2015	нет / 1.4
АФК Система, 001P-02	BB / В1 / BB-	да	1 700	н/д / 100%	н/д	11.20	13.11.2015	нет / 3.3



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	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		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
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@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.