

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Лукойл (BVB-/Ba1/BVB-): нейтральные финансовые результаты за 3К15 и 9М15

Вчера Лукойл опубликовал финансовые и операционные результаты по итогам 3К15, которые мы оцениваем как нейтральные. В 3К15 выручка Лукойла сократилась на 40% г/г до 23.4 млрд долл., EBITDA – на 31.7% г/г до 3.8 млрд долл. В то же время, в 3К15 EBITDA margin увеличилась на 2 пп г/г до 16.1%, свободный денежный поток – в 2.3 раза. Долговая нагрузка компании по состоянию на 30.09.2015 не изменилась по сравнению с уровнем на 30.06.2015, составив в терминах net debt/EBITDA LTM 0.7x.

Ключевой причиной уменьшения выручки и EBITDA в 3К15 г/г является снижение цен на нефть и нефтепродукты в долларах. В то же время, в 3К15 Лукойл увеличил натуральные объемы продаж нефти на 5.5% г/г до 17.6 млн тонн, нефтепродуктов – на 8.3% г/г до 32.8 млн тонн. В целом по итогам 9М15 выручка Лукойла снизилась на 33.8% г/г до 74.7 млрд долл., EBITDA – на 32.3% г/г до 10.5 млрд долл., что также обусловлено снижением цен на нефть.

В 3К15 свободный денежный поток Лукойла вырос в 2.3 раза г/г до 1.7 млрд долл. за счет более существенного высвобождения оборотного капитала (на 865 млн долл.) по сравнению с 3К14 (на 440 млн долл.) и уменьшения расходов на CAPEX на 46% г/г до 2.1 млрд долл. Кроме того, в 3К15 Лукойл аккумулировал около 1.1 млрд долл. в результате продажи 50% доли в компании Caspian Investment Resources Ltd. группе Sinopres. Свободный денежный поток Лукойла и средства от продажи актива в 3К15 были достаточны для выплаты дивидендов на 1.3 млрд долл. и пополнения подушки ликвидности. В результате, остаток денежных средств на счетах Лукойла вырос на конец 3К15 по сравнению с началом квартала на 44.5% до 4.0 млрд долл., что заметно превышает краткосрочный долг компании на сумму 1.4 млрд долл. В 3К15 чистый долг сократился на 12.4% до 9.0 млрд долл. Долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 3К15 не изменилась по сравнению с уровнем на начало квартала, составив 0.7x.

В настоящее время рейтинги Лукойла от Fitch и Moody's соответствуют суверенному уровню. Рейтинги компании от S&P на одну ступень превышают рейтинги России, поскольку Лукойл является частной компанией и получает значительную часть выручки от экспорта. По нашим оценкам, опубликованные результаты, подтверждающие сильный кредитный профиль компании, нейтральны для рейтингов Лукойла.

За последние два месяца сужение спреда вдоль все кривой Лукойла проходило в рамках общерыночной тенденции, при этом, как короткие выпуски компании, так и длинные на текущий момент не предлагают особых идей. На коротком участке, несмотря на неинвестиционный рейтинг и более высокую долговую нагрузку, более интересно смотрится ROSNRM'17, предлагающий порядка 100 бп. премии к Lukoil'17. В тоже время, по дальним выпускам дисконт по спредам евробондов Лукойла к другим нефтегазовым компаниям заметно меньше (около 40 бп.), что в целом, на наш взгляд, близко к справедливому уровню.

Ключевые финансовые показатели Лукойла за 9М15

млн долл.	9М15	9М14	%г
Выручка	74 712	112 907	-33,8%
EBITDA*	10 476	15 475	-32,3%
Операционная прибыль	3 893	8 424	-53,8%
Чистая прибыль	2 327	5 766	-59,6%
Рентабельность по EBITDA	14,0%	13,7%	0,3 п
Операционная рентабельность	5,2%	7,5%	-2,3 п
Чистая рентабельность	3,1%	5,1%	-2,0 п
Операц. ден. поток до изм. ОК	8 656	12 375	-30,1%
Чистый операцион. ден. поток	9 708	12 198	-20,4%
CAPEX (включая НМА)	7 668	11 126	-31,1%
Свободный денежный поток	2 040	1 072	90,3%

млн долл.	9М15	2014	%г
Активы	108 577	111 800	-2,9%
в т.ч. денежные средства	3 964	3 004	32,0%
Долг	12 975	13 529	-4,1%
доля краткосрочного долга	10,5%	16,0%	-
Чистый долг	9 011	10 525	-14,4%
Капитал	82 384	81 352	1,3%
CAPEX/EBITDA	0,7x	0,7x	-
Долг/EBITDA LTM	1,0x	0,7x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	0,7x	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 US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Лукойла за 9М15

	9М15	9М14	%г
Добыча углевод-в, млн барр.н.с	647,7	625,5	3,5%
Добыча нефти, млн тонн	75,3	72,0	4,6%
Добыча товарн. газа, млрд куб.м	14,9	14,7	1,4%
Произв-во нефтепрод-в, млн тои	45,3	47,8	-5,2%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Аэрофлот (-/В+): существенное улучшение финансовых метрик за 9М15

Вчера крупнейшая российская авиакомпания, Аэрофлот, объявила финансовые результаты за 9М15, которые мы оцениваем как сильные. За 9М15 рублевая выручка компании выросла на 30.8% г/г, EBITDA – в 2 раза, EBITDA margin – на 5.5 пп до 15.5%. Долговая нагрузка в отчетном периоде существенно снизилась, однако осталась довольно высокой: отношение net debt/EBITDA на конец 9М15 составило 3.4x против 5.9x на 01.01.2015.

За 9М15 выручка Аэрофлота увеличилась на 30.8% г/г до 309.5 млрд руб., чему способствовал рост пассажиропотока на 13.3% г/г до 30.1 млн человек. В отчетном периоде выросла выручка по всем регулярным направлениям перевозок, при этом наиболее сильный рост выручки был отмечен от перелетов в Азию (на 61.5% г/г до 40.8 млрд руб.) и по России (на 40.7% г/г до 110.5 млрд руб.). За 9М15 основная статья расходов авиакомпании (на приобретение авиационного топлива) увеличилась на 9.7% г/г до 71 млрд руб. Совокупные операционные расходы выросли более существенно, на 22.3% г/г до 272.7 млрд руб. за счет заметного роста расходов по операционной аренде, на обслуживание воздушных судов, услуги связи и систем бронирования. Тем не менее, операционные расходы Аэрофлота увеличились не столь заметно по сравнению с выручкой, поэтому за 9М15 EBITDA Аэрофлота выросла в 2 раза г/г до 47.8 млрд руб., EBITDA margin – на 5.5 пп до 15.5%. В отчетном периоде Аэрофлот отразил убыток на сумму 15.7 млрд руб. по инструментам хеджирования, поэтому чистая прибыль компании была незначительной, в размере 1.8 млрд руб. (9М14 компания завершила с убытком на 3.6 млрд руб.).

За 9М15 чистый операционный денежный поток Аэрофлота вырос в 2 раза до 47.4 млрд руб. и был достаточным для финансирования расходов на CAPEX (включая лизинговые платежи) на 19.9 млрд руб., платежей по расчетам по производным финансовым инструментам в размере 23.9 млрд руб., а также для частичного осуществления предоплаты за воздушные суда, общая сумма которой за 9М15 составила 13.3 млрд руб. Финансирование возникшего дефицита Аэрофлот осуществлял за счет расширения кредитного плеча. Кроме того, девальвация рубля на 30.09.2015 по сравнению с 01.01.2015 и переоценка долларовой составляющей долга также оказала негативное влияние на величину рублевого кредитного портфеля Аэрофлота. В результате, на конец 9М15 совокупный долг Аэрофлота вырос по сравнению с уровнем на начало года на 12.6% до 195.3 млрд руб., чистый долг – на 12.9% до 165.9 млрд руб. Тем не менее, в результате значительного роста EBITDA долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM уменьшилась на 30.09.2015 до 3.4x против 5.9x на 01.01.2015. По состоянию на 30.09.2015 остаток денежных средств на счетах Аэрофлота составил 29.4 млрд руб., невыбранные кредитные линии – 22.8 млрд руб., что достаточно для погашения всего краткосрочного долга в размере 48.9 млрд руб. (в том числе облигаций БО-03 на 5 млрд руб. со сроком погашения 31.03.2016) в случае необходимости.

В настоящее время долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Аэрофлота («В+») от Fitch находится в списке на пересмотр с негативным прогнозом. Последний раз рейтинги компании пересматривались в сентябре 2015 г.: агентство понизило РДЭ Аэрофлота на одну ступень в связи с негативным влиянием на кредитный профиль Аэрофлота девальвации рубля, снижения реальных доходов населения, а также возможного (на момент пересмотра рейтинг) приобретения Трансаэро. Fitch может вывести рейтинги из списка на пересмотр после появления информации по масштабам расходов Аэрофлота на управление Трансаэро и перевозке ее пассажиров. По данным менеджмента компании, общие расходы авиакомпании по перевозке пассажиров Трансаэро составят около 17 млрд руб., при этом в отчетности за 9М15 отражены резервы на сумму 5 млрд руб. (общая сумма резервов под обязательства на конец 9М15 выросла к началу года на 6.3 млрд руб. до 13.5 млрд руб.). Аэрофлот планирует создать резервы на полный объем обязательств по итогам 2015 года, поэтому мы не ожидаем выведения рейтингов Аэрофлота из списка на пересмотр до появления годовой отчетности, несмотря на сильные результаты Аэрофлота за 9М15.

Единственный выпуск Аэрофлот, БО-3, на наш взгляд, выглядит безыдейно, предлагая по последним сделкам доходность на уровне кривой ОФЗ в размере 11.2% годовых на дюрацию 0.3 г.

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота за 9М15 г.

млн руб.	9М15	9М14	%г
Выручка	309 510	236 698	30,8%
доля выручки от перевозок	86,8%	87,9%	-1,2 пп
EBITDA	47 846	23 559	2,0x
Операционный (убыток)/прибыль	36 808	13 662	2,7x
Чистая прибыль	1 826	-3 563	-
Рентабельность по EBITDA	15,5%	10,0%	5,5 пп
Операционная рентабельность	11,9%	5,8%	6,1 пп
Чистая рентабельность	0,6%	отр.	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	54 184	26 339	105,7%
Чистый операцион. ден. поток	47 403	24 083	96,8%
CAPEX (вкл. лизингов. платежи)	19 885	13 510	47,2%
Свободный денежный поток	27 518	10 573	2,6x

млн руб.	9М15	2014	%г
Активы	301 728	277 718	8,6%
в т.ч. денежные средства	29 357	26 547	10,6%
Долг**	195 297	173 481	12,6%
доля краткосрочного долга	25,0%	19,7%	5,3 пп
Чистый долг**	165 940	146 934	12,9%
Капитал	-21 653	-13 505	60,3%
CAPEX/EBITDA	0,4x	0,9x	-
Долг/EBITDA	4,0x	7,0x	-
Чистый долг/EBITDA	3,4x	5,9x	-
EBITDA/Процентные платежи	11,7x	5,0x	-
Долг/Капитал	отр.	отр.	-

*за вычетом процентных платежей

**включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

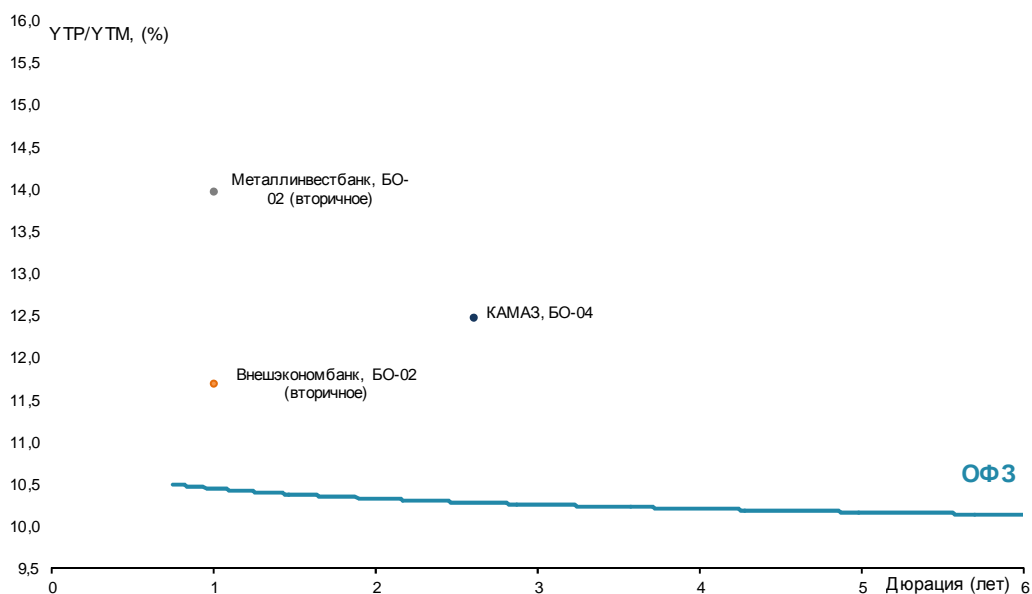
Первичный рынок

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	Оферта Погаше
КАМАЗ, БО-04	- / Ва3 / -	да	3 000	12.47	25.11.2015	30.11.2015	нет / 2.6 г	3 г / 5 г
Внешэкономбанк, БО-02 (вторичное)	BB+ / Ва1 / BBB-	да	до 9 000	11.68	30.11.2015	30.11.2015	нет / 1 г	1 г / 2
Металлинвестбанк, БО-02 (вторичное)	- / В2 / -	да	до 1 500	13.96	27.11.2015	30.11.2015	нет / 1 г	1 г / 4.1

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность	Размещенный	Bid cover/	Ориентир	Фактическая	Дата	Амортиз:
Россети, БО-05	BB+ / Ва2 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.57	27.11.2015	нет / 5.0
ДелоПортс, 01	- / - / BB-	да	3 000	н/д / 100%	н/д	14.28	27.11.2015	нет / 2.5
Кубаньэнерго, 001P-02	NR	нет	3 400	н/д / 100%	н/д	13.03	24.11.2015	нет / 3.2
МРСК Урала, БО-02	BB- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	11.92	24.11.2015	нет / 3.3
МРСК Центра БО-04	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.92	24.11.2015	нет / 3.3
МРСК Центра БО-03	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.15	24.11.2015	нет / 3.3
Русфинанс Банк, БО-04	BB+ / Ва2 / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	12.10-12.25	12.15	24.11.2015	нет / 1
Росэксимбанк, 01	- / Ва2 / -	да	5 000	1.6 / 100%	12.36-12.63	12.47	24.11.2015	нет / 1
ОГК-2, 001P-01R	- / - / BB	да	5 000	2.8 / 100%	12.36-12.63	11.83	24.11.2015	нет / 2.2
ОГК-2, 001P-02R	- / - / BB	да	5 000	2.8 / 100%	12.36-12.63	11.83	24.11.2015	нет / 2.2
Акрон, БО-02	- / Ва3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.63	11.94	24.11.2015	1.5 г / :
Акрон, БО-03	- / Ва3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.63	11.94	24.11.2015	1.5 г / :
МИБ, 04	- / Ваа1 / 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.