



Утренний Express-О


1 апреля 2014 г.

Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


 Moody's понизило рейтинг Мечела с «Вз» до «Саа1», прогноз Негативный.


 «Вертолеты России» (Ва2/-/ВВ): угроза санкций и их влияние на финансы компании.


 Fitch подтвердило рейтинг Башнефти (Ва2/-/ВВ) с «Позитивным» прогнозом.

Moody's понизило рейтинг Мечела с «Вз» до «Саа1», прогноз Негативный.

Агентство Moody's снизило рейтинг Мечела в связи с «ухудшением условий на рынке торговли углем, где улучшений не ожидается до конца 2014 г., слабой ликвидностью компании и высоким леведреджем, несмотря на определенные успехи в рефинансировании краткосрочного долга». В целом, действие вполне соответствуют тяжелому финансовому положению Мечела в условиях слабой конъюнктуры на сырьевых рынках и при высоких рисках рефинансирования долга. В настоящее время Мечел по сути находится «в руках» кредиторов, а его судьба во многом будет зависеть от господдержки, варианты которой активно обсуждаются в правительстве. Понижение рейтинга, безусловно, окажет давление на облигации Мечела, но уровень их доходности уже учитывает обозначенные риски.

Moody's понизило рейтинг Мечела с «Вз» до «Саа1», прогноз Негативный...

Эксперты объяснили действия ухудшением конъюнктуры, слабой ликвидностью, высоким леведредже...

Рейтинг может быть понижен в случае ухудшения операционных показателей, невозможностью рефинансировать долг...

Повышение рейтинга в ближайший год маловероятно...

Комментарий. Вчера вечером Moody's понизило рейтинг Мечел с «Вз» до «Саа1», рейтинг вероятности дефолта (PDR) – с «Вз-PD» до «Саа1-PD». Прогноз – «Негативный». Агентство снизило рейтинг Мечела в связи с «ухудшением условий на рынке торговли углем, где улучшений не ожидается до конца 2014 года, слабой ликвидностью компании и высоким леведреджем, несмотря на определенные успехи в рефинансировании краткосрочного долга».

Рейтинги компании могут быть понижены, если «в течение 2014 г. операционные показатели продолжат ухудшаться, а также в случае потери доступа к финансированию от государственных банков или невозможности рефинансировать краткосрочные долговые обязательства». Эксперты агентства считают маловероятным повышение рейтинга в ближайшие 12-14 мес., если только Мечелу не удастся существенно снизить показатель леведреджа. Прогноз рейтинга может быть изменен на «Стабильный», если «компания улучшит операционные показатели, снизит Долг/ЕБИТДА ниже 8,0х, а ее рентабельность будет значительно выше 10%, и при этом фирме удастся обеспечить себе долгосрочный доступ к финансированию».

В целом, действие Moody's вполне соответствует текущей ситуации, учитывая тяжелое финансовое положение Мечела в условиях слабой конъюнктуры на сырьевых рынках и высокие риски рефинансирования короткого долга. Напомним, компании в 2014 г. еще предстоит погасить (по состоянию на февраль 2014 года) около 1 млрд долл. (после оферт по облигациям четырех выпусков в январе-феврале на 13,7 млрд руб.), а уже в 2015 г. – 2,5 млрд долл. (включая облигации на 198 млн долл.), при этом самостоятельно исполнить обязательства без внешних заимствований ей будет проблематично.

1 апреля 2014

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Мечел (МСФО)		
	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	8 222	6 692	-18,6
Операционный денежный поток	1 067	314	-70,6
ЕБИТДА	1 346	608	-54,8
ЕБИТДА margin	16,4%	9,1%	-7,3 п.п.
Чистый убыток	-543	-2 244	
margin	отриц	отриц	-
	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	17 695	14 619	-17,4
Денежные средства и эквиваленты	294	104	-64,5
Долг	9 358	9 132	-2,4
краткосрочный	1 436	1 938	34,9
долгосрочный	7 922	7 194	-9,2
Чистый долг	9 064	9 028	-0,4
Долг/ЕБИТДА	7,1	12,7	
Чистый долг/ЕБИТДА	6,8	12,5	

Источники: данные компании, PSB Research

Действия Moody's соответствуют тяжелому финансовому положению и высоким рискам рефинансирования Мечела...

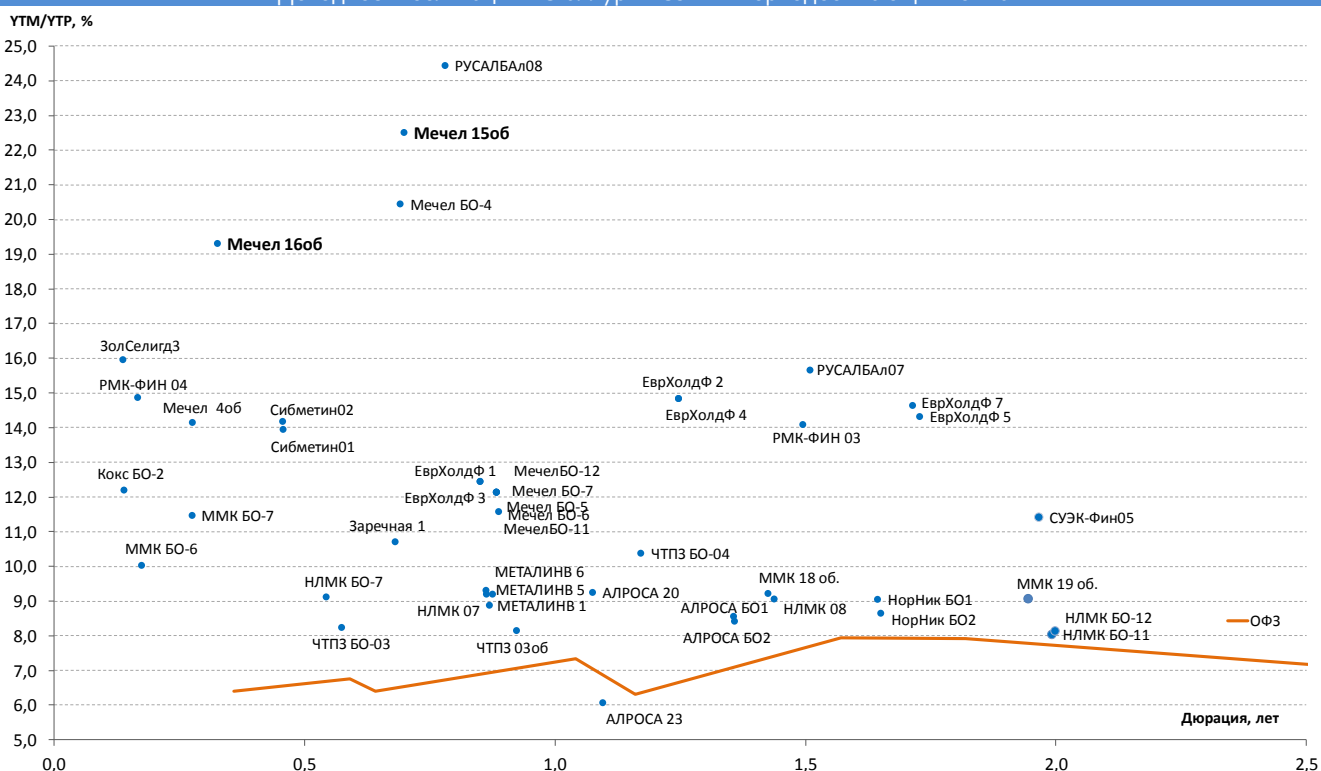
Судьба компании во многом находится «в руках» кредиторов и зависит от господдержки...

Новость окажет давление на облигации Мечела, но доходность уже учитывает риски кредитного профиля...

На наш взгляд, в настоящее время Мечел по сути находится «в руках» кредиторов, а его судьба во многом будет зависеть от господдержки, варианты которой активно обсуждаются в правительстве (в СМИ сообщалось о возможном кредите ВЭБа на 2 млрд долл.). Одним из возможных решений долговой проблемы также может стать продажа части активов. В частности, на совещании в правительстве обсуждалась возможная продажа Мечелом ж/д ветки Улак-Эльга к Эльгинскому угольному месторождению РЖД за 50-70 млрд руб. Кроме того, в СМИ появлялась информация и о продаже миноритарного пакета в Эльге (месторождение коксующегося угля с запасами 2 млрд тонн), американской угольной Bluestone, Донецкого электрометаллургического завода (ДЭМЗ) в Украине, сбытовой сети Mechel Service (за исключением активов в России). Тем не менее, информации о конкретных сделках пока не появлялось.

Новость о понижении рейтинга Мечела, безусловно, окажет давление на облигации компании, но уровень их доходности уже учитывает обозначенные риски. Мы считаем, что на данном этапе вопрос рефинансирования долга Мечела остается открытым, а инвестиции в облигации – рискованны.

Доходности облигаций металлургических и горнодобывающих компаний



Александр Полютов

1 апреля 2014

«Вертолеты России» (Ba2/-/BB): угроза санкций и их влияние на финансы компании.

Американские сенаторы пытаются склонить администрацию президента США Барака Обамы реализовать санкции в отношении «Рособоронэкспорта» и разорвать все действующие контракты. Однако пока этого не произошло. Одним из главных «пострадавших» может оказаться компания «Вертолеты России», поставляющая по контракту вертолеты МИ-17В-5 в США (в рамках миссии США в Афганистане). На наш взгляд, влияние на финансы компании будет от «нейтрального» до «умеренно-негативного» даже в случае полного разрыва отношений по действующим контрактам. Напомним, у «Вертолеты России» на данный момент в обращении находятся 3 выпуска облигаций общим номиналом 20 млрд руб., и мы пока не ожидаем давления на них в рамках текущей новости.

Комментарий.

На наш взгляд, риски полной отмены контрактов не высоки, так как США до сих пор не приняло такого решения, что, на наш взгляд, не случайно.

Американские сенаторы пытаются склонить администрацию президента США Барака Обамы реализовать санкции в отношении «Рособоронэкспорта» и разорвать все действующие контракты. Однако на сегодняшний день никаких мер все еще не принято. Одним из главных «пострадавших» от санкций может оказаться компания «Вертолеты России», поставляющая по контракту вертолеты МИ-17В-5 в США (в рамках миссии США в Афганистане). «Вертолеты России» поставляют США ежегодно вертолетов на сумму около 9% от общей выручки компании. С 2011 года доля продаж в США незначительно выросла - с 9,3% до 9,9% в 2013 году. При этом, согласно данным компании, более половины твердых заказов на ее продукцию приходится на госзаказы. Последние обеспечивают маржу по показателю EBITDA на уровне всего 10%, что заметно ниже, чем в целом по компании по всем видам деятельности - 15% в 2013 году. Таким образом, компания смогла достичь более высоких показателей как раз за счет продаж за рубежом. Соответственно, компания может немного потерять в маржинальности показателя EBITDA.

Ключевые финансовые показатели, млрд рублей.	Вертолеты России (МСФО)			
	2011	2012	2013	Изм. %
Выручка	103.9	125.7	138.3	10
Операционный денежный поток	4.4	-7.9	16.6	н/д
EBITDA	14.7	15.1	20.6	36
EBITDA margin	14.2%	12.0%	14.9%	+2,9 п.п.
% расходы	-3.9	-4.4	-5.2	18.2
Чистая прибыль (убыток)	7.0	9.4	9.5	н/д
margin	6.7%	7.4%	6.9%	-0,6 п.п.
	2011	2012	2013	Изм. %
Активы	140	155	186	20.0
Денежные средства и эквиваленты	12	11	16	49.6
Долг	78	78	82	5.3
краткосрочный	19	44	34	-20.9
долгосрочный	35	34	48	38.4
Чистый долг	66	67	66	-1.8
Долг/ EBITDA	5.3	5.2	4.0	-
Чистый долг/ EBITDA	4.5	4.5	3.2	-
EBITDA/% расходы	-3.7	-3.4	-4.0	-

Источники: данные компании, расчеты PSB Research

С другой стороны, решения по разрыву контрактов до сих пор принято не было, и для этого есть веские аргументы: качество и надежность продукции, а также неприхотливость в сервисном обслуживании и адаптированность под условия эксплуатации в Афганистане делают ее незаменимой. США будет довольно сложно

1 апреля 2014

В случае разрыва контрактов, «Вертолеты России» потеряли бы около 10% выручки и около 11% в EBITDA. При этом, на наш взгляд, компания смогла бы постепенно закрыть этот «спад» за счет других рынков.

отказаться от российских вертолетов, так как использование собственных вертолетов потребует организации дополнительных сервисных парков для обслуживания техники на территории Афганистана, что принесет США дополнительные издержки.

На наш взгляд, риски полной отмены контрактов не высоки, так как США до сих пор не приняли такого решения, что, на наш взгляд, не случайно.

В случае разрыва контрактов, «Вертолеты России» потеряли бы около 10% выручки и около 11% в EBITDA. При этом на наш взгляд, компания смогла бы постепенно закрыть этот «спад» за счет других рынков.

На наш взгляд, несмотря на значительную долговую нагрузку по показателю Чистый Долг/EBITDA около 4X, компания характеризуется сильным кредитным профилем, который поддерживается обеспеченностью гос.заказами в значительных объемах, контролирующим акционеров в лице государства, а также довольно диверсифицированной географией зарубежных продаж.

Вадим Паламарчук

Fitch подтвердило рейтинг Башнефти (Ba2/-/BB) с «Позитивным» прогнозом.

Fitch сообщило о подтверждении рейтинга Башнефти «BB» с «Позитивным» прогнозом после приобретения компанией Бурнефтегаза, работающего в сфере разведки и добычи в Тюменской области. Хотя, как отмечает агентство, сделка окажет давление на долговые метрики компании, она позитивно отразится на сегменте upstream Башнефти в среднесрочной перспективе. Потенциал роста бумаг компании ограничен.

Комментарий. Вчера агентство Fitch подтвердило рейтинг Башнефти на уровне «BB» с «Позитивным» прогнозом вслед за приобретением Бурнефтегаза за 1 млрд долл. Ранее мы уже писали о том, что данное приобретение, хоть и окажет давление на долговые метрики Башнефти, является вполне подъемным для компании и позволит ей сделать ставку на рост. По оценке агентства, соотношение денежных средств от операционной деятельности и чистого долга может повыситься до 1,9-2,3х в 2014-2018 гг. с примерно 1х на конец 2013 г. в результате сделки. Напомним, что по итогам 9 мес. 2013 г. соотношение Долг / EBITDA компании составило 0,84х против 1,05х годом ранее, а Чистый долг / EBITDA – 0,67х против 0,86х.

Fitch указало на то, что покупка позитивно скажется на бизнесе upstream Башнефти в среднесрочной перспективе и позволит компании продолжить наращивание добычи.

При этом «Позитивный» прогноз основан на том, что прогресс в разработке месторождения им. Требса и Титова совместно с Лукойлом позволит выйти на генерацию позитивного свободного денежного потока по проекту после 2017-2018 гг. Однако не ожидается, что денежные потоки по проекту смогут пойти на обслуживание долга Башнефти в следующие 3-4 года, так как средства в первую очередь будут использованы для финансирования инвестиционной программы самого проекта.

До конца первого полугодия 2015 г. у Башнефти было открыто кредитных линий на 30 млрд руб. против 16 млрд долл. в форме денежных средств и эквивалентов по итогам 3 кв. 2013 г., и, по нашему мнению, часть этих средств могла пойти на финансирование приобретения Бурнефтегаза.

Последнее рейтинговое действие выставляет Башнефть в выгодном свете на фоне произведенных недавно понижений прогнозов для ряда государственных нефтегазовых компаний и Лукойла и может послужить толчком для некоторого снижения доходности бумаг Башнефти, особенно в свете ожидаемых благоприятных результатов компании по итогам 2013 г. Так, консенсус-прогноз Bloomberg предполагает рост EBITDA в 2013 г. на 15% по сравнению с 2012 г. – до 113,7 млрд руб., рост выручки – на 14%: до 607 млрд руб.

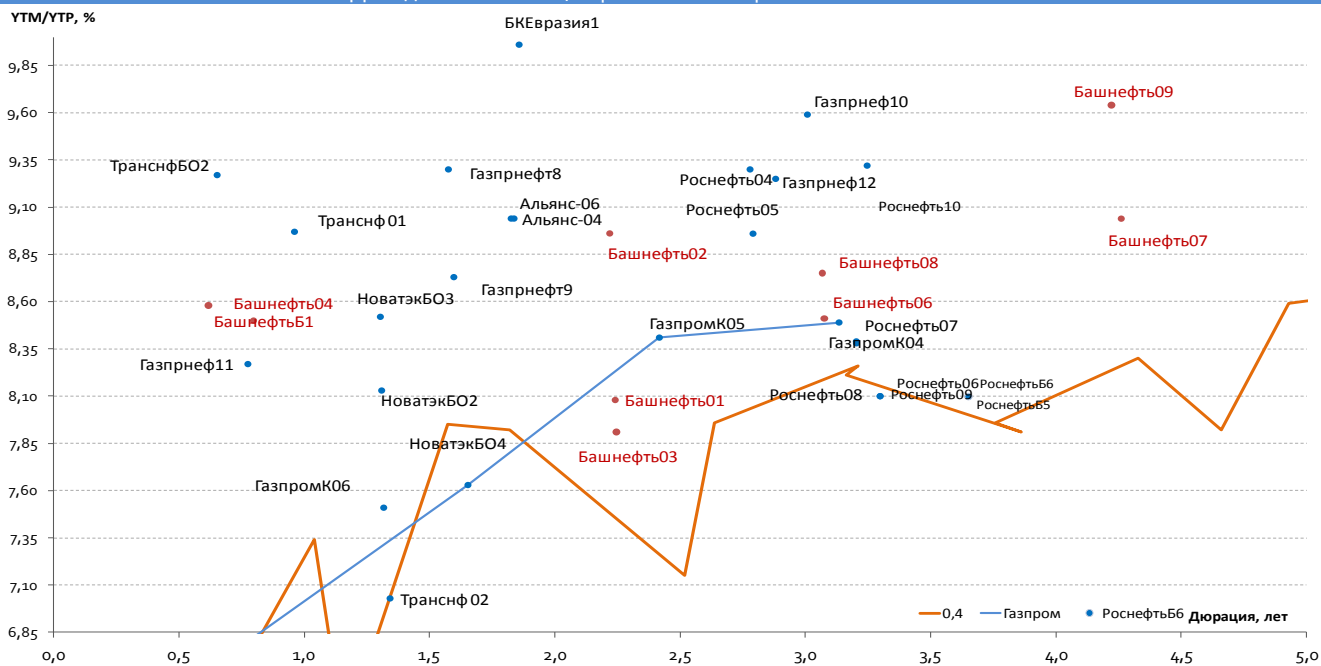
Отношение чистого долга к денежным средствам от операционной деятельности может подняться до 1,9-2,3х в 2014-2018 гг. с 1х на конец 2013 г...

Последнее рейтинговое действие выставляет Башнефть в выгодном свете против других компаний сектора, прогноз по рейтингу которых был недавно ухудшен...

1 апреля 2014

Потенциал роста в цене бумаг Башнефти, однако, ограничен, так как последняя сделка все же негативно отразится на коэффициентах долговой нагрузки компании в ближайшее время. Кроме того, по нашему мнению, бумаги Башнефти на настоящий момент вполне справедливо оценены рынком.

Доходности облигаций российских нефтегазовых компаний



Алина Арбекова

Кредитный комментарий

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Управление исследований и аналитики

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB Research**

Николай Кашеев Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4788
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полюттов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Сурпин Александр	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-3924
Виктория Давитиашвили	davitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Миленин Сергей	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
Бараночников Александр	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

1 апреля 2014

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.