

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Ак Барс Банк (B1/-/BB-): повышение рейтинга от Moody's до «B1».

РЖД (Baa1/BBB/BBB): отчетность за 1 пол. 2013 г.

Ак Барс Банк (B1/-/BB-): повышение рейтинга от Moody's до «B1».

Действие отражает снижение непрофильных банковских активов, что в свою очередь ослабило давление на капитал Банка. При этом агентство отмечает, что рейтинги «Ак Барса» по-прежнему сдерживаются умеренной капитализацией, волатильными показателями прибыльности, рыночными факторами риска.

Напомним, что в конце ноября агентство повысило рейтинг и Татарстану (Baa3/-/BBB-), что уже тогда позволило, на наш взгляд, ожидать аналогичного действия и в отношении Ак Барс Банка. Тем не менее, мы ждем реакции в евробондах Банка, принимая во внимание текущее улучшение настроений на рынках.

Комментарий. Агентство Moody's повысило рейтинг Ак Барс Банка до «B1» с «B2» со «Стабильным» прогнозом.

Среди ключевых драйверов агентство отмечает:

- **Уменьшение объема непрофильных активов.** В 1 полугодии 2013 Банк снизил объем непрофильных активов более чем вдвое (представлен в основном земельными участками в окрестностях Казани, столице Татарстана) – до 12,3 млрд руб. (42% акционерного капитала) на 1 июля 2013 года с 26,5 млрд руб. на конец 2012 года (95% акционерного капитала). Это было обусловлено продажей Ак Барс Банком ЗПИФа компании, связанной с Республикой Татарстан. Сделка позитивна для кредитоспособности банка, снижая давление на капитал.
- **Сокращение портфеля акций.** Moody's также позитивно расценивает снижение вложений Ак Барс Банка в акции вдвое – до 9,1 млрд руб. (31% акционерного капитала) на 1 июля 2013 года с 18,2 млрд руб. (70% акционерного капитала) на конец 2011 года. Вместе с тем агентство отмечает, что аппетит к рыночному риску остается высоким, что повышает волатильность финансового результата Банка.

В целом, рейтинги Эмитента по-прежнему сдерживаются умеренной капитализацией, волатильностью прибыльности и высокой долей разовых доходов, рыночным риском, а также операциями со связанными сторонами. В то же время, Банк характеризуется сильной позицией в Республике Татарстан, масштабом филиальной сети в регионе.

Напомним, что в конце ноября агентство повысило рейтинг и Татарстану (Baa3/-/BBB-), что уже тогда позволило, на наш взгляд, ожидать аналогичного действия и в отношении Ак Барс Банка (см. наш *комментарий* от 25 ноября 2013 года). Тем не менее, мы ждем положительной реакции в евробондах Банка, принимая во внимание текущее улучшение настроений на рынках.

Елена Федоткова

РЖД (Ваа1/ВВВ/ВВВ): отчетность за 1 пол. 2013 г.

РЖД показали ослабление финансовых показателей на фоне снижения грузооборота и роста доли низкодоходных грузоперевозок. Кроме того, давление на прибыльность оказали заметно выросшие операционные расходы, главным образом относящиеся к логистическому оператору GEFCO, купленному РЖД в 2012 г. Уровень долга компании вырос, в том числе после размещения длинных инфраструктурных облигаций, тем не менее, остается вполне приемлемым, а риски рефинансирования короткого долга незначительны. Отчетность РЖД окажет умеренное давление на котировки облигаций компании.

РЖД показала рост выручки в основном за счет покупки GEFCO,...

...но прибыльность бизнеса снизилась на фоне замедляющейся экономики и роста операционных расходов...

Комментарий. Вчера РЖД представили отчетность за 1 пол. 2013 г. по МСФО. В целом, компания продемонстрировала ослабление финансовых показателей, хотя и добилась роста выручки на 13,4% до 842 млрд руб. (г/г) в основном за счет консолидации французского логистического оператора GEFCO, купленного в 2012 г. (доходы от логистических услуг выросли практически в 25 раз до 85,7 млрд руб.). В то время как доходы от грузоперевозки практически не росли, прибавив за январь-июнь на 0,5% до 564 млрд руб. из-за снижения грузооборота, а также роста низкодоходных грузоперевозок на фоне замедляющейся экономики.

В итоге, прибыльность бизнеса РЖД также снижалась – EBITDA margin составила 27,6% («-4,4 п.п.» (г/г)), здесь также давление оказали ощутимо выросшие операционные расходы («+19,7%» до 794,2 млрд руб. (г/г)), главным образом после консолидации GEFCO (пришлось 81 млрд руб. – в основном это затраты на логистические и экспедиторские услуги сторонних компаний). На этом фоне операционный денежный поток компании снизился на 5,1% до 96 млрд руб. (г/г).

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	РЖД (МСФО)		
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %
Выручка	742	842	13,4
Операционный денежный поток	101	96	-5,1
EBITDA	204	181	-11,2
EBITDA margin*	27,6%	23,2%	-4,4 п.п.
Чистая прибыль	73	32	-56,6
margin	9,8%	3,8%	-6,0 п.п.
	2012	1 пол. 13	Изм. %
Активы	3 493	3 596	3,0
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	164	84	-48,8
Долг	494	611	23,5
краткосрочный	106	66	-38,0
долгосрочный	389	545	40,3
Чистый долг	330	527	59,5
Долг/EBITDA	1,5	2,1	
Чистый долг/EBITDA	1,0	1,8	

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

*с учетом корректировки выручки на величину расходов на оказание экспедиторских и логистических услуг соисполнителями в рамках интегрированной логистики

Долговая нагрузка выросла, в том числе за счет инфраструктурных облигаций...

Долговая нагрузка РЖД за 1 пол. 2013 г. выросла – компания увеличила размер долга на 23,5% до 611 млрд руб. (к 2012 г.), а метрика Долг/EBITDA составила 2,1x (против 1,5x в 2012 г.), Чистый долг/EBITDA – 1,8x (против 1,0x соответственно). Рост долга компания связывает с размещением инфраструктурных облигаций, в частности в июне РЖД разместили два выпуска серий БО-09 и БО-18 общим объемом 50 млрд руб. срочностью 15 и 30 лет. Отметим, что после отчетной даты компания еще разместила 10-летние облигации (выпуски серий БО-12 и БО-13 общим объемом 50 млрд руб.) на финансирование инвестиционной программы, размер которой за 1 пол. 2013 г. составил 264 млрд руб. («+22,7% (г/г)»), что может еще поднять уровень долга

11 декабря 2013

компании. В то же время долговая политика РЖД предусматривает предельный уровень метрики Чистый долг/ЕБИТДА не более 2,5х.

Вместе с тем, короткая часть долга составила на конец июня 66 млрд руб. (или 11% долга) и полностью покрывалась запасом денежных средств на счетах и депозитах на сумму 84 млрд руб., что говорит о незначительных рисках рефинансирования.

На наш взгляд, публикация отчетности может оказать давление на котировки облигаций РЖД, но оно, скорее всего, будет умеренным, учитывая, что в последние месяцы выпуски компании уже немного проседали.

Александр Полютов

Отчетность окажет умеренное давление на котировки облигации РЖД...

**Контакты:**

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****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. 77-4748

Вадим Паламарчук

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

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

Volozhnev@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

davitiashviliVM@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

11 декабря 2013

© 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.