



Утренний Express-О

15 ИЮЛЯ 2014 Г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Роснефть (Ваа1/BBB/-), похоже, близка к тому, чтобы получить доступ к трубе «Сахалина-2».



S&P повысило рейтинг АФК Система на 1 ступень до «BB+»/Стабильный.



Moody's изменило прогноз рейтингов Распадской «B2» на Негативный.

Роснефть (Ваа1/BBB/-), похоже, близка к тому, чтобы получить доступ к трубе «Сахалина-2».

Нефтяная корпорация может вскоре получить доступ к трубе «Сахалина-2» и тем самым избавиться от необходимости строить собственную транспортную структуру. Параллельно Роснефть продолжает наращивать буровые активы, что может свидетельствовать о стремлении усилить контроль над издержками. Новости в целом оцениваются нами как позитивные для компании, но на рынках в настоящий момент превалирует геополитическая тема.

Обе новости говорят о возможности сокращения издержек Роснефтью...

... если Роснефть получит доступ к трубе «Сахалина-2», ей не придется строить свою трубопроводную инфраструктуру...

Комментарий. Роснефть, по словам главы компании И. Сечина, может быть близка к разрешению вопроса доступа к трубе «Сахалина-2» для своего СПГ-проекта, совместного с Exxon Mobil. Это избавит компанию от необходимости строить свою собственную инфраструктуру. В борьбе за доступ госкомпания подала иск против Sakhalin Energy, дочерней компании Газпрома, после чего ФАС призвала последнюю до конца июля рассмотреть заявку Роснефти. Вдобавок к этому, вчера премьер-министр России Д. Медведев заявил о том, что права на экспорт СПГ будут предоставлены Роснефти, Газпрому, Газпром-экспорту и Ямал-СПГ.

Из других новостей по компании: Роснефть приобрела нефтесервисные активы Weatherford Energy за 500 млн долл. Сама сделка является небольшой в масштабах Роснефти (составляет порядка 1,2% от выручки за 1 кв. 2014 г.), и мы не ожидаем существенного изменения кредитных метрик госкомпания в связи с этой покупкой.

Этой покупкой компания продолжает пополнять свою базу нефтесервисных активов: РН-Бурение (создана на базе сервисных предприятий самой Роснефти), Оренбургская буровая компания (приобретена в феврале текущего года за 250 млн долл.).

Сама Weatherford обладает активами в сфере бурения и ремонта скважин в России и Венесуэле. Напомним, что Роснефть обладает активами в Венесуэле, в частности месторождение Хунин-6, а также долей в бразильском газовом проекте Солимоинс, которую после недавнего получения одобрения регулятора планирует увеличить до 51%. Таким образом, учитывая, что Роснефть обладает активами в Латинской

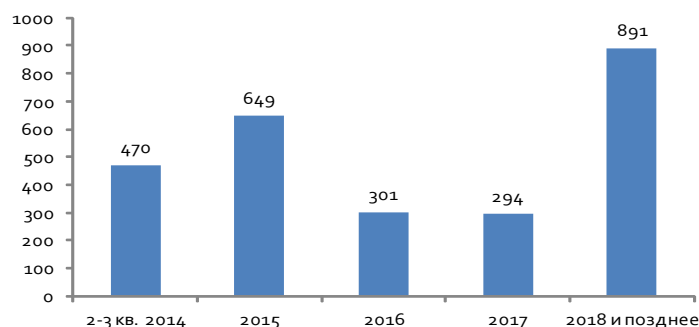
15 ИЮЛЯ 2014

**...покупка активов
Weatherford позволит
взять под более жесткий
контроль
нефтесервисные расходы
в России и Венесуэле...**

Америке, покупка активов Weatherford может быть выгодна госкомпании в плане сокращения издержек.

Несмотря на то, что мы оцениваем поступившие новости как в целом позитивные для компании, ее долговые бумаги могут не ощутить на них заметной поддержки: внимание рынков в настоящий момент сфокусировано на геополитической арене. Из евробондов компании наиболее интересным мы считаем выпуск Rosneft-2017, который пока не восстановился к уровням, наблюдавшимся в конце февраля - начале марта, до эскалации ситуации в Украине. Выпуск может обладать потенциалом роста в цене на 40-50 б.п. в отсутствие сильного понижающего давления геополитических факторов.

График погашения долга Роснефти, млрд руб.



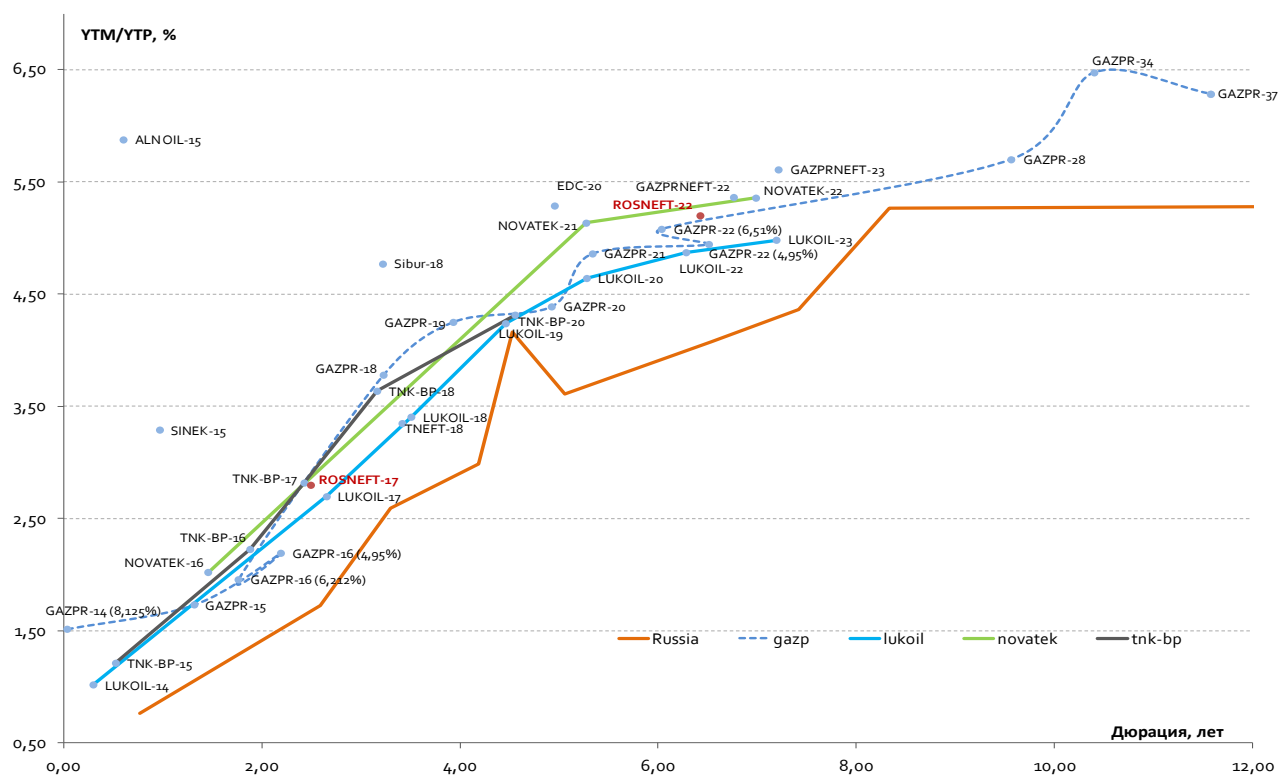
Источник: Данные компании

Ключевые показатели Роснефти по МСФО за 1 кв. 2014 г., млрд руб.

	1 кв. 2013	1 кв. 2014	% изм
Выручка	812	1375	69,3%
Чистая прибыль	248	88	-64,5%
ЕБИТДА	142	289	103,5%
маржа по Чистой прибыли	30,5%	6,4%	-24,1 п.п.
маржа по ЕБИТДА	17,5%	21,0%	+3,5 п.п.
Операционный денежный поток	362	658	81,8%
Поток ден. средств от инвест. деят-ти	-1311	-345	-73,7%
Чистый операционный ден. поток	-949	313	-133,0%
Капвложения	95	104	9,5%
	на 31 мар. 2013	на 31 мар. 2014	% изм
Активы	6559	7893	20,3%
Денежные средства	318	220	-30,8%
Долг	2182	2303	5,5%
краткосрочный	468	864	84,6%
долгосрочный	1714	1439	-16,0%
Чистый долг	1793	1586	-11,5%
Чистый долг / ЕБИТДА	1,81	1,47	-

Источник: Данные компании, расчеты PSB Research

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний



Алина Арбекова

S&P повысило рейтинг АФК Система на 1 степень до «BB+»/Стабильный.

S&P повысило рейтинг АФК «Система» с «BB» до «BB+», прогноз Стабильный. Эксперты отмечают, что компании удалось снизить финансовые риски до «среднего», улучшив при этом практику корпоративного управления. Отметим, что теперь у АФК рейтинг от S&P на уровне «BB+» наивысший (от Moody's «Ba2»/Позитивный, от Fitch – «BB-»/Позитивный). Нельзя исключать, что Fitch следом за коллегами «подтянет» рейтинг корпорации, который выбивается из общей картины. Повышение рейтинга – позитивное событие для бумаг АФК Система, в первую очередь для евробондов. За последние 1-2 недели Sistema-19 (YTM 5,12%/4,11 г.) заметно выросла в цене на повышении рейтинга от Moody's. Впрочем, рейтинговые действия могут еще дать импульс для роста котировок бумаг АФК – на 40-60 б.п. в цене.

S&P повысило рейтинг АФК Система с «BB» до «BB+», прогноз Стабильный...

Эксперты отмечают снижение финансовых рисков и улучшение корпоративного управления...

Комментарий. Вчера S&P повысило рейтинг АФК «Система» с «BB» до «BB+», прогноз Стабильный. Эксперты агентства отмечают, что компании удалось снизить финансовые риски до «среднего» (на 31 марта долг составил 1,7 млрд долл. против не менее 1,5 млрд долл. поступлений от дочерних структур), улучшив при этом практику корпоративного управления (оценка повышена со «слабой» до «посредственной»).

Отметим, что теперь у АФК Система рейтинг от S&P на уровне «BB+» - наивысший (от Moody's «Ba2»/Позитивный, от Fitch – «BB-»/Позитивный). Причем, совсем недавно (4 июля) Moody's уже повышало рейтинг Системы на 1 степень до «Ba2» (см. наш комментарий от [4 июля 2014 г.](#)), нельзя исключать, что Fitch следом за коллегами «подтянет» рейтинг корпорации, который выбивается из общей картины (на 1-2 степени), учитывая устойчивый кредитный профиль АФК и ключевых «дочек» (см. наш комментарий к отчетности Системы от [4 июня 2014 г.](#)).

15 ИЮЛЯ 2014

Действия S&P соответствуют улучшению кредитного профиля АФК, что подтверждается их последними финансовыми результатами...

Ключевые финансовые показатели млн долл.	АФК Система (US GAAP)		
	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %
Выручка	8 346	8 215	-1,6
Операционный денежный поток	1 180	1 591	34,7
Скорр. OIBDA	1 967	1 894	-3,7
Скорр. OIBDA margin	23,6%	23,0%	-0,6 п.п.
Скорр. чистая прибыль	351	363	3,5
margin	4,2%	4,4%	0,2 п.п.
	2013	1 кв. 2014	Изм. %
Активы	43 249	41 536	-4,0
Денежные средства и эквиваленты	2 059	2 232	8,4
Долг	13 275	14 276	7,5
краткосрочный	2 511	4 712	87,6
долгосрочный	10 764	9 564	-11,1
Чистый долг	11 216	12 044	7,4
Долг/OIBDA	1,5	1,6	
Чистый долг/OIBDA	1,3	1,4	

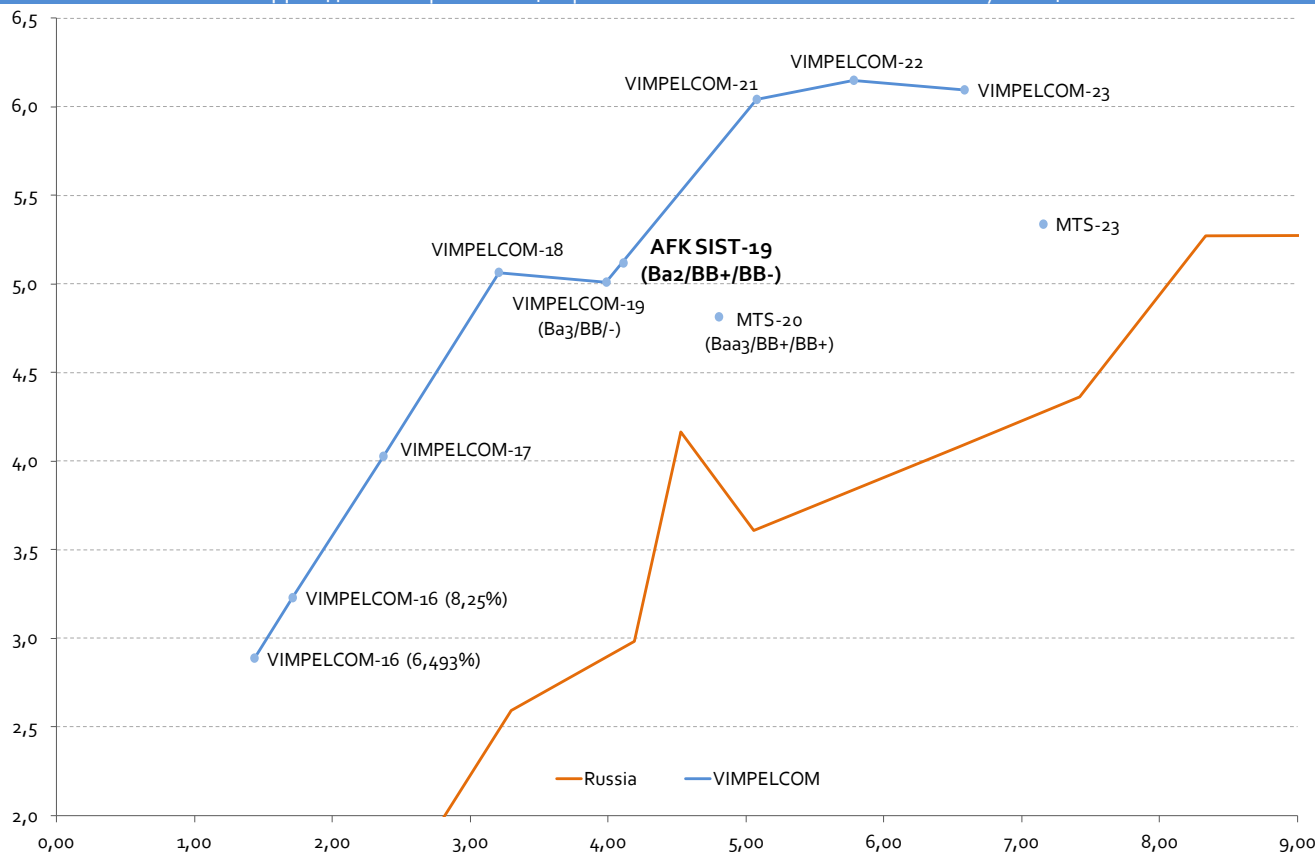
Источники: данные компании, PSB Research

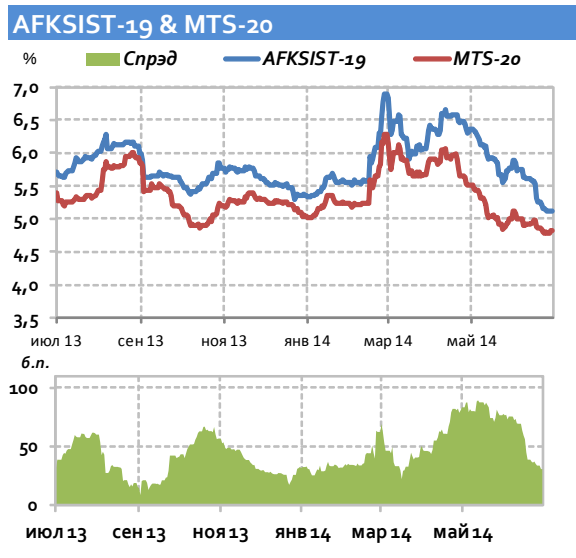
Не исключено, что Fitch «подтянет» рейтинг Системы «ВВ-», отличается на 1-2 ступени от коллег...

Событие позитивно для еврообонда Sistema-19, небольшой потенциал роста сохраняется...

Повышение рейтинга, безусловно, позитивное событие для бумаг АФК Система, в первую очередь для еврообондов компании. Вместе с тем, за последние 2-3 недели Sistema-19 (YTM 5,12%/4,11 г.) заметно выросла в цене (со 106% до 107,7%) на позитивных новостях о повышении рейтинга агентством Moody's до «Вa2», а спред к MTS-20 сузился (с 75 до 35 б.п.). Впрочем, рейтинговые действия могут еще дать импульс для роста котировок бумаг АФК – на 40-60 б.п. в цене.

Доходности еврооблигаций российских компаний связи и телекоммуникаций





Александр Полюттов

Moody's изменило прогноз рейтингов Распадской «B2» на Негативный.

Moody's изменило прогноз рейтинга Распадская «B2» на Негативный, что отражает ожидания агентства сохранения давления на финансовые показатели компании из-за низкого внутреннего спроса и слабой прибыльности экспортных поставок. Низкие цены на коксующийся уголь и отсутствие формальных гарантий Evraz Group SA («Ваз»)/Стабильный) ограничивают степень выравнивая рейтингов Распадской. Действия Moody's окажут давление (20-30 б.п. в цене) на котировки евробонда Rspadskaya-17 (YTM 7,49%/2,43 г.), но реакция, скорее всего, будет умеренной, поскольку изменения затронули только прогноз рейтинга, а ухудшение финансового состояния Распадской было ожидаемо.

Moody's изменило прогноз рейтинга Распадской «B2» на Негативный...

Эксперты ожидают давления на финансы Распадской из-за низких цен на коксующийся уголь...

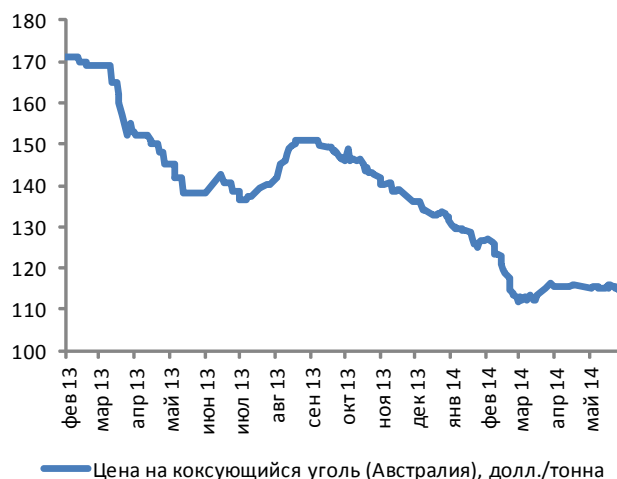
Степень выравнивания рейтингов Распадской и «материнской» Евраз («Ваз») ограничена ...

У Распадской также имеется рейтинг от Fitch на 1 ступень выше – «B+»/Стабильный...

Комментарий. Вчера агентство Moody's изменило прогноз рейтинга Распадской «B2» на Негативный со Стабильного. Изменение прогноза отражает ожидания Moody's, что низкий внутренний спрос и слабая прибыльность экспортных поставок, скорее всего, сохранятся в ближайшей перспективе, что продолжит негативно сказываться на финансовых показателях компании в следующих кварталах. Кроме того, низкие цены на коксующийся уголь и отсутствие формальных гарантий EVRAZ plc (без рейтинга) или Evraz Group SA («Ваз»)/Стабильный) ограничивают степень выравнивая рейтингов Распадской и Evraz Group.

В целом, обеспокоенность Moody's относительно возможного ослабления финансового положения Распадской вполне оправдана, учитывая падение цен на коксующийся уголь (по итогам июня 2014 г. было на 17-18%, г/г). Впрочем, ухудшение финансовых показателей Распадской уже имеет место быть, в частности по итогам 2013 г. (см. наш комментарий от [27 марта 2014 г.](#)). Напомним, выручка компании в минувшем году практически не изменилась (545 млн долл.), при этом был получен убыток на уровне EBITDA (-10 млн долл.) из-за снижения цен на коксующийся уголь и потерь от курсовых разниц, а также издержек, связанных с освоением нового рынка сбыта (АТР). Кредитный профиль Распадской в условиях слабых цен на коксующийся уголь вызывает настороженность, что делает его в большей степени зависимым от возможной поддержки «материнской» компании – Евраз.

Динамика цены на коксующийся уголь

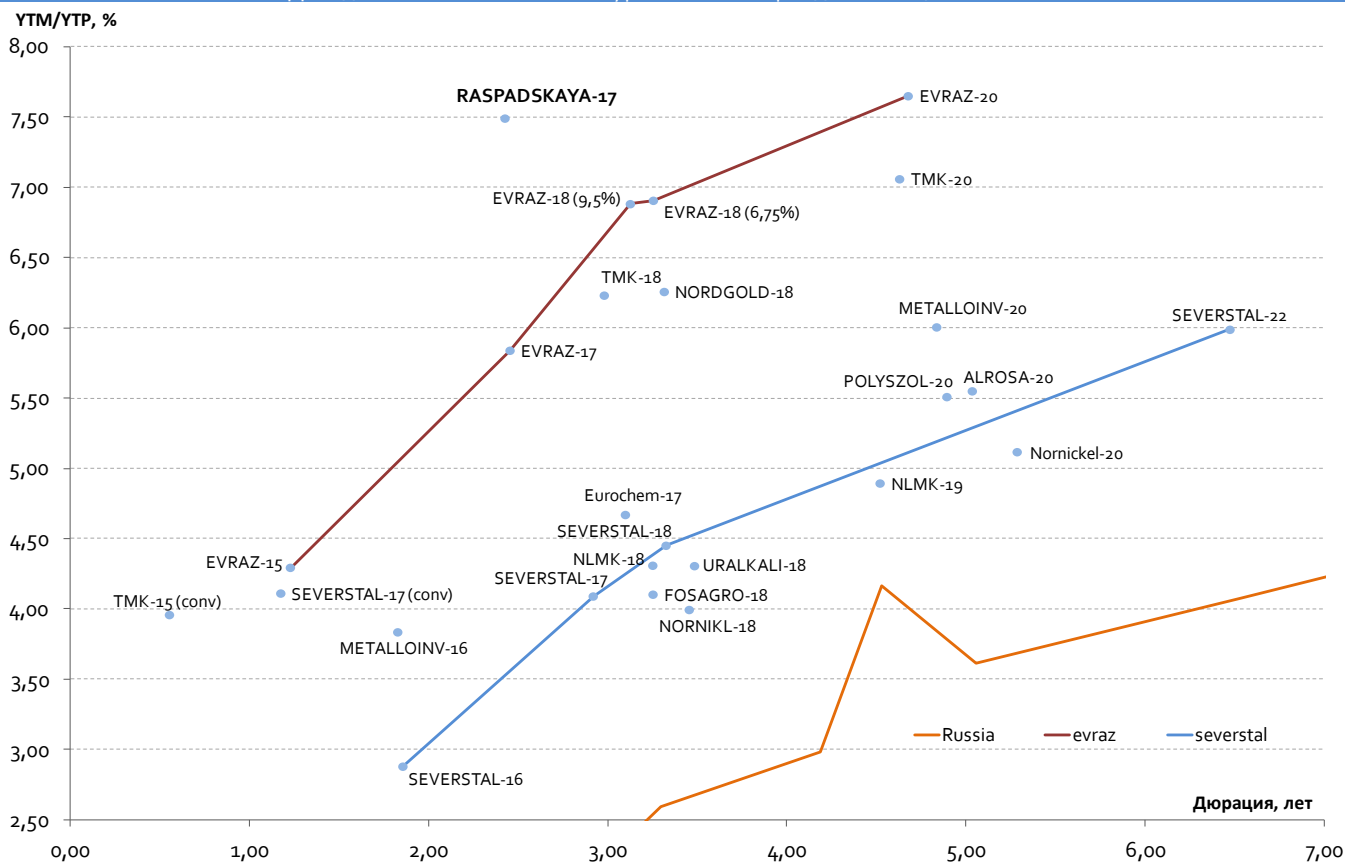


Источник: Bloomberg

Действие Moody's окажет умеренное давление на евробонд Raspadskaya-17...

Безусловно, действия Moody's окажут давление (20-30 б.п. в цене) на котировки евробонда Raspadskaya-17 (YTM 7,49%/2,43 г.), впрочем, реакция, скорее всего, будет умеренной, поскольку изменения затронули только прогноз рейтинга, а ухудшение финансового состояния Распадской было предсказуемо, учитывая сохраняющуюся слабость цен на коксующийся уголь. К тому же у Распадской также имеется рейтинг от Fitch на 1 ступень выше – на уровне «В+»/Стабильный.

Доходности облигаций металлургических и горнодобывающих компаний



15 ИЮЛЯ 2014

Ключевые финансовые показатели, млн долл.	Распадская (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Выручка	543	545	0.4
Операционный денежный поток	111	53	-51.9
EBITDA	138	-10	-107.2
EBITDA margin	25.4%	-1.8%	-27,2 п.п.
% расходы	43	45	4.0
Чистая прибыль (убыток)	-30	-126	327.3
margin	-5.4%	-23.1%	-17 п.п.
	2012	2013	Изм. %
Активы	1 932	1 659	-14.1
Денежные средства и эквиваленты	8	6	-26.8
Долг	554	403	-27.2
краткосрочный	7	6	-22.9
долгосрочный	547	398	-27.3
Чистый долг	546	397	-27.2
Долг/ EBITDA	4.0	н/д	-
Чистый долг/ EBITDA	4.0	н/д	-
EBITDA/% расходы	3.2	н/д	-
Источники: данные компании, расчеты PSB Research			

Александр Полютов

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

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 Кашцев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Роман Османов

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

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 ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Денис Семеновых

SemenovkhDD@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

Николай Фролов

FrolovN@psbank.ru

+7 (495) 228-39-23

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 411-51-34

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**Алексей Кулаков**

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ**Сергей Миленин**

Milenin@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

Александр Бараночников

Baranoch@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

15 ИЮЛЯ 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.