



Утренний Express-О

17 сентября 2014 г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Сибур (Ba1/-/BB+) в целом неплохо отчитался за 1 пол. 2014 г.



Предъявлены обвинения главе и основному владельцу АФК Система (Ba2/BB+/BB-) по делу Башнефти (Ba2/-/BB).

Сибур (Ba1/-/BB+) в целом неплохо отчитался за 1 пол. 2014 г.

Компания зафиксировала рост выручки на 32%, скорректированной чистой прибыли – на 33%. В то же время позитивных изменений в показателях рентабельности не отмечено. Коэффициент долговой нагрузки немного повысился с конца 2013 г. и снизился к/к до 1,27х. Мы ожидаем, что компания сохранит комфортные кредитные метрики, несмотря на увеличение объема инвестиционной программы до 74 млрд руб. с 53 млрд руб. Выпуск Sibur-2018 может обладать небольшим потенциалом роста в случае позитивного развития событий в геополитической сфере.

**Выручка повысилась на 32%,
EBITDA – на 29,8%...**

**Общий долг увеличился на
28,6%, коэффициент
Долг/LTM EBITDA поднялся до
1,27х с 1,17х в конце 2013 г...**

**СИБУР принял решение по
ключевому проекту
«Запсибнефтехим»**

Комментарий. По нашему мнению, компания неплохо отчиталась за 1 пол. 2014 г., сохранив довольно комфортные кредитные метрики, но мы отмечаем некоторые риски рефинансирования.

Выручка СИБУРа повысилась на 32% до 171,7 млрд руб., а скорректированная чистая прибыль - на 33% до 30,7 млрд руб. на фоне роста объемов продаж основных продуктов линейки компании, чему, в частности, способствовал запуск комплекса Усть-Луга, а также на фоне роста цен на продукты СИБУРа. Корректировка чистой прибыли связана с неденежным доходом в размере 52,7 млрд руб. ввиду консолидации «Юграгазпереработка». При этом, однако, показатели рентабельности не показали существенного роста на фоне повышения операционных расходов - на 37%: маржа по Чистой скорр. прибыли повысилась на 0,1 п.п., а по EBITDA даже снизилась - на 0,5 п.п.

Долговая нагрузка немного повысилась: общий долг увеличился на 28,6%, соотношение Долг/LTM EBITDA - поднялось до 1,27х с 1,17х на конец 2013 г. Для сравнения по итогам 1 кв. 2014 г. коэффициент находился на уровне 1,62х.

Между тем СИБУР заявил о намерении реализовать ключевой проект «Запсибнефтехим», который потребует крупных вложений – 9,5 млрд долл. за 5-5,5 лет. Финансирование проекта планируется как за счет операционного денежного потока, так и за счет заемных средств.

Как следствие СИБУР увеличил объем инвестпрограммы до 74 млрд руб. с 53 млрд руб. Несмотря на это решение, мы полагаем, что компания способна сохранить комфортные характеристики кредитного профиля и избежать

17 сентября 2014

стоимостью 9,5 млрд долл.

В результате инвестпрограмма на 2014 г. была увеличена до 74 млрд руб. с 53 млрд руб...

существенного наращивания долгового портфеля (так, операционный денежный поток за 2013 г. составил 72,7 млрд руб. - порядка 98% от объема инвестпрограммы на текущий год). В то же время следует отметить некоторые риски рефинансирования, с которыми может столкнуться компания в случае резкой девальвации рубля, так как порядка 71% долгового портфеля компании деноминировано в валюте. При этом 37,6% общего долга компании, 48,6 млрд руб., предстоит выплатить в течение года (против доли короткого долга в 52,1% на конец 1 кв. 2014 г.). Денежные средства в объеме 14,8 млрд руб. покрывают короткую часть долга лишь на 30%, а операционный денежный поток, похоже, полностью пойдет на финансирование инвестпрограммы.

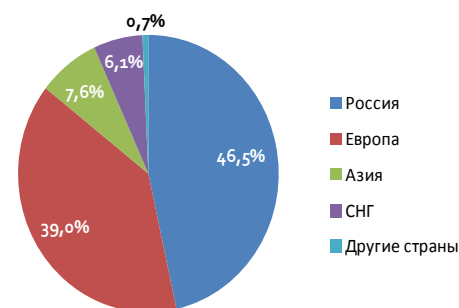
Не стоит исключать и географические риски - 39% выручки СИБУР получает в Европе.

Что касается долгового выпуска, в настоящий момент Sibur-2018 предлагает одну из самых высоких доходностей в секторе, что связано во многом с санкционными рисками. Следует отметить, однако, что к настоящему моменту Г. Тимченко существенно сократил свою долю в компании - до 15,3% с 37,3%. Мы полагаем, что Sibur-2018 может обладать небольшим потенциалом роста в цене в случае позитивных изменений на геополитической арене. В частности, можно было бы ожидать сужения спреда к NOVATEK-2016 и TNK-BP-2018: спред к первой бумаге сейчас составляет 320 б.п. против среднего с начала года в 272 б.п., ко второй бумаге - 148 б.п. против среднего с начала года

Ключевые финансовые показатели млрд. руб	СИБУР (МСФО)		
	1 пол. 2013	1 пол. 2014	Изм. %
Выручка	130,0	171,7	32,1%
Операционная прибыль	32,7	30,3	-7,3%
ЕБИТДА	38,1	49,5	29,8%
ЕБИТДА margin	29,3%	28,8%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	25,5	75,7	196,5%
Net margin	19,6%	44,1%	+24,5 п.п.
Скорр. чистая прибыль	23,1	30,7	32,8%
Net adj. margin	17,8%	17,9%	+0,1 п.п.
Поток ден. средств от опер. деят-ти	37,00	37,07	0,2%
Поток ден. средств от инвест. деят-ти	-36,3	-51,4	41,6%
Чистый ден. поток от опер. деят-ти	0,67	-14,35	-
Капрасходы	36,0	26,5	-26,4%
	на 31 дек. 2013	на 30 июн. 2014	Изм. %
Активы	419,3	593,1	41,4%
Денежные средства и эквиваленты	7,9	14,8	86,0%
Долг	100,5	129,2	28,6%
краткосрочный	42,7	48,6	13,6%
долгосрочный	57,7	80,7	39,7%
Чистый долг	92,5	114,5	23,7%
Долг/ЕБИТДА	1,27	1,43	-
Чистый долг/ЕБИТДА	1,17	1,27	-

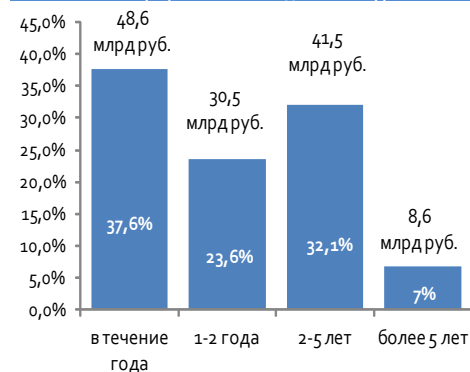
Источники: Данные компании, расчеты PSB Research

Разбивка выручки СИБУРА по регионам



Источник: данные компании

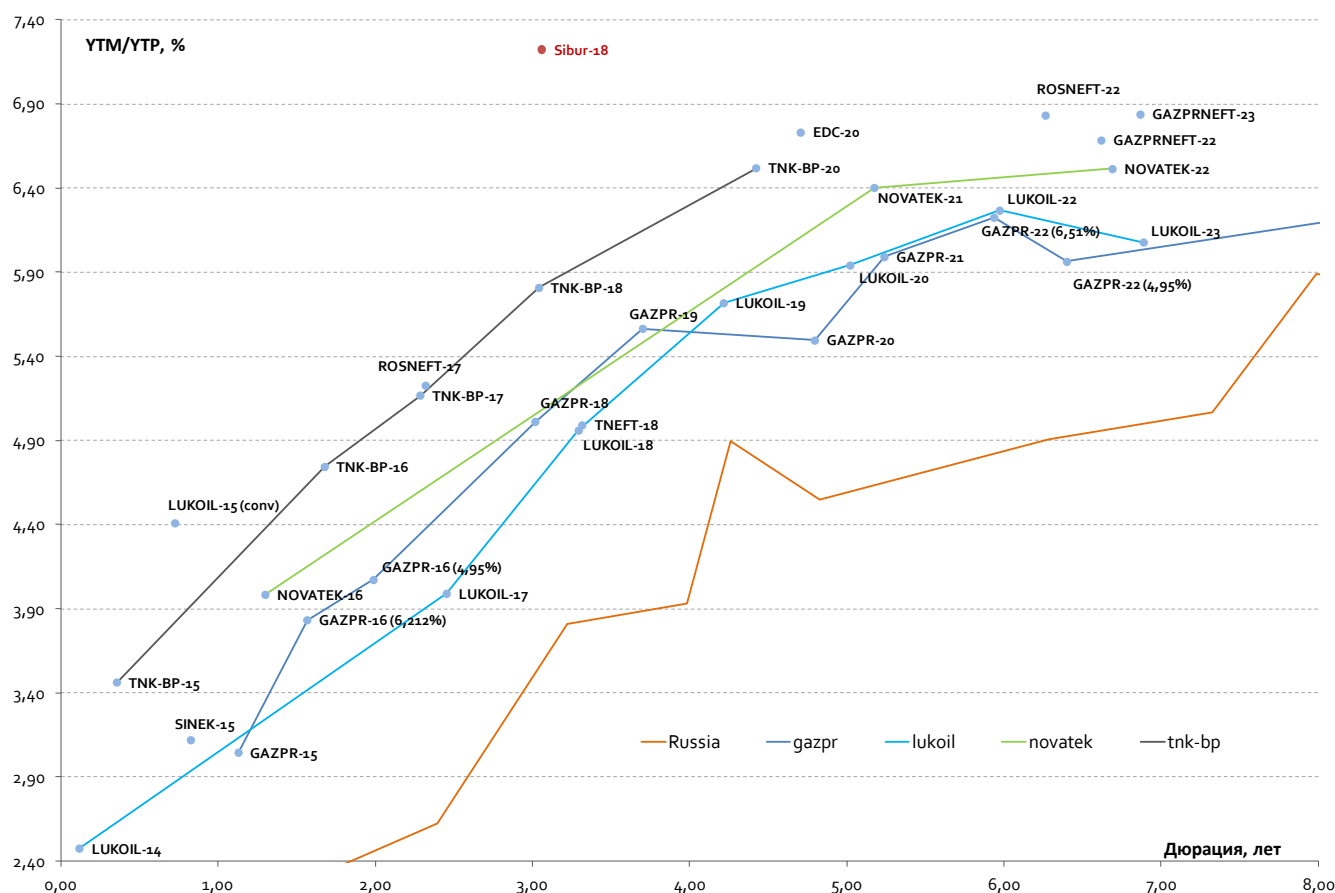
График погашения долгов Сибура



Источник: Данные компании

17 сентября 2014

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний



Алина Арбекова

Предъявлены обвинения главе и основному владельцу АФК Система (Ва2/ВВ+/ВВ-) по делу Башнефти (Ва2/-/ВВ).

Вчера вечером из СМИ стало известно, что были предъявлены обвинения главе и основному владельцу АФК «Система» В.Евтушенкову по делу о хищении акций Башнефти. По ходатайству следствия суд избрал в отношении него меру пресечения в виде домашнего ареста. Напомним, ранее Басманный суд Москвы наложил арест на пакеты акций Башнефти, Уфаоргсинтеза и Башкирской электросетевой компании, принадлежащие АФК «Система». Безусловно, новость, является негативной для АФК Система и ее бизнес-структур, в том числе и МТС – еще одного ключевого актива корпорации. Мы ожидаем падения котировок в первую очередь евробондов АФК-19 на 2-3 фигуры, в меньшей степени выпусков МТС-20, которые вполне могут просесть в цене на 1-1,5%. Рублеве облигации Системы, МТС и Башнефти – менее ликвидные, тем не менее, давление выпуски, наверняка, также испытают на себе.

Вчера были предъявлены обвинения главе и основному владельцу АФК Система – В.Евтушенкову по делу Башнефти...

Комментарий. Вчера вечером из СМИ стало известно, что были предъявлены обвинения главе и основному владельцу АФК «Система» В.Евтушенкову по делу о хищении акций Башнефти. По ходатайству следствия суд избрал в отношении него меру пресечения в виде домашнего ареста.

Напомним, ранее Басманный суд Москвы наложил арест на пакеты акций Башнефти, Уфаоргсинтеза и Башкирской электросетевой компании, принадлежащие АФК «Система», в рамках расследования дела о растрате и

17 сентября 2014

легализации денежных средств в отношении бывших топ-менеджеров нефтяной компании, согласно Интерфакс.

Безусловно, новость, является негативной для АФК Система и ее бизнес-структур, в том числе и МТС – еще одного ключевого актива корпорации. Вместе с тем, самостоятельный операционный и кредитный профили АФК Система и ключевых «дочек» - Башнефти и МТС были довольно надежными и не вызывали нареканий (см. наш комментарий к отчетности АФК за 1 пол. 2014 г. от [1 сентября 2014 г.](#)). В свою очередь, для инвесторов беспокойство может доставить неопределенность дальнейшей судьбы нефтяных активов Системы.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	АФК Система (МСФО)		
	1 пол. 2013	1 пол. 2014	Изм. %
Выручка	16 818	17 042	1,3
Операционный денежный поток	2 566	3 894	51,8
OIBDA	4 070	3 998	-1,8
OIBDA margin	24,2%	23,5%	-0,7 п.п.
Чистая прибыль	1 550	1 491	-3,8
margin	9,2%	8,7%	-0,5 п.п.
	2013	1 пол. 2014	Изм. %
Активы	43 249	45 189	4,5
Денежные средства и эквиваленты	2 059	3 577	73,7
Долг	13 275	15 828	19,2
краткосрочный	2 511	2 860	13,9
долгосрочный	10 764	12 967	20,5
Чистый долг	11 216	12 251	9,2
Долг/OIBDA	1,5	1,8	
Чистый долг/OIBDA	1,3	1,4	

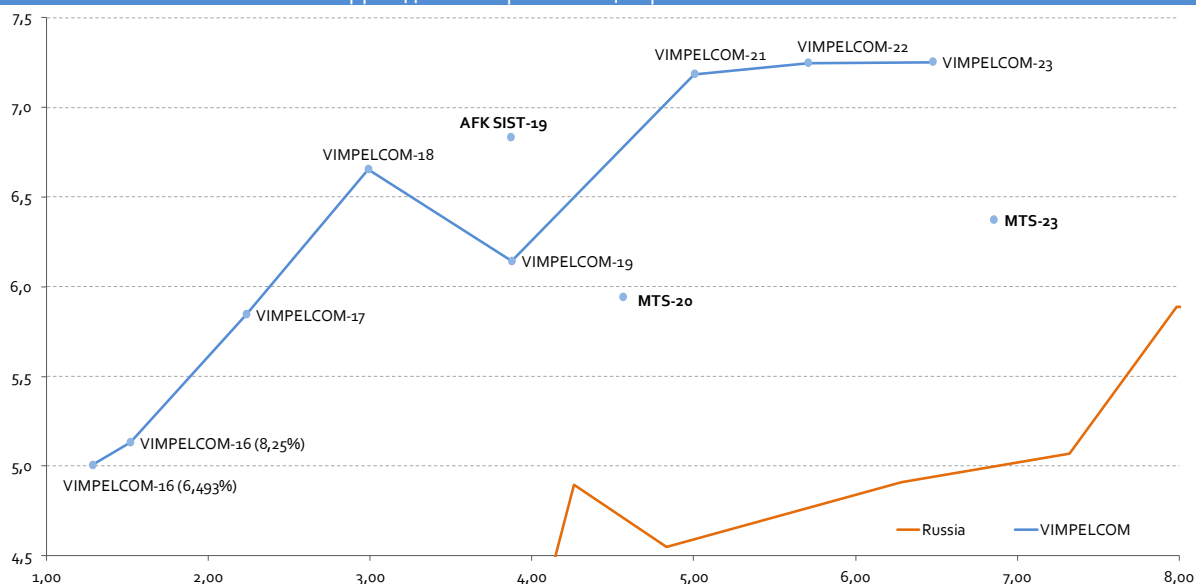
Источники: данные компании, PSB Research

Новость негативная в первую очередь для евробондов АФК-19, а также МТС-20 и МТС-23...

Давление будет оказано и на менее ликвидные рублевые облигации АФК Система, МТС и Башнефть...

Мы ожидаем падения котировок в первую очередь евробондов АФК-19 (YTM 6,83%/3,87 г.) – на 2-3 фигуры, по крайней мере, похожую картину в течение нескольких дней можно было наблюдать после объявления ареста акций Башнефти и ряда связанных активов в середине июля этого года. В меньшей степени под распродажу могут попасть выпуски МТС-20 (YTM 5,94%/4,56 г.) и МТС-23 (YTM 6,37%/6,85 г.), которые вполне могут просесть в цене на 1-1,5%. Рублевые облигации Системы, МТС и Башнефти – менее ликвидные, но давление выпуски, наверняка, испытают на себе. Скорее всего, больше пострадает относительно ликвидные бонд Система-03 (сделки проходили с YTM 10,5-10,8%/1,98 г.) МТС-07 (YTM 10,63%/2,72 г.) и МТС-05 (YTM 10,28%/1,76 г.), Башнефть 07 и 09 (YTM 10,85%/4,32 г.).

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



17 сентября 2014

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	MTC (US GAAP)		
	1 пол. 13	1 пол. 14	Изм. %
Выручка	190	196	3,2
Операционный денежный поток	72	77	7,4
OIBDA	84	85	1,2
OIBDA margin	44,0%	43,1%	-0,9 п.п.
Чистая прибыль	42	34	-18,8
margin	22,1%	17,4%	-4,7 п.п.
	2013	1 пол. 14	Изм. %
Активы	486	519	6,9
Денежные средства и их эквиваленты, депозиты	45	74	64,1
Долг	219	224	2,3
краткосрочный	25	10	-58,6
долгосрочный	194	214	10,1
Чистый долг	174	150	-13,8
Долг/OIBDA	1,3	1,3	
Чистый долг/OIBDA	1,0	0,9	

Источники: данные компании, PSB Research

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Башнефть (МСФО)		
	1 пол. 2013	1 пол. 2014	% изм
Выручка	260,5	309,8	18,9%
Операционный денежный поток	22,8	47,1	107,1%
Скорр. EBITDA	44,1	55,0	24,6%
EBITDA margin	16,9%	17,7%	0,8 п.п.
Чистая прибыль	25,2	29,2	16,0%
Net margin	9,7%	9,4%	-0,3 п.п.
	на 31 дек. 2013	30 июня 2014	% изм
Активы	447,8	502,9	12,3%
Денежные средства и эквиваленты	16,4	57,5	250,6%
Долг	90,8	164,6	81,3%
краткосрочный	11,9	24,1	102,1%
долгосрочный	78,9	140,5	78,1%
Чистый долг	74,4	107,1	43,9%
Чистый долг/EBITDA	0,72	0,93	-
Долг / LTM EBITDA	0,87	1,43	-

Источник: данные компании, PSB Research

Александр Полютов

17 сентября 2014

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 Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

Роман Османов OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

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

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 SemenykhDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

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

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили DavitashviliVM@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
ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ
Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Илья Веллер Veller@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-17

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

17 сентября 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.