

Утренний Express-О

21 МАЯ 2014 Г.

Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Фосагро (Baa3/BBB-/BB+): отчетность за 1 квартал 2014 г. по МСФО.

Газпром (Baa1/BBB-/BBB) STATUS QUO: госмонополия пока не добилась подписания газового контракта.

НЛМК (Baa3/BB+/BBB-): отчетность за 1 кв. 2014 г.

НОВАТЭК (Baa3/BBB-/BBB-) подписал с китайской CNPC контракт на поставку 3 млн тонн СПГ с проекта Ямал СПГ.

Марий Эл (-/-/BB) размещает облигации.

СИБУР (Ba1/-/BB+) подписал соглашения с Sinopec о стратегическом партнерстве и создании СП.

Фосагро (Baa3/BBB-/BB+): отчетность за 1 квартал 2014 г. по МСФО.

После достаточно негативного 4 квартала 2013 года начало 2014 года сложилось для ФосАгро более успешно. Причина – проявившийся рост цен на продукцию на фоне обозначившего спроса со стороны Латинской Америки, Европы и Индии. Рост производства и продаж удобрений поддержал выручку, контроль над издержками в свою очередь способствовал росту маржинальности EBITDA (с 26% до 29%). При этом мы видим заметное снижение долговой нагрузки, хотя напомним, что впереди довольно крупные инвествложения. Сокращение прибыли на 42% из-за нереализованных курсовых разниц может несколько снизить оптимизм, однако убыток пока «бумажный» и во 2 квартале ситуация может несколько выправиться. В целом, на наш взгляд, вышедшая отчетность окажет позитивное влияние на котировки бумаг Компании, которые уже вчера на выходе отчетности прибавили в цене 38,5 б.п., практически исчерпав возможность самостоятельного апсайда.

Комментарий. После достаточно негативного 4 квартала 2013 года начало 2014 года сложилось для ФосАгро более успешно. Среди ключевых моментов мы отмечаем:

- **Рост выручки за счет сегмента азотных удобрений.** Оживление спроса со стороны Латинской Америки (ЛА), Европы и Индии способствовало росту цен, в частности на диаммонийфосфат (DAP), моноаммонийфосфат (MAP). Это отчасти компенсировало сокращение объема продаж фосфоросодержащих удобрений (выручка «-2%» до 24,7 млрд руб., продажи «-5,4%»). Последнее, по данным компании, было вызвано наращиванием запасов перед посевной в России, а также увеличением поставок по системе CFR (стоимость и фрахт), что увеличило остатки товаров «в пути» на конец отчетного периода. Выровнять

21 мая 2014

ситуацию с выручкой помог сегмент азотных удобрений, где прирост составил 25% до 4,6 млрд руб. (продажи «+27%»). В результате, в совокупности выручка увеличилась на 1,8%.

- **Снижение издержек привело к увеличению маржинальности.** В результате сокращения персонала, проведенной модернизации, снижения закупочных цен на калий, серу и серную кислоту, сокращения затрат на топливо себестоимость реализованной продукции снизилась на 6%. Это заметно способствовало росту маржинальности EBITDA – с 26,2% по итогам 1 квартала 2013 года до 29,2% за отчетный период.
- **Снижение долговой нагрузки, несмотря на девальвацию рубля.** Отметим, что практически полностью долг ФосАгро представлен в валюте. Соответственно, в 1 квартале на фоне девальвации рубля Компания столкнулась с переоценкой объема задолженности и увеличением стоимости его обслуживания. В рублевом выражении долг Эмитента вырос на 17,8% до 62,2 млрд руб., однако при пересчете в доллары увеличение заметно ниже – «+8%». При расчете чистого долга ситуация вообще заметно меняется – в долларовом выражении мы видим снижение долга на 5%. При этом рост EBITDA в любом случае обеспечил Компании снижение долговой нагрузки: Чистый долг / EBITDA с 1,8х до 1,3х.

Впрочем, Компания продолжает реализовывать инвестиционные проекты, в частности в январе было подписано крупное кредитное соглашение – на 440,6 млн долл.США с японскими банками для финансирования строительства нового крупного агрегата аммиака на площадке ФосАгро-Череповец. Ранее Компания отмечала, что в 2014 г. вновь ожидается значительный размер инвестиций – свыше 500 млн долл. ([более подробно см. наш комментарий по итогам деятельности ФосАгро в 2013 году](#))

- **Девальвация рубля привела к нереализованным курсовым убыткам** в объеме 2,7 млрд руб., что оказало существенное давление на прибыль Компании, которая сократилась с 3,3 млрд руб. до 1,9 млрд руб. В целом, во 2 квартале мы видим стабилизацию курса рубля и даже его укрепление. Соответственно, на фоне довольно благоприятной конъюнктуры рынка удобрений, можно ожидать, что ситуация в следующем отчетном периоде выровняется. Однако ФосАгро при этом отмечает текущий тренд по росту мировых цен на сырье, что, видимо, будет оказывать соответствующее давление на себестоимость.

Также в отчете за 1 квартал 2014 года ФосАгро отмечает, что в апреле 2014 года миноритарные акционеры, владеющие более чем 10% акций ОАО «ФосАгро-Череповец», приняли предложение Группы о добровольном выкупе акций ОАО «ФосАгро-Череповец». Примерным финансовым эффектом данной операции, подлежащим отражению в мае 2014 года, является уменьшение неконтролирующей доли на 2 382 млн руб. и уменьшение нераспределенной прибыли на 3 213 млн руб.

В целом, на наш взгляд, вышедшая отчетность окажет позитивное влияние на котировки бумаг Компании, которые уже вчера на выходе отчетности прибавили в цене 38,5 б.п., практически исчерпав возможность самостоятельного апсайда.

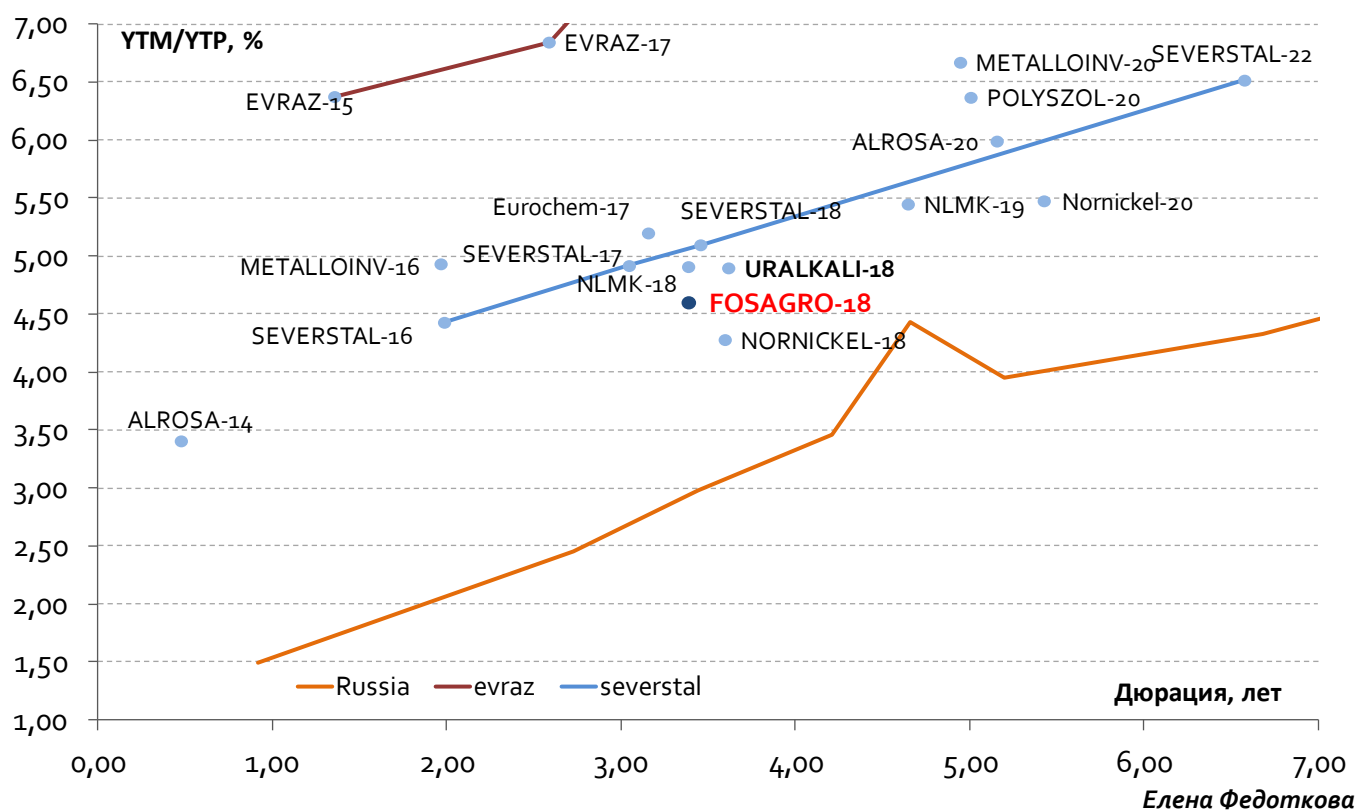
Финансовые показатели ФосАгро по МСФО

Ключевые финансовые показатели	Фосагро (МСФО) Ваа3/BBB-/BB+		
	1Q 2013 млн руб.	1Q 2014 млн руб.	Изм. %
Выручка	28 902	29 416	1,8%
Операционный денежный поток	4 072	6 519	60,1%
EBITDA	7 578	8 587	13,3%
EBITDA margin	26,2%	29,2%	-
Чистая прибыль	3 380	1 909	-43,5%
margin	11,7%	6,5%	-
	2013	1Q 2014	Изм.
Активы	126 252	137 383	8,8%
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	8 938	16 776	87,7%
Долг	52 756	62 162	17,8%
краткосрочный	13 206	11 320	-14,3%
долгосрочный	39 550	50 842	28,6%
Чистый долг	43 818	45 386	3,6%
Долг/EBITDA	2,1	1,8	-
Чистый долг/EBITDA	1,8	1,3	-
Источники: данные компаний, PSB Research			

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

21 мая 2014

Доходности еврооблигаций российских компаний металлургической и химической отрасли



Елена Федоткова

Газпром (Baa1/BBB-/BBB) STATUS QUO: госмонополия пока не добилась подписания газового контракта.

Газпром пока не заключил соглашения о поставках газа в Китай, столь ожидавшегося участниками рынка в ходе визита В. Путина в Поднебесную. Хотя это означает, что госмонополии пока не придется выделять порядка 1,2 трлн руб. на строительство ВСТО и обустройство Чаянды, бумаги Газпрома, вероятно, будут находиться под давлением на разочаровании итогами переговоров по газу.

Евробонды Газпрома могут оказаться под давлением на разочаровании в связи с отсутствием китайского контракта...

Комментарий. Согласно сообщениям СМИ, в итоговом списке документов, подписанных 20 мая в рамках визита президента РФ В. Путина в Китай, договора о поставках Газпрома 38 млрд кубометров газа в Поднебесную не значится. Разочарование инвесторов может «столкнуть» котировки евробондов вниз с текущих уровней в краткосрочной перспективе. Мы по-прежнему считаем, что наибольшим потенциалом снижения в цене в этом плане обладают долларové выпуски GAZPROM-2022 (купон – 4,95%) и GAZPROM-2020.

Камнем преткновения на переговорах в Китае мог стать все тот же вопрос цены поставок. Позиции России в переговорном процессе в последнее время ослабли: в связи с охлаждением отношений с европейскими партнерами вопрос диверсификации каналов поставок для Газпрома, получающего более 40% выручки от продаж в Европе и странах бывшего Советского Союза, стал более актуальным. При этом у самого Китая есть альтернативные поставщики газа: несколькими днями ранее прошел официальный визит президента Туркменистана Г. Бердымухамедова в Китай, с которым еще в 2013 г. была достигнута договоренность об увеличении поставок туркменского газа с 25 млрд кубометров в год до 65 млрд кубометров к 2020 г.

...хотя Газпрому, возможно, теперь не придется проводить крупные капрасходы на ВСТО...

Шанс на подписание контракта на поставки Газпрома в Китай в ближайшей перспективе еще сохраняется. Пока же отсутствие соглашения, безусловно, идет вразрез с ожиданиями участников рынка, многие из которых считали подписание контракта уже делом почти решенным.

21 мая 2014

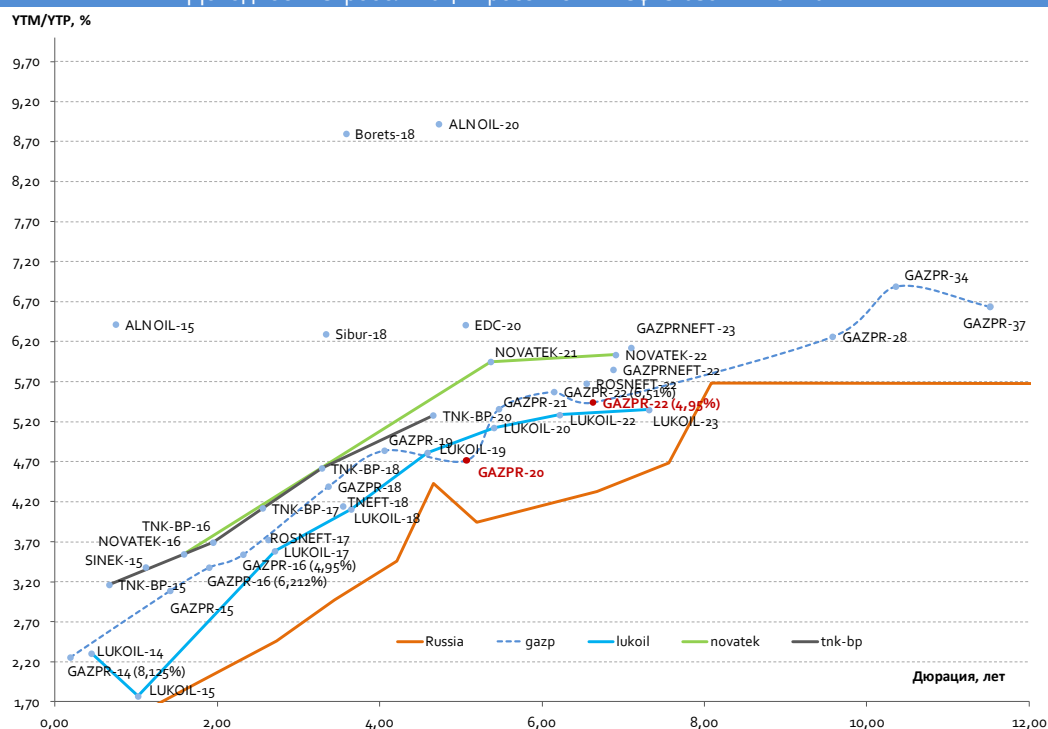
Эта новость также означает, что госмонополии пока не придется выделять порядка 1,2 трлн руб. в целом на строительство трубопровода ВСТО и обустройство Чаянды, как ресурсной базы, что мы ранее отмечали как негативный фактор для кредитного профиля компании в средне- и долгосрочной перспективе, так как это может привести к увеличению долговой нагрузки. Однако в настоящий момент главенствующим фактором являются именно настроения инвесторов, в данном случае пока не оправдавшиеся надежды инвесторов на то, что Газпрому удастся частично ослабить свою зависимость от европейских рынков и переключиться на азиатское направление. Так, 38 млрд кубометров, которые планировалось поставлять в Китай, составляет 22% от поставок Газпрома в страны Дальнего Зарубежья в 2013 г.

Между тем если стороны в ближайшей перспективе все же смогут уладить разногласия, котировки бумаг Газпрома могут вновь получить мощный позитивный импульс на пару месяцев.

Газпром МСФО			
Ключевые показатели млрд. руб.	2012	2013	% изм
Выручка от продаж	4766,5	5250,0	10,1%
Скорр. EBITDA	1645,9	2009,5	22,1%
Чистая прибыль	1224,5	1139,3	-7,0%
Операционная прибыль	1350,7	1587,2	17,5%
Net margin	25,7%	21,7%	-4 п.п.
EBITDA margin adj.	34,5%	38,3%	+3,7 п.п.
Operational margin	28,3%	30,2%	+1,9 п.п.
Кап.затраты	1545,0	1475,0	-4,5%
Чист. ден. средства от опер. деят-ти	1472,8	1747,9	18,7%
Чист. ден. средства от инв. деят-ти	1287,2	1475,5	14,6%
Чистый операц. ден. поток	185,6	272,4	46,8%
	2012	2013	% изм
Активы	11956,8	13436,2	12,4%
Денежные средства и эквиваленты	425,7	689,1	61,9%
Долг	1500,6	1801,9	20,1%
краткосрочный	322,6	331,9	2,9%
долгосрочный	1178,0	1470,0	24,8%
Чистый долг	1074,9	1112,8	3,5%
Чистый долг/ EBITDA	0,65	0,55	-
Долг / EBITDA	0,91	0,90	-

Источник: данные компании, расчеты PSB Research

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний

**Алина Арбекова**

НЛМК (Ваа3/BB+/BBB-): отчетность за 1 кв. 2014 г.

НЛМК обнародовал хорошие финансовые результаты – лучше ожиданий рынка. Несмотря на слабые цены на металлопродукцию, компания смогла заметно улучшить прибыльность бизнеса, чему способствовало падение цен на уголь и железную руду. Долговая нагрузка НЛМК снизилась, причем как за счет сокращения размера долга, так и улучшения рентабельности. В итоге, метрика Чистый долг/EBITDA достигла 1,5х против 1,9х в 2013 г., риски рефинансирования долга были низкими. Публикация сильной отчетности окажет поддержку котировкам бумаг НЛМК, в первую очередь евробондов, но реакция, скорее всего, будет сдержанной, учитывая текущие уровни их доходности.

НЛМК представил отчетность за 1 кв. 2014 г...

Финансовые результаты оказались выше ожиданий рынка...

Компания показала заметное улучшение EBITDA margin – до 18%...

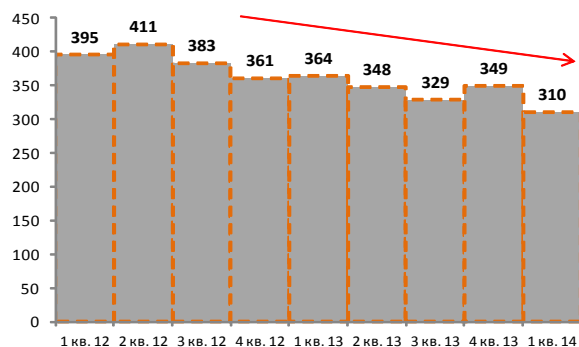
Положительный эффект оказало падение цен на железную руду и уголь...

Комментарий. Вчера НЛМК представил хорошие финансовые результаты за 1 кв. 2014 г. по US GAAP, которые к тому же оказались лучше ожиданий рынка.

Так, при снижающейся выручке (на 8% до 2,64 млрд долл. г/г), показатель EBITDA заметно вырос – на 47% до 468 млн долл., что обеспечило рентабельность EBITDA на уровне 18% против 11% годом ранее. Улучшению прибыльности бизнеса НЛМК, даже несмотря на слабость цен на металлопродукцию, в свою очередь, способствовало падение цен на коксующийся уголь и железную руду, что дало самое низкое значение себестоимости производства за последние восемь кварталов – 310 долл./т. В результате, по EBITDA margin НЛМК вновь смог догнать своего ближайшего конкурента Северсталь.

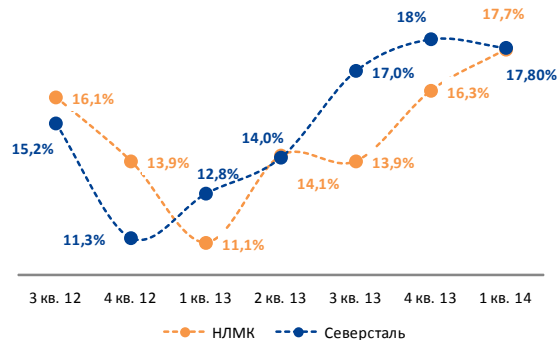
Операционный денежный поток НЛМК на фоне общего роста прибыли так же показал увеличение на 54% до 401 млн долл. (г/г). В отчетном периоде компанией была получена чистая прибыль 174 млн долл. против убытка 21 млн долл. годом ранее.

Динамика издержек НЛМК на тонну слябы, \$/т



Источник: НЛМК

Динамика EBITDA margin НЛМК и Северстали



Источник: НЛМК, Северсталь

НЛМК смог снизить долговую нагрузку за счет улучшения прибыльности и сокращения долга...

Метрика Чистый долг/EBITDA составила 1,5х против 1,9х в 2013 г...

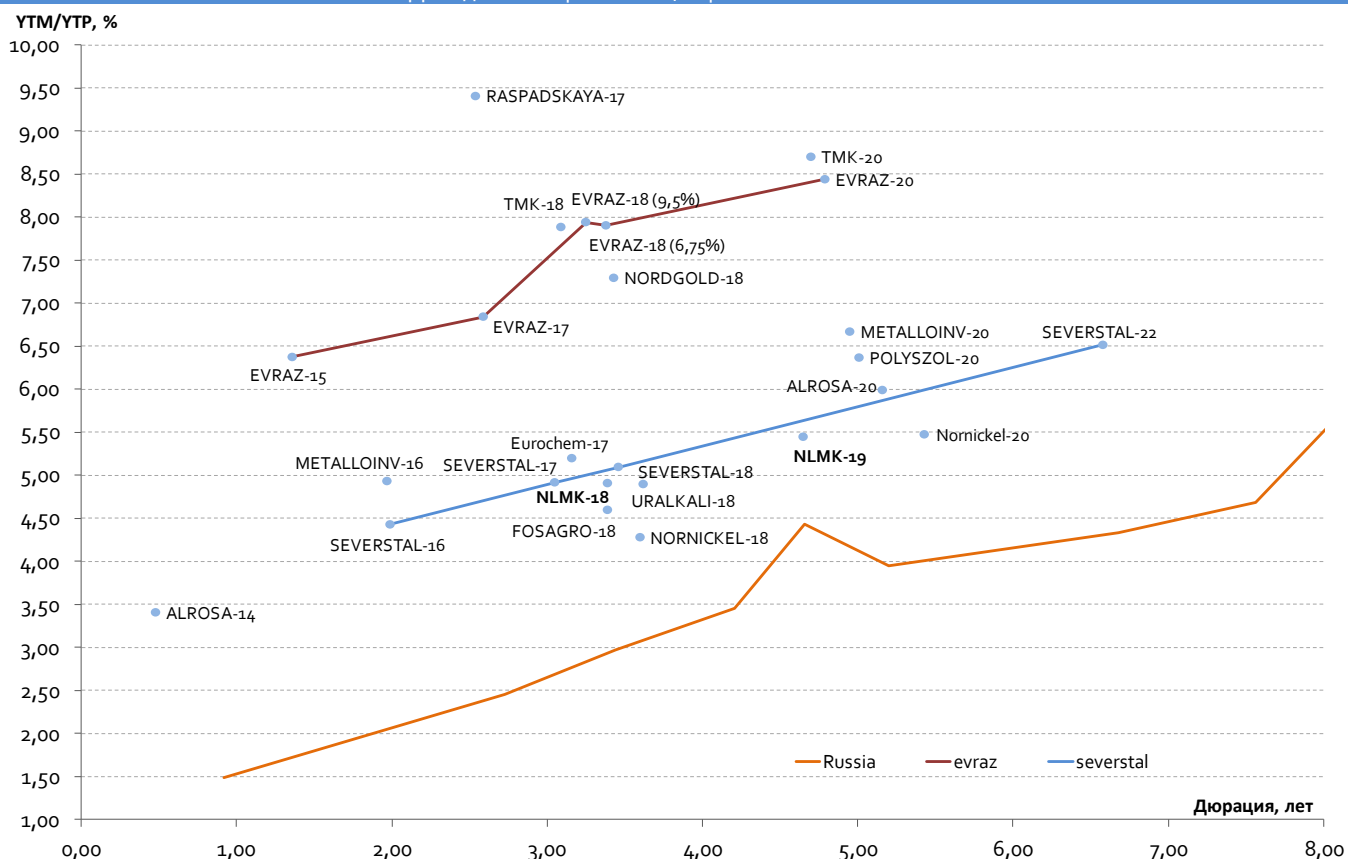
Отчетность окажет поддержку евробондам NLMK, но реакция будет сдержанной...

В 1 кв. 2014 г. НЛМК удалось снизить долговую нагрузку, причем как за счет сокращения размера долга (на 7% к 2013 г. до 3,9 млрд долл.), так и улучшения рентабельности. В итоге, метрика Чистый долг/EBITDA достигла 1,5х против 1,9х в 2013 г., что является комфортным уровнем. Риски рефинансирования долга были низкими – короткий долг (1,14 млрд долл.) полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах (1,41 млрд долл.). В то же время в 2014 г. НЛМК может выплатить дивиденды за 2013 г. в размере 114 млн долл., а также реализовать инвестпрограмму в объеме 0,85 млрд долл., что компании под силу осуществить самостоятельно без привлечения долга.

Публикация сильной отчетности окажет поддержку котировкам бумаг НЛМК, в первую очередь евробондам NLMK-18 (YTM 4,91%/3,39 г.) и NLMK-19 (YTM 5,45%/4,65 г.), но реакция, скорее всего, будет сдержанной, учитывая их текущие доходности – на уровне бумаг эмитентов с рейтинговой группы «BB+/BBB-», к которым НЛМК и относится.

21 мая 2014

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



Ключевые финансовые показатели млн долл.	НЛМК (US GAAP)			Северсталь (МСФО)		
	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %
Выручка	2 856	2 638	-7,6	3 322	3 007	-9,5
Операционный денежный поток	261	401	53,9	109	488	347,4
EBITDA	318	468	47,2	430	534	24,2
EBITDA margin	11,1%	17,7%	6,6 п.п.	12,9%	17,8%	-4,9 п.п.
Чистая прибыль	-21	174	-	44	-100	-
margin	отриц	6,6%	-	1,32%	отриц	-
	2013	1 кв. 2014	Изм. %	2013	1 кв. 2014	Изм. %
Активы	16 284	15 249	-6,4	14 534	13 445	-7,5
Денежные средства и эквиваленты	1 347	1 406	4,4	1 036	892	-13,9
Долг	4 157	3 885	-6,6	4 754	4 444	-6,5
краткосрочный	1 119	1 141	2,0	628	779	24,1
долгосрочный	3 038	2 743	-9,7	4 127	3 666	-11,2
Чистый долг	2 810	2 478	-11,8	3 718	3 552	-4,5
Долг/EBITDA	2,8	2,3		2,3	2,1	
Чистый долг/EBITDA	1,9	1,5		1,8	1,6	

Источники: данные компаний, PSB Research

Александр Полютков
Игорь Нуждин

21 мая 2014

НОВАТЭК (Вааз/BBB-/BBB-) подписал с китайской CNPC контракт на поставку 3 млн тонн СПГ с проекта Ямал СПГ.

Новость о подписании контракта, хоть это и является формальным закреплением уже достигнутых ранее договоренностей, позитивна для Ямал СПГ, одного из ключевых проектов НОВАТЭКа. Это также может свидетельствовать о том, что, несмотря на некоторые сложности в финансировании, с которыми Ямал СПГ может столкнуться, по заявлению Total, одного из акционеров проекта, НОВАТЭК может рассчитывать на поддержку своих партнеров по проекту. Подписание контракта положительно скажется на евробондах НОВАТЭКа: более длинные выпуски – NOVATEK-2021 и NOVATEK-2022 – представляются нам более интересными для покупок.

Комментарий. Вчера поступили сообщения о том, что НОВАТЭК подписал с китайской CNPC контракт на поставку 3 млн тонн СПГ с проекта Ямал СПГ, предполагающего разработку Южно-Тамбейского месторождения и строительство завода по производству СПГ мощностью 16,5 млн т. Новость позитивна для евробондов НОВАТЭКа: более длинные выпуски – NOVATEK-2021 и NOVATEK-2022 – представляются нам более интересными для покупок с расчетом на дальнейший рост котировок после их укрепления вчера примерно на 20-30 б.п.

Хотя эти бумаги отыграли часть потерь, зафиксированных с конца февраля-начала марта, у них, по нашему мнению, остается потенциал восстановления котировок. До начала торгов во вторник NOVATEK-21 торговался на уровне 103,6% против 109,7% 28 февраля текущего года, NOVATEK-22 – на уровне 89,3% против 93,1%.

В последнее время одним из основных факторов, оказывающих давление на котировки евробондов НОВАТЭКа, было внесение Г. Тимченко, который держит 23,5% в компании, в санкционный список. Кроме того, от управляющего директора Total Кристофа де Маржери позавчера прозвучало заявление о том, что Ямал СПГ может столкнуться с некоторыми проблемами в краткосрочной перспективе в плане финансирования, и запуск проекта может быть отложен (первоначально планировался запуск проекта в 2016 г., после чего он был отложен до 2017 г.). Напомним, что 60% проекта Ямал СПГ контролируется НОВАТЭКом, а по 20% принадлежит CNPC и французской Total.

Однако последняя новость, о подписании контракта с CNPC, хотя договоренности были достигнуты еще в конце прошлого года и текущее подписание является лишь формальным закреплением, говорит о том, что НОВАТЭК по-прежнему может рассчитывать на поддержку своих партнеров по проекту Ямал СПГ.

Подкрепляют рекомендацию покупать евробонды НОВАТЭКА и устойчивый кредитный профиль компании: коэффициент Долг / LTM EBITDA составил 1,25х по итогам 1 кв. 2014 г. Маржа по EBITDA при этом составила 51,4%.

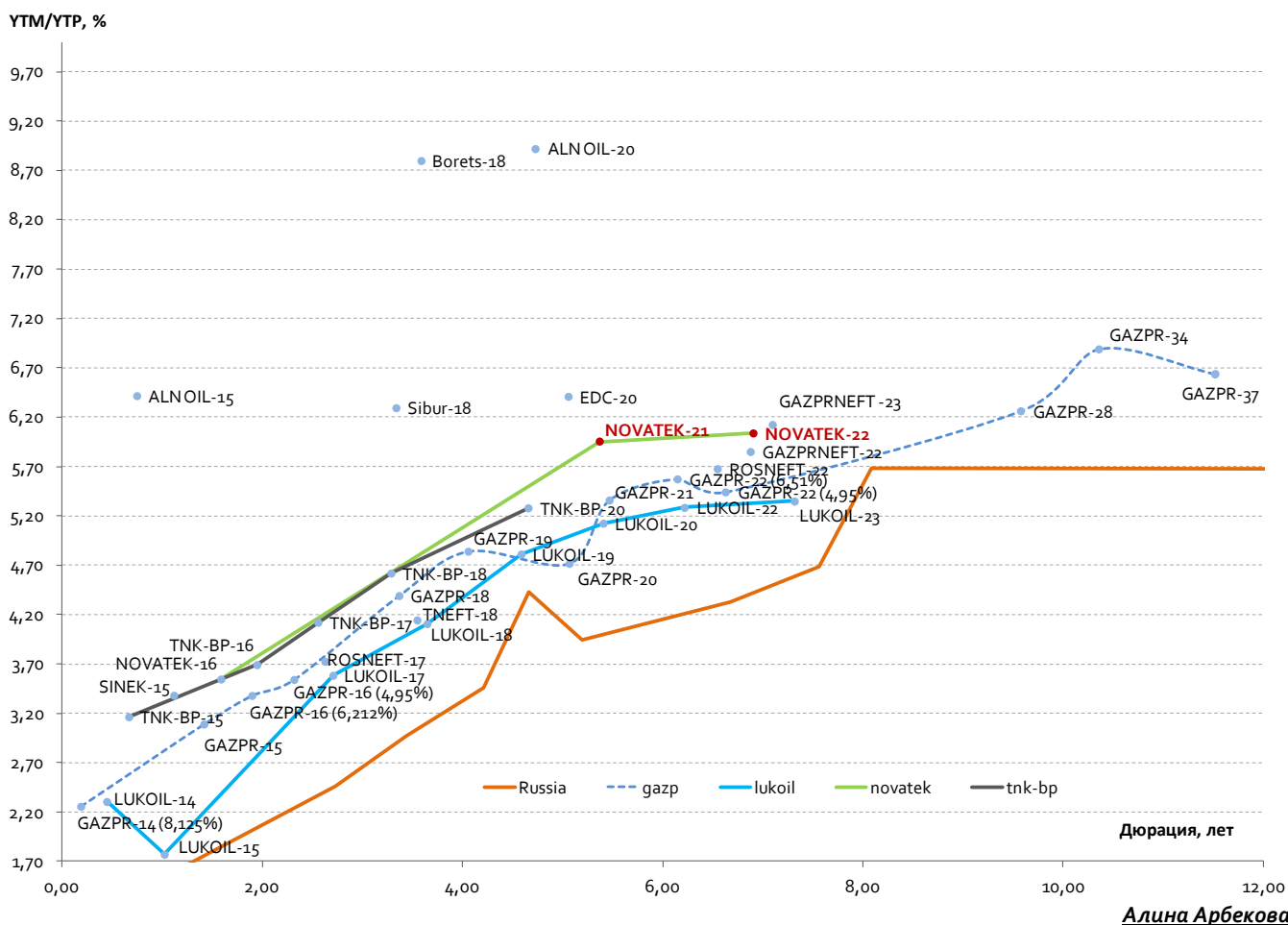
НОВАТЭК (МСФО)			
Финансовые показатели (млн. руб.)	1 кв. 2013	1 кв. 2014	% изм.
Выручка	80 565	88 676	10,1%
EBITDA	34 860	45 602	30,8%
EBITDA скорр.	34 860	42 979	23,3%
Чистая прибыль	22 826	25 115	10,0%
Прибыль от операционной деятельности	30 200	37 383	23,8%
маржа по EBITDA	43,3%	51,4%	+8,2 п.п.
маржа по Чистой прибыли	28,3%	28,3%	о б.п.
Кап.затраты	11 264	13 727	21,9%
Поток денежн. средств от опер. деят-ти	25 532	27 090	6,1%
Поток денежн. средств от инвест. деят-ти	-17 932	14 977	-
Чистый операц. денеж. поток	7 600	42 067	453,5%
Балансовые показатели (млн руб.)			
Активы	597 995	622 907	4,2%
Денежные средства и эквиваленты	7 889	43 344	449,4%
Долг	165 621	168 431	1,7%
краткосрочный	24 026	1 619	-93,3%
долгосрочный	141 595	166 812	17,8%
Чистый долг	157 732	125 087	-20,7%
Чистый долг/LTM EBITDA	1,2	0,93	-
Долг / LTM EBITDA	1,57	1,25	-

Источник: данные компании, расчеты PSB Research

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

21 мая 2014

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний



Марий Эл (-/-/BB) размещает облигации.

Следом за размещением Красноярского края, которое, похоже, нашло повышенный интерес у инвесторов, свои облигации инвесторам поспешила предложить Республика Марий Эл. Вместе с тем, кредитный профиль Марий Эл трудносопоставим с Красноярским краем как по масштабам бюджета, так и относительно высокому уровню госдолга. Впрочем, на этой неделе агентство Fitch подтвердило рейтинг Марий Эл на довольно высоком уровне «BB» со Стабильным прогнозом, что повышает шансы региона на успех при размещении. Республика предлагает значительную премию к рынку от 190-200 б.п., а также 100-130 б.п. к итогам закрытия книги по бондам Красноярского края, что, вероятно, может устроить инвесторов.

Марий Эл размещает облигации 34007 на 2 млрд руб...

Индикатив
УТМ 12,21-12,56% годовых,
дюрация 1,9 года...

Марий Эл в отличие от Красноярского края не обладает сильным кредитным профилем,...

...но в начале мая Fitch подтвердило рейтинг

Комментарий. Вчера стало известно, что Республика Марий Эл планирует разместить свои 4-летние облигации серии 34007 объемом 2 млрд руб. Индикатив купона составляет 11,7-12,1% годовых, что соответствует доходности 12,21-12,56% годовых при дюрации 1,9 г. (выпуск с амортизацией – по 40% номинала гасятся через 1,5 г. и 2 г. соответственно). Сбор заявок намечен на 23 мая, размещение – на 28 мая.

Марий Эл, похоже, вдохновившись итогами размещения Красноярского края, которое открыло первичный рынок субфедерального долга, очевидно, при повышенном спросе со стороны инвесторов – ставка купона несколько раз понижалась в ходе сбора заявок и была определена на уровне 10,9% против 11,6-11,9% годовых, первоначально заявленных организаторами.

Вместе с тем, кредитный профиль Марий Эл трудносопоставим с Красноярским краем как по масштабам бюджета (меньше в 7 раз), так и относительно высокому уровню госдолга (соотношение Госдолг/Соб.доходы в 2013 г. было около 90% против 43% у края). В то же время небольшие размеры бюджета Марий Эл соответствуют экономике региона (70 место по ВРП со 117,6 млрд руб. в России в 2012 г.), промышленность

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

21 мая 2014

республики
на высоком уровне
«BB»/Стабильный...

которой представлена предприятиями машиностроения, металлообработки, нефтепереработки, деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной, легкой и пищевой промышленности. В 2014 г., согласно утвержденному бюджету, существенных ухудшений показателей не предвидится, впрочем, в текущих условиях слабеющей экономики ситуация может оказаться менее оптимистичной, учитывая необходимость выполнять поручения президента по повышению зарплат бюджетникам.

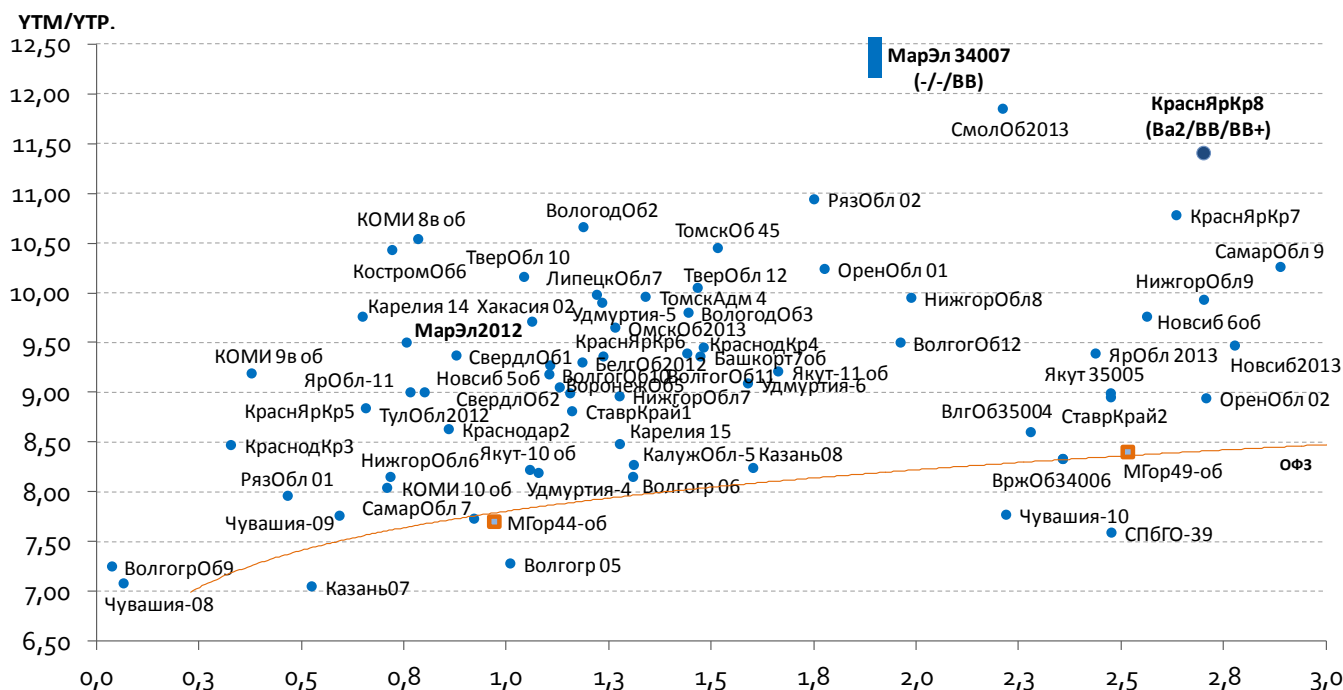
Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Марий Эл				Красноярский край			
	2013П	2013Ф	Исп.	2014П	2013П	2013Ф	Исп.	2014П
Доходы	21,6	21,0	97,1%	20,7	138,0	136,9	99,2%	148,3
Соб. Доходы	10,5	9,9	94,7%	12,1	113,8	110,4	97,0%	129,6
Доля соб. доходов в доходах	48,5%	47,3%		58,6%	82,5%	80,7%		87,4%
Налог на прибыль	2,7	1,9	70,8%	2,3	41,7	38,3	92,0%	50,8
НДФЛ	3,6	3,8	104,5%	4,8	31,7	31,4	98,9%	34,9
Безвозмездные перечисления	11,1	11,1	99,4%	8,6	24,2	26,4	109,3%	18,7
Расходы	23,5	22,7	96,6%	22,4	182,8	168,1	91,9%	171,0
Дефицит/профицит	-1,9	-1,7		-1,7	-44,8	-31,2		-23
Госдолг		8,9		10,3	60,0	47,3	78,8%	80,9
Госдолг/Соб. доходы		90,1%		85,3%	52,7%	42,8%		62,4%

Источники: Минфины Марий Эл и Красноярского края, PSB Research

Выпуск Марий Эл может
найти спрос у
инвесторов, но с
заметной премией к
новым бондам
Красноярского края...

Вместе с тем, на этой неделе агентство Fitch подтвердило рейтинг Марий Эл на довольно высоком уровне «BB» со Стабильным прогнозом, что повышает шансы региона на успех при размещении. К тому же республика предлагает значительную премию ко вторичному рынку – бумагам субфедеральных эмитентов с рейтингом «BB-/BB» – от 190-200 б.п. В то же время наилучшим ориентиром для выпуска Марий Эл может стать размещение Красноярского края с доходностью порядка 11,4% годовых при дюрации 2,7 г., к результатам которого республика предлагает заметную премию 100-130 б.п., что может устроить инвесторов за разницу в кредитном профиле.

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов

**Александр Полютков**

21 мая 2014

СИБУР (Ba1/-/BB+) подписал соглашения с Sinopres о стратегическом партнерстве и создании СП.

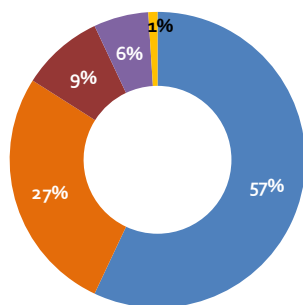
Создание СП с Sinopres в Китае позволит компании расширить диверсификацию в сторону азиатских рынков и заручиться поддержкой сильного партнера в Азии, что немаловажно в условиях санкционных рисков со стороны Запада. Участие Sinopres возможно и в двух других проектах – Запсибнефтехиме и в газохимическом комбинате в Амурской области. Мы ожидаем, что Sibur-18 получит поддержку на этой новости, показав умеренный рост в среднесрочной перспективе, учитывая надежный кредитный профиль компании.

Комментарий. СИБУР создает СП с Sinopres по производству каучуков в Китае. Кроме того, компании подписали соглашение о стратегическом партнерстве, предусматривающее расширение торговых операций между сторонами и совместное участие в перспективных проектах. Мы оцениваем эту новость в целом как позитивную для выпуска Sibur-18, который мы по-прежнему считаем интересным для покупок в среднесрочной перспективе. Бумага уже смогла отыграть большую часть потерь, спровоцированных внесением в санкционный список одного из основных акционеров нефтехимического холдинга – Г. Тимченко (держит долю 32,3% в СИБУРе), но мы оцениваем потенциал дальнейшего роста в котировках в среднесрочной перспективе в 30-40 б.п. с текущих уровней при нейтральном новостном фоне.

Новость позитивна для перспектив компании, которая получит возможность диверсификации в сторону азиатских рынков. Доля СИБУРа в СП составит 25,1%, а Sinopres соответственно 74,9%. Общие инвестиции в СП оцениваются примерно в 150 млн долл. (порядка 5,2 млрд руб. по текущему курсу). Для сравнения EBITDA СИБУРа в 2013 г. составила 78,9 млрд руб., поэтому мы не считаем, что эти капрасходы окажут существенное давление на финансовые потоки компании, учитывая также тот факт, что расходы на проект будут разделены между партнерами.

Новыми позитивными триггерами могут послужить возможные новости об участии Sinopres в двух проектах СИБУРа – Запсибнефтехиме и газохимическом комбинате в Амурской области, что позволило бы рос. нефтехимическому холдингу снизить нагрузку в плане капрасходов. Подобные новости будут представлять особенную важность в рамках первого проекта. Сама компания не озвучивала оценки по инвестициям в проект, но ранее в СМИ появлялись оценки, согласно которым расходы на проект могут составить 8-9 млрд долл. (чуть менее 4хEBITDA компании). Таким образом, поддержка китайского партнера в этом случае позволит снизить долговую нагрузку на СИБУР. Что касается второго проекта, ГХК в Амурской области, - он изначально развивался Газпромом, который привлек СИБУР в качестве партнера, но вхождение Sinopres в этот проект позволит расширить каналы сбыта или возможные источники финансирования.

Разбивка выручки ОАО Холдинг Сибур по регионам



■ Россия ■ Европа ■ Азия ■ СНГ ■ Другие

Источник: Данные компании, PSB Research

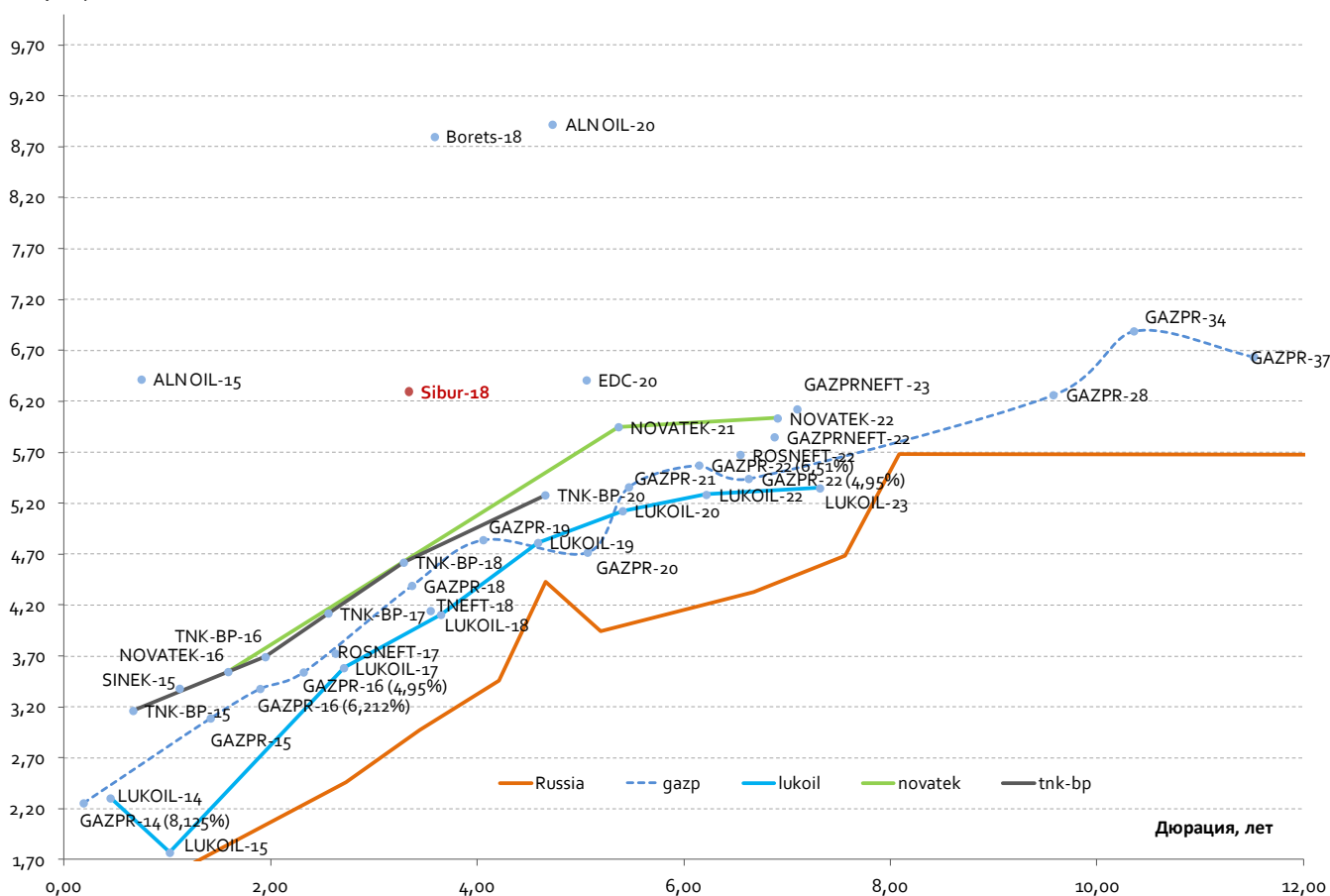
21 мая 2014

Ключевые финансовые показатели млрд. руб	Сибур (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Выручка	271,3	269,8	-0,6%
Операционный денежный поток	62,7	72,7	16,1%
EBITDA	82,3	78,9	-4,2%
EBITDA margin	30,3%	29,2%	-90 б.п.
Чистая прибыль	60,1	45,6	-24,2%
Net margin	22,2%	16,9%	-5,3 п.п.
Скорректированная чистая прибыль	60,1	50,9	-15,2%
Adjusted net margin	22,1%	18,9%	-3,3 п.п.
	2012	2013	Изм. %
Активы	374,6	419,3	11,9%
Денежные средства и эквиваленты	13,6	7,9	-41,4%
Долг	96,0	100,5	4,7%
краткосрочный	54,9	42,7	-22,2%
долгосрочный	41,1	57,7	40,6%
Чистый долг	82,4	92,5	12,3%
Долг/EBITDA	1,17	1,27	
Чистый долг/EBITDA	1,00	1,17	

Источники: Данные компании, расчеты PSB Research

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний

УТМ/УТР, %



Алина Арбекова

**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**

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 ВЕКСЕЛЯМИ**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

21 мая 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.