

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Fitch понизило рейтинг Роснефти с «BBB» до «BBB-».

Европлан (-/-/BB): возникновение права досрочного погашения облигаций серий 03-05 и БО-01.

Fitch понизило рейтинг Роснефти с «BBB» до «BBB-».

Понижение рейтинга эксперты Fitch связывают с ожиданиями повышения уровня долга из-за активной экспансии компании, не отказывающейся от дальнейшего проведения M&A-делок, которые сказываются на долговой нагрузке. Вместе с тем, у Роснефти по-прежнему остаются рейтинги и от других агентств (Moody's – «Ваа1»/Негативный; S&P – «BBB»/Стабильный), которые они подтвердили в июне и апреле соответственно. Новость от Fitch может в моменте отразиться на бумагах эмитента, в первую очередь евробондах, но вряд ли можно ждать заметного роста их доходности. Роснефть также готовит программу биржевых облигаций на 300 млрд руб. и понижение рейтинга не лучшее событие для заемщика, тем не менее, вряд ли оно может привести к сколь значимому удорожанию заемных ресурсов для компании, по крайней мере, если не последует реакция других агентств на ее активную экспансию.

Fitch понизило Роснефти рейтинг с «BBB» до «BBB-»/Стабильный...

Действия Fitch объяснено ожиданием повышения уровня долга компании ...

Комментарий. В конце прошлой недели агентство Fitch понизило кредитный рейтинг Роснефти с «BBB» до «BBB-» прогноз «Стабильный», тем самым завершив переоценку компании, активно занимающей на развитие с учетом ее стратегии, инвестпрограммы и вариантов фондирования. Эксперты агентства отметили, что снижение отражает прогноз Fitch «резкого роста чистого левередж Роснефти, скорректированного по FFO, который будет колебаться около 3х в 2013-2017 гг.». При этом Fitch продолжает учитывать в оценке Роснефти поддержку ее основного акционера РФ, чей рейтинг находится на уровне «BBB»/«Стабильный».

Активная экспансия Роснефти не является новостью для рынка, вместе с тем, M&A-сделки приводят к росту долга. Напомним, после покупки ТНК-ВР, для чего Роснефть привлекла 37 млрд долл., компания решила не останавливаться на достигнутом. Так, Роснефть объявила о планах покупки 19,6% в итальянской Enel ENEI.MI в ямальском проекте Северэнергии (сумма сделки порядка 1,8 млрд долл.), закрыла в сентябре сделку с АЛРОСА по приобретению нефтегазовых активов (ЗАО «Геотрансгаз» и ООО «Уренгойская газовая компания») за 1,38 млрд долл. и другие сделки. Кроме того, Роснефть планирует направить около 2 млрд долл. на выкуп акций миноритариев в рамках сделки с ТНК-ВР. Отметим, что по итогам 1 пол. 2013 г. размер чистого долга Роснефти вырос в 3,1 раза к 2012 г. до 1,85 трлн руб. (порядка 56,6 млрд долл.), метрика Чистый долг/ЕБИТДА – 1,78х против 1,02х в 2012 г. Безусловно, в сравнении с другими нефтегазовыми компаниями (метрика Чистый долг/ЕБИТДА у Лукойла – 0,4х; у Газпром нефти – 0,5х) уровень долга Роснефти был высоким, но в целом находился в разумных пределах. Не исключено, что долг компании будет расти в свете агрессивной экспансии и уже заявленных приобретений. При этом объем денежных средств на счетах по итогам 1 пол. 2013 г. был порядка 10,6 млрд долл., операционный денежный поток – 19,1 млрд долл., в то время как короткая часть долга была 15,2 млрд долл.

21 октября 2013

У Роснефти остаются рейтинги от Moody's – Aaa1/Негативный и S&P – BBB/Стабильный...

Понижение рейтинга может отразиться на длинном евробонде Rosneft-22...

Заметное удорожание новых заимствований на рублевом рынке маловероятно...

Вместе с тем, у Роснефти по-прежнему остаются рейтинги и от других агентств – Moody's – «Aaa1/Негативный и S&P – «BBB»/Стабильный, то есть на 1-2 ступени выше, чем у Fitch, которые они подтвердили в июне и апреле соответственно. Новость от Fitch может в моменте отразиться на бумагах эмитента, в первую очередь евробондах (Rosneft-17 (YTM 2,87%/3,18 г.) и Rosneft-22 (YTM 5,12%/7,06 г.)), но вряд ли можно ждать заметного роста их доходности. Скорее всего, прибавит в доходности (порядка 10-15 б.п.) длинный выпуск, в том числе на фоне евробонда Gazprom-22 /Aaa1/BBB/BBB/ (YTM 5,03%/7,11 г.).

Напомним, что Роснефть также готовит программу биржевых облигаций на 300 млрд руб. и понижение рейтинга не лучшее событие для заемщика, тем не менее, вряд ли оно может привести к сколь значимому удорожанию заемных ресурсов для компании, по крайней мере, если не последует реакция других агентств на ее активную экспансию. Сейчас длинные выпуски Роснефти предлагают доходность 8-8,1% годовых при дюрации 3,5-3,6 г.

Александр Полютов

Европлан (-/-/BB): возникновение права досрочного погашения облигаций серий 03-05 и БО-01.

В настоящей момент единственный ликвидный заем Компании – выпуск серии 03, и торгуется он выше 102% от номинала. Таким образом, здесь мы не ждем существенного предъявления бумаг к выкупу. Причем это заметно поддержит финансовую устойчивость, поскольку на данный заем приходится ровно половина всех облигаций – 5 млрд руб. Сделки с бондами остальных займов отсутствуют и, на наш взгляд, есть высокая вероятность, что они останутся в портфелях существующего ограниченного числа инвесторов в силу довольно высокого рейтинга Компании и имеющихся договоренностей.

Комментарий. В пятницу Эмитент раскрыл информацию, что, согласно ст.60 ГК РФ, принятие единственным акционером ЗАО «Европлан» EUROPLAN HOLDINGS LIMITED решения о реорганизации в форме присоединения к ЗАО «Европлан» его дочернего общества - ЗАО «ФИРМА КЕЛЬВИН» стало основанием для возникновения у владельцев облигаций права требовать от Эмитента досрочного погашения облигаций.

Напомним, КЕЛЬВИН - 100% «дочка» Европлана с более чем скромными масштабами деятельности – 0,19 млрд руб. (Европлан – более 55 млрд руб. по РСБУ на конец 1 полугодия 2013 года). В рамках своей деятельности компания практически не оказывает влияние на бизнес Группы и ее присоединение практически не изменит финансовых метрик головной компании, однако само присоединение в «наихудшем» варианте может привести к предъявлению бумаг к выкупу на сумму до 20% пассивов (по РСБУ). Последнее может оказать существенное давление на метрики Компании при реализации имеющегося у инвесторов права (более подробно о Европлане см. [«Мониторинг первичного рынка»](#) от 1 октября 2013 года).

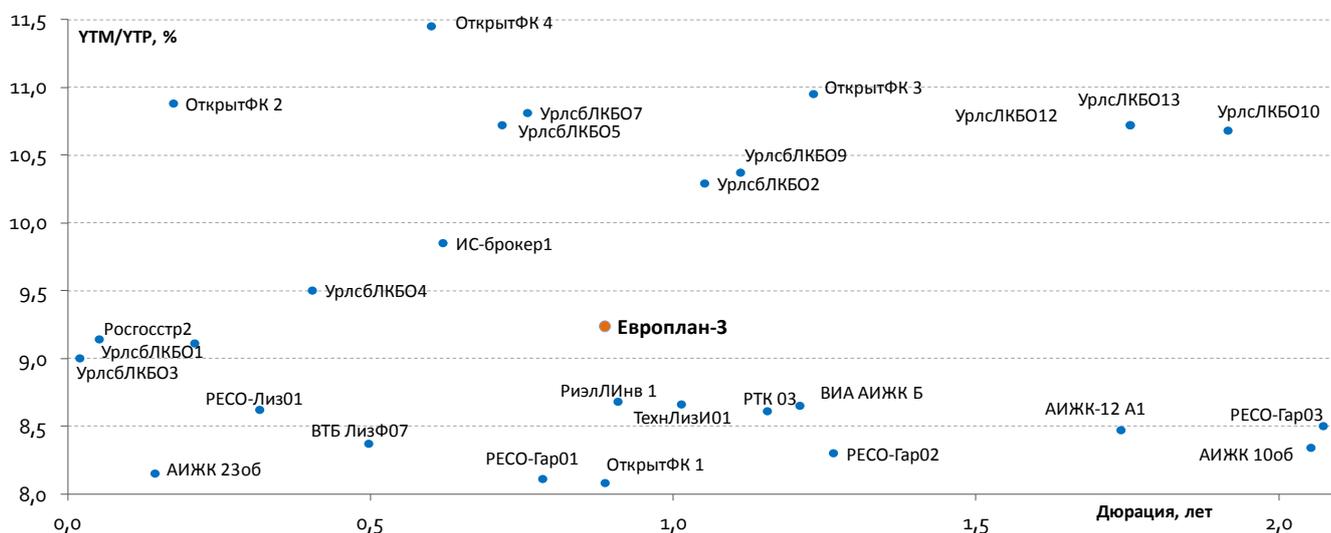
Отметим, что сейчас в обращении у Компании 4 выпуска совокупным номинальным объемом 10 млрд руб. Причем последний выпуск был размещен совсем недавно – 2 октября в объеме 2 млрд руб. с купоном 9,78% при оферте 3 года. Тем не менее, сделок по выпуску нет. В настоящей момент единственный ликвидный заем Компании – выпуск серии 03, и торгуется он выше 102% от номинала. Таким образом, здесь мы не ждем существенного предъявления бумаг к выкупу. Причем это заметно поддержит финансовую устойчивость, поскольку на данный заем приходится ровно половина всех облигаций – 5 млрд руб. Сделки с бондами остальных займов отсутствуют, и, на наш взгляд, есть высокая вероятность, что они останутся в портфелях существующего ограниченного числа инвесторов в силу довольно высокого рейтинга Компании и имеющихся договоренностей.

21 октября 2013

Ключевые финансовые показатели, млн долл.	Европлан (МСФО)			Изм. %
	2010	2011	2012	
Выручка	2 757	3 463	5 184	49.7
Доходы от лизинга	2 456	3 336	4 956	48.6
Чистая прибыль от лизинговых операций	1 519	2 305	3 436	49.1
Чистая прибыль	594	563	941	67.2
margin	22%	16%	18%	1,9 п.п.
	2010	2011	2012	Изм. %
Активы	14 330	20 303	29 414	44.9
Чистые инвестиции в лизинг	9 988	16 504	24 095	46.0
Денежные средства и эквиваленты	1 787	762	1 867	145.1
Капитал	4 360	4 872	5 440	11.6
Долг	9 397	14 718	22 956	56.0
Долг/Капитал	2.16	3.02	4.22	-
Капитал/Активы	0.30	0.24	0.18	-

Источники: данные компании, расчеты аналитического департамента Промсвязьбанка

Карта доходностей облигаций финансового сектора

Елена Федоткова

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 Полюттов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

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	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

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

© 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.