



Утренний Express-О

25 февраля 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Запсибкомбанк (-/B+/-) готовится к размещению субординированных рублевых бондов?



Nord Gold (Ba3/-/BB-): отчетность за 2013 г. по МСФО.



Роснефть (Ba2/BBB/-) прекратила сотрудничество с Fitch.

## Запсибкомбанк (-/B+/-) готовится к размещению субординированных рублевых бондов?

Судя по всему, Банк готовится к выпуску субординированных бондов на сумму 2,4 млрд руб. Показатели достаточности капитала у Банка не самые высокие: 8,23% по Базелю и 11,87% Н1 по РСБУ. Таким образом, увеличение капитала почти на 25% может в значительной степени поддержать метрики кредитной организации.

**Комментарий.** Запсибкомбанк планирует разместить облигации серии 02 в количестве 241 358 912 шт. Номинальная стоимость каждой бумаги - 10 руб. Срок обращения - 5,5 лет (2002 дн). Облигации конвертируются в обыкновенные именные акции Эмитента при достаточности капитала менее 2% (по Базелю) и / или начале процедуры предупреждения банкротства.

Судя по всему, Банк готовится к выпуску субординированных бондов на сумму 2,4 млрд руб. Показатели достаточности капитала у Банка не самые высокие: 8,23% по Базелю и 11,87% Н1 по РСБУ. Таким образом, увеличение капитала почти на 25% может в значительной степени поддержать метрики кредитной организации. В целом, новость можно расценивать в «плюс» финансовой устойчивости Банка. Отметим, что агентство S&P подтвердило рейтинг Банка на текущем уровне в августе прошлого года.

Напомним, что осенью ходили слухи о том, что НОМОС-БАНК заинтересован в покупке Запсибкомбанка, однако они так и не получили продолжения. Однако мы не исключаем, что собственники могут рассматривать такой вариант, хотя конъюнктура сейчас в целом не слишком благоволит данному вопросу. Напомним, что Эмитент аффилирован с руководством своего региона, однако в следующем году ситуация может измениться: в 2015 году предстоят выборы губернатора Тюменской области. Пополнение капитала за счет субординированного выпуска сделает Банк более привлекательным, а такая форма внесения средств – не потребует от текущих владельцев внесения собственных средств.

Учитывая довольно слабую ликвидность всех трех обращающихся выпусков Запсибкомбанка, мы не ждем, что вышедшая новость окажет существенное влияние на их котировки.

25 февраля 2014

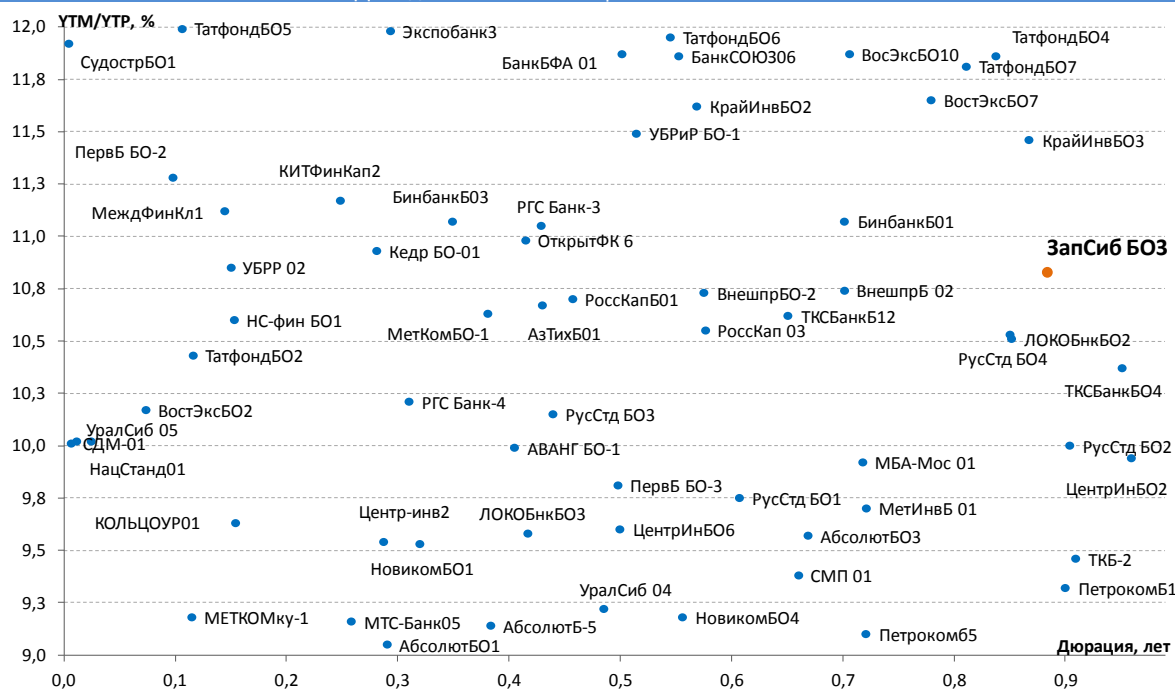
### Финансовые показатели Запсибкомбанка по МСФО

Балансовые показатели, млн руб.		2011	2012	1H2013	Изм. 1H13 / 2012
ASSETS		74,4	83,7	84,4	1%
Cash and cash equivalents		13,8	17,1	10,7	-37%
	% assets	19%	20%	13%	-
Financial Assets		6,5	5,7	5,8	1%
	% assets	9%	7%	7%	-
Loans		44,4	51,7	55,9	8%
Loans (gross)		49,2	56,4	60,8	8%
	% assets	60%	62%	66%	-
	NPL (30+)	4,9%	3,2%	4,2%	-
	allowance for loan impairment / NPL (30+)	2,00	2,54	1,91	-
	Loans / Customer accounts	0,7	0,7	0,8	-
Customer accounts		63,4	69,4	67,4	-3%
	% assets	85%	83%	80%	-
EQUITY		7,0	9,6	10,2	6%
	% assets	9%	11%	12%	-
Capital Adequacy Ratio (H1)*		11,6%	12,3%	11,0%	-
Показатели прибыльности, млн руб.		2011	2012	1H2013	Изм. 1H13 / 1H12
Provisions charge for loan impairment		-1,0	0,1	-0,2	-49%
Operating income		6,0	6,3	3,3	1%
Profit		1,3	2,1	0,7	1%
Качественные показатели деятельности		2011	2012	1H2013	Изм. 1H13 / 2012
RoAA		1,9%	2,6%	1,8%	-0,9 п.п.
RoAE		20%	25%	15%	-9,9 п.п.
Cost / Income		55,0%	60,2%	64,5%	+4,3 п.п.

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

\* достаточность капитала по РСБУ (H1)

### Доходности облигаций российских эмитентов



Елена Федоткова

25 февраля 2014

## Nord Gold (Ваз/-/ВВ-): отчетность за 2013 г. по МСФО.

Вчера Nord Gold представил отчетность за 2013 г. – несмотря на ощутимое снижение цен на золото, компании удалось показать хороший рост выручки за счет наращивания объема продаж. Тем не менее, прибыльность бизнеса снизилась, а также был сформирован чистый убыток, который, впрочем, был связан с разовыми переоценками активов из-за слабых цен на золото. Долговая нагрузка Nord Gold кардинально не поменялась в сравнении с 9 мес., у компании имеется солидная «подушка» ликвидности. В последние месяцы евробонд Nord Gold-18 показал заметный рост котировок, скорее всего, бумага будет торговаться на сложившихся уровнях.

**Вчера Nord Gold представил отчетность за 2013 г. по МСФО...**

**Несмотря на снижение цен на золото, компания показала хороший рост выручки...**

**Но прибыльность бизнеса все-таки уменьшилась, впрочем, была на достойном уровне...**

**Компания сформировала чистый убыток из-за переоценок активов на фоне слабых цен на золото...**

**Долговая нагрузка заметно не изменилась с момента публикации данных за 9 мес...**

**Короткий долг преимущественно покрывался запасом денежных средств на счетах...**

**Комментарий.** Вчера Nord Gold представил отчетность за 2013 г. по МСФО. Компания несмотря на ощутимое снижение цен на золото (ср. цена реализации составила в 2013 г. 1 376 долл./унц. («-18%» (г/г)), смогла показать хороший рост выручки на 6% до 1,271 млрд долл. благодаря наращиванию объемов продаж на фоне высоких производственных показателей (добыча золота достигла 924 тыс. унц. («+29%» (г/г)).

Вместе с тем, прибыльность бизнеса из-за слабых цен на золото Nord Gold удержать не удалось – EBITDA margin снизилась на 8,1 п.п. до 33,1%, но оставалась на достойном уровне. Поддержку рентабельности оказало снижение общего уровня издержек (ТТС составили 819 долл./унц. против 836 долл./унц. годом ранее) благодаря запуску в начале года месторождения «Бисса» в Буркина-Фасо, где ТСС составляет всего 460-470 долл./унц. В то же время операционный денежный поток Nord Gold демонстрировал в 2013 г. уверенный рост в 2,5 раза до 311 млн долл. благодаря оптимизации рабочего капитала.

Отметим, что в 2013 г. у Nord Gold был сформирован чистый убыток в размере 170 млн долл., который был обусловлен главным образом отрицательными переоценками активов (290 млн долл.) из-за снижения цен на золото, что, впрочем, характерно для всех игроков отрасли и вряд ли может оказать реально влияние на финансовое положение компании.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Nord Gold (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Производство золота, тыс. унц.	716,9	924,4	28,9
Средняя цена реализации золота,	1 670	1 376	-17,6
ТСС, долл./унц.	836	819	-2,0
Выручка	1 198	1 271	6,1
Операционный денежный поток	123	311	153,0
ЕБИТДА	493	421	-14,7
ЕБИТДА margin	41,2%	33,1%	-8,1 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	76	-170	-
margin	6,3%	отриц	-
	2012	2013	Изм. %
Активы	2 934	2 687	-8,4
Денежные средства и эквиваленты	45	244	442,4
Долг	725	968	33,4
краткосрочный	262	327	24,7
долгосрочный	464	641	38,3
Чистый долг	681	724	6,4
Долг/ЕБИТДА	1,5	2,3	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,4	1,7	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка Nord Gold кардинально не изменилась по итогам 2013 г. в сравнении с 9 мес. – метрика Долг/ЕБИТДА составила 2,3х, Чистый долг/ЕБИТДА – 1,7х, что было вполне приемлемым уровнем. Короткий долга компании в размере 327 млн долл. на 75% покрывался солидным запасом денежных средств на счетах на сумму 244 млн долл. Также Nord Gold показал способность генерировать весомый операционный денежный поток (311 млн долл. в 2013 г.), который позволит компании наряду с обязательствами по долгу и выплатой дивидендов за 4 кв. 2013 г. (5,4 млн долл.) реализовать и программу сарех на 2014 г. в объеме 200 млн долл., включая 60 млн долл. на разведку.

Менеджмент Nord Gold обозначил планы освоения компанией крупного месторождения

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

25 февраля 2014

**Сolidного денежного потока должно хватить как на погашение короткого долга, так и сарех...**

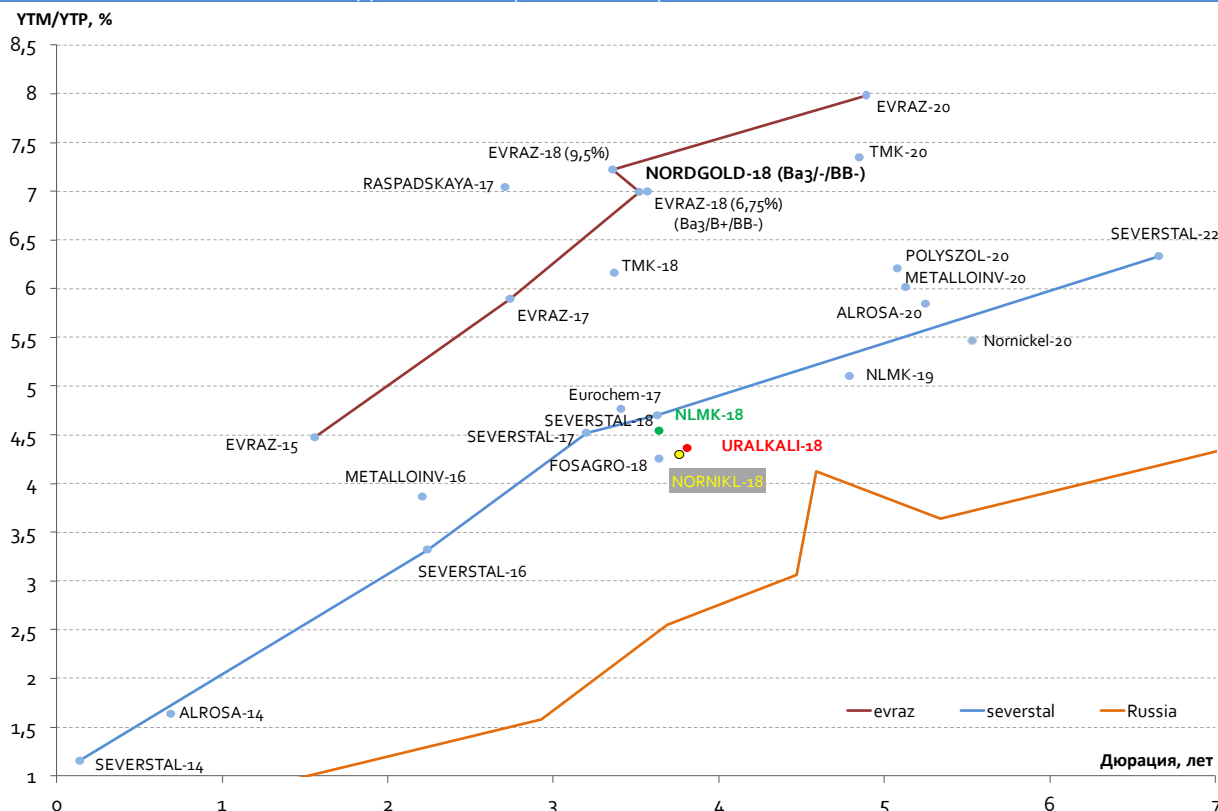
**Евробонд Nord Gold-18 заметно подрос в цене, вряд ли можно ждать дальнейшего роста...**

Гросс в Якутии (запасы 3,6 млн унц.), разработка которого оценивается в 300 млн долл., а его экономическая привлекательность возможна при цене золота в 1 250 долл./унц. В 2014 г. будет пройдена опытно-промышленная стадия и получены разрешения на строительство. Предполагается, что, если компания приступит к строительству в 2015 г., то выход на полную мощность может состояться в 2018-2019 гг.

В последние месяцы евробонд Nord Gold-18 (YTM 7,0%/3,57 г.) показал заметный рост котировок, сравнявшись в доходности с выпусками Evraz. Скорее всего, бумага в ближайшее время будет торговаться на сложившихся уровнях.

**Александр Полюттов**

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



## Роснефть (Baа2/BBB/-) прекратила сотрудничество с Fitch.

Fitch отозвало рейтинг Роснефти «BBB-» после того, как компания решила прекратить сотрудничество с рейтинговым агентством. Этот шаг предваряло снижение Fitch рейтинга Роснефти с «BBB» до «BBB-» в октябре 2013 г. До этого отзыва самый низкий рейтинг у нефтяной корпорации был именно от Fitch. Это не первый случай разрыва сотрудничества госкомпаний с Fitch: ранее от услуг агентства отказались ВТБ и ОАО АвтоВАЗ. Подобное решение Роснефти было ожидаемо, поэтому мы не прогнозируем, что бумаги компании покажут динамику, заметно отличающуюся от общего тренда на рынке долговых обязательств российских эмитентов.

**Разрыв отношений был ожидаем и поэтому вряд ли вызовет выраженную рефлекторную реакцию...**

**Комментарий.** Вчера Роснефть сообщила о прекращении сотрудничества с Fitch после истечения срока действия договорных соглашений, в результате чего рейтинг «BBB-» от агентства был отозван. В пресс-релизе компания указала, что продолжает активное сотрудничество с Moody's и S&P's.

В октябре 2013 г. Fitch понизило рейтинг Роснефти с «BBB» до «BBB-» со «Стабильным» прогнозом. Вдобавок, агентство отметило, что оценка рейтинга на тот момент учитывала господдержку, без которой рейтинг компании был бы оценен на уровне «BB+», на одну

25 февраля 2014

**Ранее Fitch отмечало обеспокоенность растущей долговой нагрузкой...**

**Соотношение Чистый долг / EBITDA возросло в 2013 г. до 1,79х с 0,96х по итогам 2012 г.**

степень ниже. Свое решение агентство тогда объяснило ожиданиями значительного увеличения долговой нагрузки Роснефти по причине масштабных инвестиционных планов. При этом агентство отметило, что в связи с разросшимися операционными масштабами компании государству будет сложно оказывать поддержку Роснефти в случае затяжного снижения цен на нефть. Из позитивных моментов были отмечены хорошие операционные показатели, которые компания подтвердила в своей последней отчетности – рентабельность по EBITDA составила в 2013 г. 20%, а по чистой прибыли – 12%.

За 2012-2013 гг. Роснефть привлекла долговое финансирование в размере примерно 37 млрд долл., из которых 31 млрд долл. пришлось на синдицированные кредиты, а 3 млрд долл. на еврооблигации. Значительная часть этих средств была использована для покупки доли в ТНК-ВР. При этом за 2013 г. компании удалось погасить кредиты на 166,9 млрд руб (4,69 млрд долл. по текущему курсу).

Между тем в 2014 г. компания планирует еще более масштабные инвестиции, чем в 2013 г. Так, по заявлению главы компании Сечина, в этом году на инвестиции будет выделено 700 млрд руб. по сравнению с 560 млрд руб., затраченными в 2013 г. По результатам же недавней отчетности за 2013 г. в целом соотношение Чистый долг / EBITDA поднялось до 1,79х с 0,96х по итогам 2012 г., а Долг / EBITDA – до 2,28х с 1,59х вследствие существенного наращивания долга (см. наш комментарий от 05.02.2014 <http://psbinvest.ru/upload/iblock/ae0/ae016618e6bdbfc377f70359b3fbdeff.pdf>).

С учетом того, что, по заявлениям руководства компании, Роснефть планирует направлять предоплату по поставкам нефти на развитие стратегических объектов, открытым остается вопрос, каким образом нефтяная корпорация планирует добиться снижения соотношения Чистый долг / EBITDA до уровня 1,3х в среднесрочной перспективе.

Напомним, что Роснефти еще предстоит разрешить споры с Транснефтью по поводу расширения нефтепровода ВСТО, необходимого компании для увеличения поставок в Китай. Решение этого вопроса может потребовать дополнительных финансовых вливаний.

Возвращаясь к разрыву отношений с Fitch, можно отметить, что такой шаг был ожидаем рынком. Ранее о подобном решении заявляли другие государственные корпорации: ВТБ и ОАО АвтоВАЗ. Таким образом, мы не ожидаем, что реакция бумаг Роснефти будет существенно выбиваться из общего тренда на рынке долговых бумаг российских эмитентов.

#### Операционные и финансовые (МСФО) показатели Роснефти

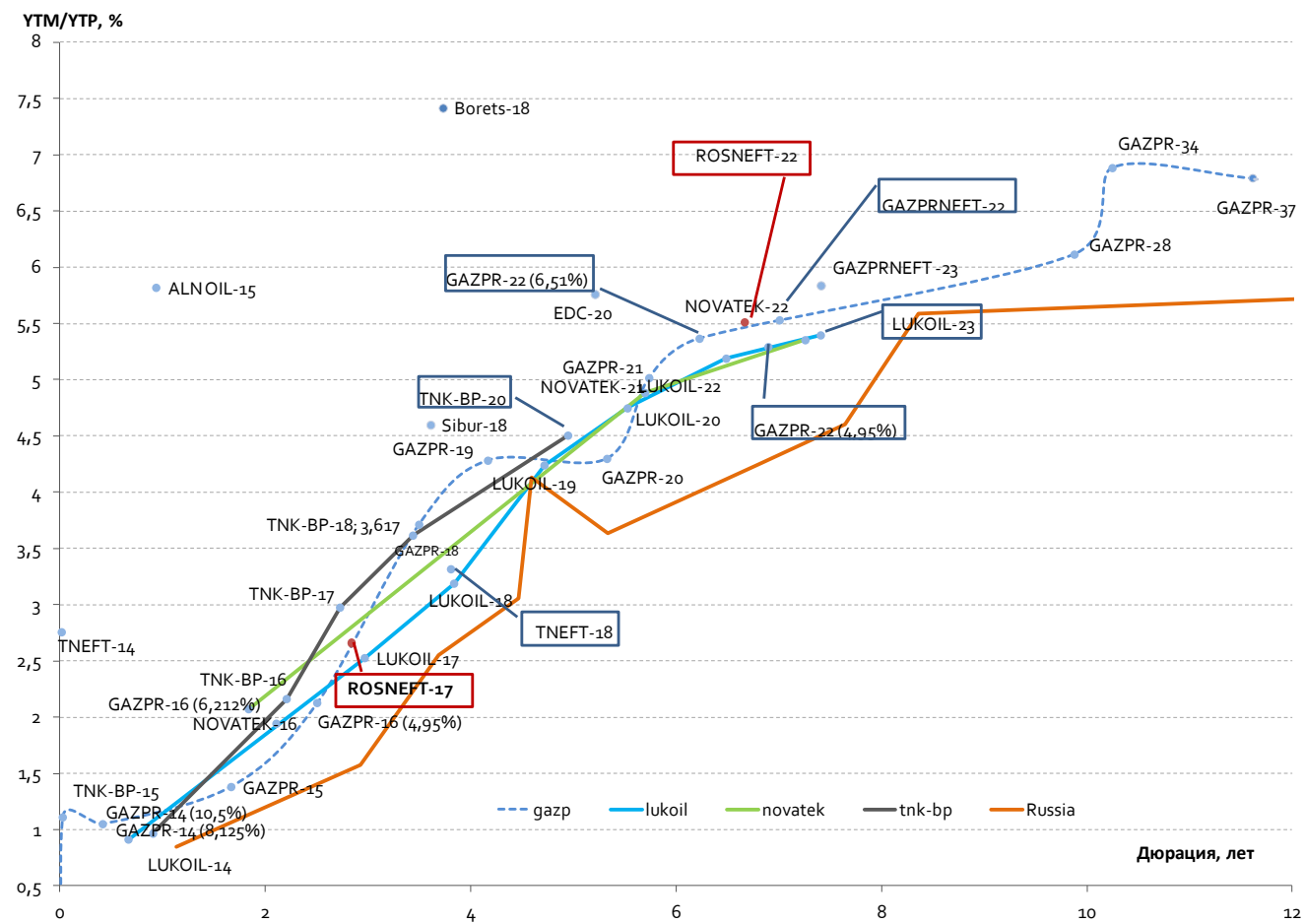
Операционные результаты	4Q 2013	3Q 2013	Изменение	2013	2012	Изменение
Добыча углеводородов (тыс. барр./день)	4989	4884	2,10%	4873	2702	80,30%
Добыча нефти и жидких углеводородов (тыс. барр./день)	4217	4193	0,60%	4196	2439	72,0%
Добыча газа (тыс. бнэ/день)	772	691	11,70%	677	263	157,40%
Производство нефтепродуктов в России (млн т)	20,57	21,88	-6,0%	74,89	48,8	53,50%
Производство нефтепродуктов вне России (млн т)	3,22	3,34	-3,60%	12,22	10,79	13,30%
<b>Финансовые результаты, млрд руб.</b>						
Выручка	1350	1356	-0,44%	4694	3089	52%
EBITDA	273	303	-9,90%	947	618	53%
Рентабельность по EBITDA	20%	22%		20,2%	20,0%	
Чистая прибыль	134	280	-52,14%	551	365	51%
Рентабельность по чистой прибыли	10%	21%		11,7%	11,8%	
Долг	2367	2379	-0,50%	2367	980	142%
краткосрочный	691	528	30,87%	691	143	383%
долгосрочный	1676	1851	-9,45%	1676	837	100%
Чистый долг	1860	1909	-2,57%	1860	591	215%
Долг / EBITDA	2,28*	2,36		2,28*	1,59	
Чистый долг / EBITDA	1,79*	1,89		1,79*	0,96	
Капитальные затраты	182	130	40,00%	560	473	18%
Свободный денежный поток	49	84	-41,67%	201	43	367%

\* с учетом EBITDA ООО НГК «Итера» с 01.01.13

Источник: Роснефть, PSB Research

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

Доходности еврооблигаций нефтегазового сектора



Алина Арбекова



25 февраля 2014

**Контакты:****ОАО «Промсвязьбанк»****Управление исследований и аналитики**

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB Research****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

**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

**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

25 февраля 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.