



Утренний Express-О

25 марта 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Металлоинвест (Ba2/BB/BB-): отчетность за 2013 г. по МСФО.



Fitch повысило рейтинг Нижегородской области с «BB-» до «BB», прогноз «Стабильный».



Магнит (-/BB/-): аудированная отчетность за 2013 г. по МСФО.



Fitch понизило рейтинг Tele2 (-/-/B+) на 3 ступени с «BB+» до «B+».



Роснефть (Baа1/BBB/-) – бразильская покупка без кредита.



Татфондбанк (B3/B/-): присвоение рейтинга "B" от S&P.

## Металлоинвест (Ba2/BB/BB-): отчетность за 2013 г. по МСФО.

На наш взгляд,Metalloinvestу по итогам 2013 г. удалось добиться хороших результатов, даже несмотря на неблагоприятную ситуацию на сырьевых рынках. Так, вполне ожидаемо компания снизила выручку и показатель EBITDA, но смогла удержать рентабельность бизнеса на прежнем уровне. Metalloinvest в 2013 г. несколько сократил размер долга, что оградило компанию от увеличения долговой нагрузки, которая осталась на приемлемом уровне. Отметим также улучшение временной структуры долга. Похоже, финансовое положение Metalloinvestа стало поводом для S&P повысить рейтинг компании в конце февраля на 1 ступень до «BB»/Стабильный. Публикация отчетности должно оказать поддержку бумагам эмитента.

**Металлоинвест представил отчетность за 2013 г. по МСФО...**

**Результаты компании – хорошие, особенно в свете неблагоприятной конъюнктуры сырьевых рынков...**

**Комментарий.** Вчера Metalloinvest отчитался за 2013 г. по МСФО. В целом, компания представила хорошие финансовые результаты, несмотря на неблагоприятную ситуацию на сырьевых рынках.

Так, Metalloinvest снизил размер выручки на 11% до 7,32 млрд долл. (г/г), показатель EBITDA – на 12% до 2,24 млрд долл. на фоне сокращения производства и отгрузки железной руды, стальной продукции. При этом компания в 2013 г. смогла удержать уровень прибыльности бизнеса на прежнем уровне – EBITDA margin составила 30,6% против 31,2% годом ранее. Давление, по данным менеджмента, в основном оказало падение EBITDA Металлургического сегмента.

25 марта 2014

**Компания смогла удержать рентабельность бизнеса...**

При этом немаловажную роль в поддержке рентабельности сыграло увеличение отгрузки более маржинальной продукции (ГБЖ/ПВЖ на 7% в 2013 г.). На фоне снижения прибыльности бизнеса у Металлоинвеста в 2013 г. произошло сокращение операционного денежного потока на 29% до 1,31 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Металлоинвест (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Выручка	8 194	7 324	-10,6
Операционный денежный поток	1 848	1 312	-29,0
EBITDA	2 553	2 240	-12,3
EBITDA margin	31,2%	30,6%	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	1 727	1 080	-37,5
margin	21,1%	14,7%	-6,4 п.п.
	2012	2013	Изм. %
Активы	10 352	10 451	0,9
Денежные средства и эквиваленты	468	523	11,6
Долг	6 471	5 965	-7,8
краткосрочный	338	190	-43,7
долгосрочный	6 133	5 775	-5,8
Чистый долг	6 002	5 443	-9,3
Долг/EBITDA	2,5	2,7	
Чистый долг/EBITDA	2,4	2,4	

Источники: данные компании, PSB Research

Вместе с тем, Металлоинвесту удалось избежать заметного роста долговой нагрузки в 2013 г., несмотря на снижение прибыльности, благодаря сокращению размера кредитов и займов за год на 8% до 5,965 млрд долл. В итоге, метрика Долг/EBITDA на конец минувшего года был 2,7х против 2,5х, Чистый долг/EBITDA не изменился, составив 2,4х, что было вполне приемлемым уровнем.

Отметим, улучшение временной структуры долга Металлоинвеста – доля коротких заимствований снизилась до 3,2% или 190 млн долл., которые полностью покрывались денежными средствами на счетах в размере 523 млн долл. Напомним, что компания смогла разместить в 2013 г. 7-летние евробонды на 1 млрд долл., рефинансировала кредиты Сбербанка на 55 млрд руб. со сроками погашения через 5 и 7 лет. Данное улучшение вкупе с устойчивостью финансового положения Металлоинвеста отметило агентство S&P, которое повысило в конце февраля кредитный рейтинг на 1 ступень до «BB» прогноз Стабильный. Также в марте 2014 г. Металлоинвест привлек новый предэкспортный кредит на общую сумму 1,15 млрд долл. (погашение в 2016-2019 гг.), будет использован на рефинансирование текущего предэкспортного кредита с погашением в 2015-2016 гг.

В 2014 г. компания планирует инвестиции в размере 750 млн долл. (против 478 млн долл. в 2013 г.), о чем ранее уже сообщал менеджмент (анонсировался диапазон в 700-750 млн долл.). Несмотря на рост сарех, Металлоинвест вполне может самостоятельно реализовать намеченное, без особого влияния на кредитный профиль компании.

Отчетность Металлоинвеста должна оказать поддержку бумагам эмитента, которые находятся под влиянием общего сентимента рынков. В то же время текущая премия евробондов Metalloinv-16 /Ba2/BB/BB-/ (YTM 6,78%/2,1 г.) и Metalloinv-20 (YTM 8,11%/4,9 г.) около 150-160 б.п. к выпускам других российских металлургов с рейтингом «BB+/BBB-», на наш взгляд, не совсем оправдана.

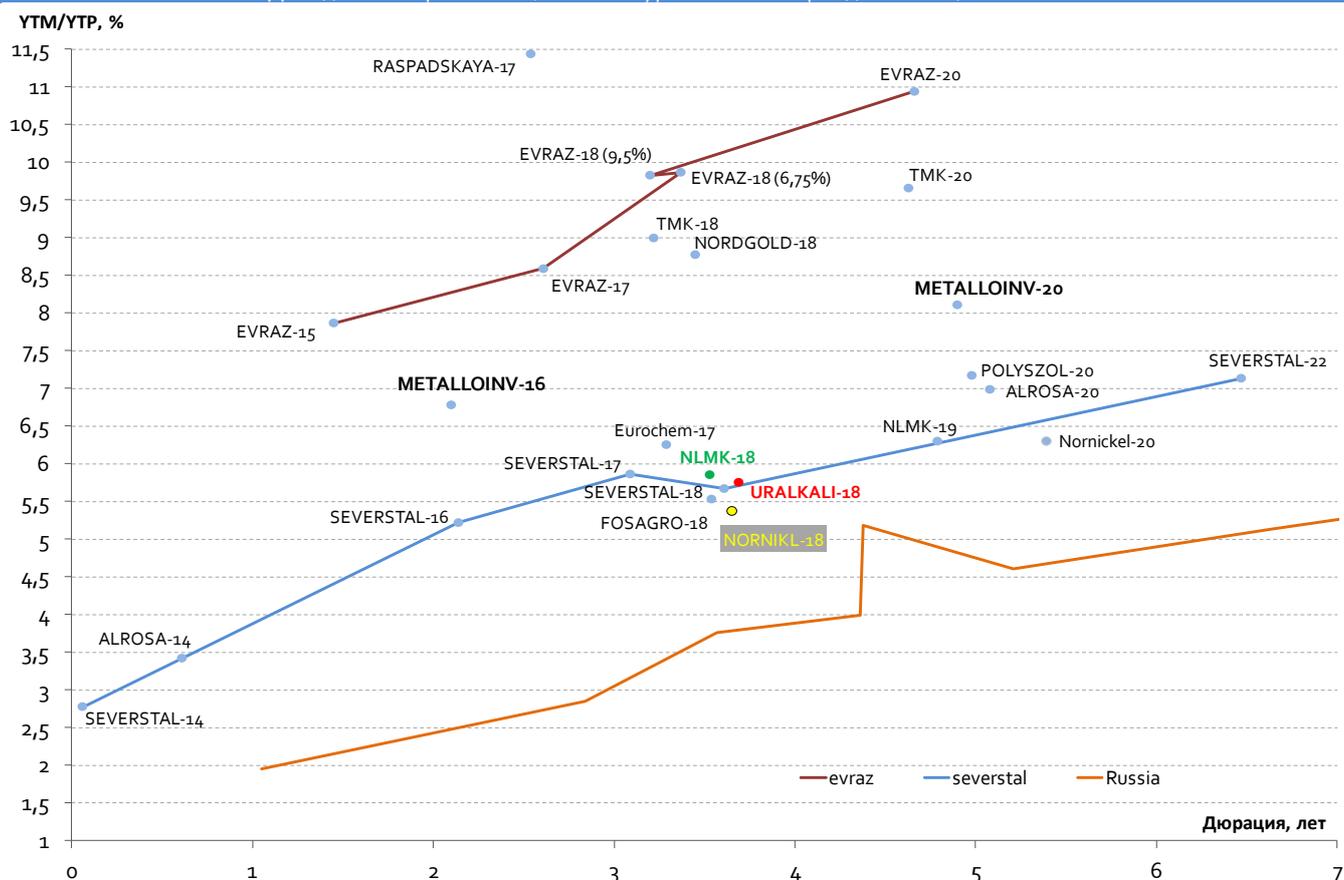
**Долговая нагрузка существенно не изменилась, оставаясь на приемлемом уровне...**

**Риски рефинансирования долга были низкие...**

**Отчетность может оказать поддержку бумагам Металлоинвеста...**

25 марта 2014

## Доходности еврооблигаций металлургических и горнодобывающих компаний



Александр Полютков

Fitch повысило рейтинг Нижегородской области с «ВВ-» до «ВВ», прогноз «Стабильный».

Вчера агентство Fitch повысило кредитный рейтинг с «ВВ-» до «ВВ» прогноз Стабильный. Причиной рейтинговых действий стали «хорошие бюджетные показатели, умеренный прямой риск, небольшой риск краткосрочного рефинансирования». Действия Fitch вполне отвечают финансовому положению региона по итогам 2013 г., который смог показать рост доходов бюджета, причем за счет собственных доходов. Уровень госдолга области в минувшем году немного вырос, но был на приемлемом уровне. В 2014 г. по плану ожидается небольшой рост госдолга, но в разумных пределах. Отметим, что у области уже был рейтинг на том же уровне от Moody's – «Вa2»/Стабильный, поэтому реакция в облигациях скорее всего будет умеренной, наиболее интересно по доходности смотрятся длинные выпуски Нижегородской области.

**Fitch повысило рейтинг Нижегородской области на 1 ступень до «ВВ»/Стабильный...**

**Причиной действия стали хорошие бюджетные показатели и умеренный долг...**

**Повышение рейтинга**

**Комментарий.** Вчера агентство Fitch подтвердило рейтинг Красноярска на уровне «ВВ»/Стабильный, Республики Саха (Якутия) – «ВВВ»/Стабильный, Пензенской области – «ВВ»/Стабильный, а также повысило кредитный рейтинг Нижегородской области с «ВВ-» до «ВВ» прогноз «Стабильный». Учитывая степень важности события, мы отдельно остановимся на действии Fitch в адрес Нижегородской области.

Так, эксперты Fitch отметили, что рейтинговые действия отражает «хорошие бюджетные показатели области, умеренный прямой риск, а также небольшой риск в плане краткосрочного рефинансирования. Негативное влияние на рейтинги Нижегородской области оказывает развивающаяся природа институциональной среды для локальных и региональных органов власти в России».

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

**соответствует  
финансовому состоянию  
области в 2013 г...**

В целом, действия Fitch вполне оправданы и отвечают финансовому состоянию Нижегородской области. В частности, несмотря на общее ослабление кредитного качества регионов РФ, Нижегородская область в 2013 г. продемонстрировала рост доходов бюджета («+5,1%» до 106 млрд руб. (г/г)), причем за счет собственных доходов («+8,4%» до 86 млрд руб. (г/г)), в то время как безвозмездные перечисления из федерального центра сократились («-6,7%» до 20 млрд руб. (г/г)). При этом доля собственных доходов региона выросла с 78,4% в 2012 г. до 80,8% в 2013 г. Область смогла удержать поступление налога на прибыль организаций на уровне 2012 г., в то время как у большинства субъектов РФ он снижался.

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Нижегородская область					
	2012Ф	2013П	2013Ф	Исп.	2013/2012	2014П
Доходы	100,7	105,7	105,9	100,1%	5,1%	114,3
Соб. Доходы	78,9	84,9	85,6	100,8%	8,4%	99,8
Доля соб.доходов в доходах	78,4%	80,3%	80,8%	100,7%	3,1%	87,3%
Налог на прибыль	24,2	n/a	24,2	-	0,1%	n/a
НДФЛ	25,3	n/a	28,3	-	11,9%	n/a
Безвозмездные перечисления	21,8	20,9	20,3	97,3%	-6,7%	14,5
Расходы	111,8	119,8	114,9	95,9%	2,7%	125,1
Дефицит/профицит	-11,1	-14,0	-9,0			-11
Госдолг	45,8	55,2	56,0	101,6%	22,5%	66,6
Госдолг/Соб.доходы	58,0%	65,0%	65,5%			66,7%

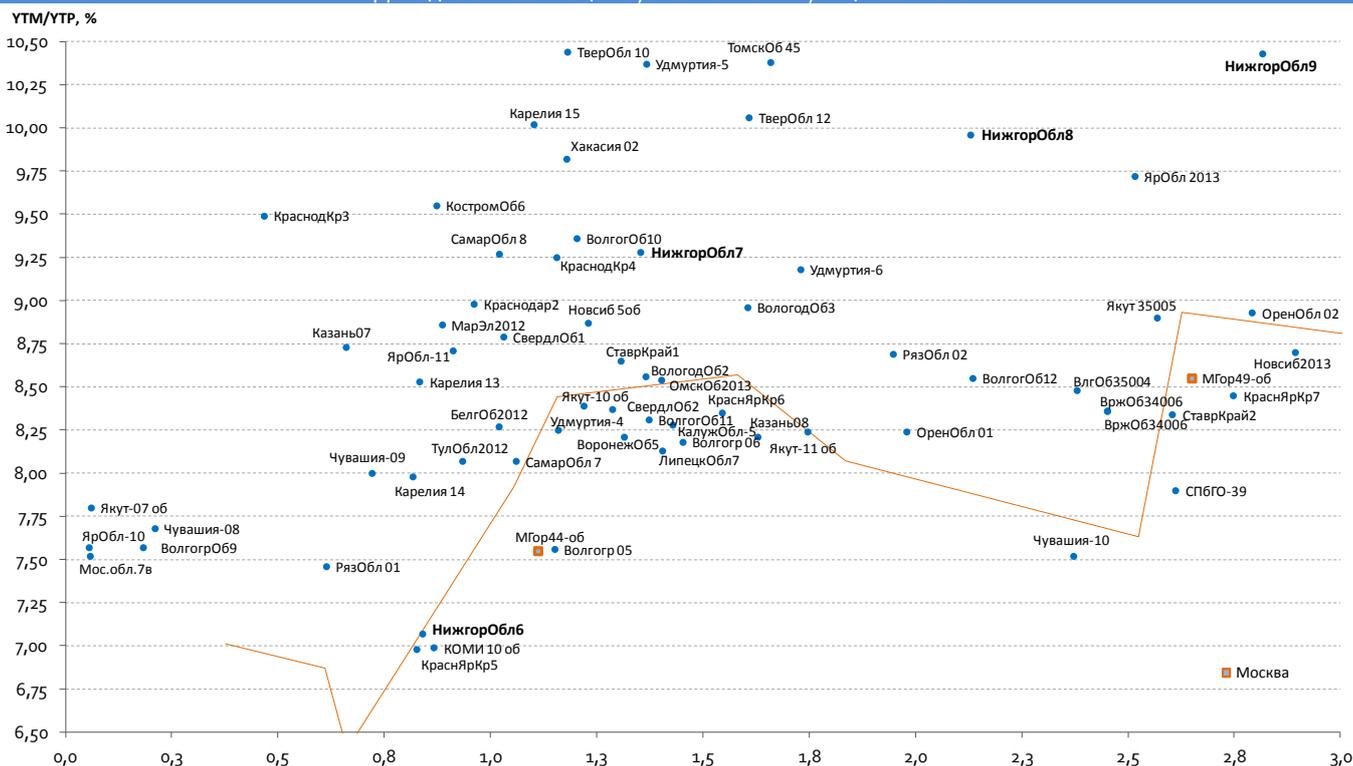
Источники: Росказна, PSB Research

**У области уже был  
рейтинг от Moody's  
на уровне  
«Ва2»/Стабильный...**

**Реакция в бондах  
Нижегородской области  
будет ограниченной, по  
доходности  
привлекательно  
смотрятся длинные  
облигации...**

Что касается госдолга Нижегородской области, то на фоне майских указов президента повышать зарплаты бюджетникам он вырос в 2013 г. на 22,5% до 56 млрд руб., а соотношение Госдолг/Соб.доходы составило 65,5% против 58,0%, что было на приемлемом уровне в текущих условиях. В 2014 г., согласно закону о бюджете, ожидается рост размера госдолга на 19% до 66 млрд руб. (верхний предел долга), а соотношение Госдолг/Соб.доходы не должно превысить отметку в 70%. Напомним, что у Нижегородской области уже был рейтинг на том же уровне от Moody's – «Ва2»/Стабильный, поэтому реакция в облигациях скорее всего будет умеренной (15-25 б.п. по доходности, с учетом движений на рынке), наиболее интересно смотрятся длинные выпуски Нижегородской области 34008 (УТМ 9,96%/2,13 г.) и 34009 (10,42%/2,82 г.) – по цене 95,5%.

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



**Александр Полютков**

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

Кредитный комментарий

## Магнит (-/ВВ/-): аудированная отчетность за 2013 г. по МСФО.

В целом, аудированная отчетность не принесла сюрпризов, и ключевые финансовые показатели соответствуют ранее представленным. Отдельно следует отметить данные по операционному денежному потоку, который показал рост на фоне улучшения прибыльности бизнеса. Наибольший интерес в отчетности, безусловно, представляет информация по долгу на конец 2013 г., уровень которого снизился на фоне роста рентабельности. В структуре долга возросла доля короткой части – на нее пришлось практически до половины кредитов и займов. Впрочем, на наш взгляд, ритейлер вполне сможет их рефинансировать, учитывая высокое кредитное качество.

**Магнит представил аудированную отчетность за 2013 г. по МСФО...**

**Ключевые показатели кардинально не изменились, наиболее интересны данные операционного денежного потока,...**

**...а также по уровню долга, который несколько снизился и был на комфортном уровне 1,0х – Чистый долг/ЕБИТДА...**

**Комментарий.** Вчера Магнит представил аудированную отчетность за 2013 г. по МСФО. Напомним, ранее компания традиционно обнародовала выборочные финансовые результаты, но без информации по долгу.

Аудированная отчетность не принесла сюрпризов, и ключевые финансовые показатели соответствуют ранее представленным. Отдельно следует отметить данные по операционному денежному потоку, который показал рост («+16,4%» до 1,39 млрд долл. (г/г)) на фоне улучшения прибыльности бизнеса.

Отдельно отметим, что с 2014 г. Магнит меняет методику расчета LFL и переходит на применяемый остальными ритейлерами способ. Ранее Магнит использовал более длительный срок выхода магазинов на уровень зрелых продаж. Данный подход применим на активно растущих развивающихся рынках, для того, чтобы устранить искажения базы расчета со стороны незрелых магазинов. В итоге, LFL за 12 мес. 2013 г. по всем магазинам сети был выше: согласно новым расчетам, составил 7,47% (ср. чек 5,89%; трафик – 1,50%) против 3,88% (ср. чек 5,22%; трафик «-1,28%») по предыдущей методике.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Х5 (МСФО)			Лента (МСФО)			Магнит (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Выручка	15 795	16 785	6,3	3 537	4 522	27,8	14 430	18 202	26,1
Операционный денежный поток	609	891	46,3	298	340	14,1	1 194	1 391	16,4
ЕБИТДА	1 124	1 204	7,2	409	514	25,5	1 524	2 032	33,4
ЕБИТДА margin	7,1%	7,2%	0,1 п.п.	11,6%	11,4%	-0,2 п.п.	10,6%	11,2%	0,6 п.п.
Чистая прибыль	-127	345	-	165	222	34,5	808	1 118	38,5
margin	отриц	2,1%	-	4,7%	4,9%	0,2 п.п.	5,6%	6,1%	0,5 п.п.
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Активы	9 582	9 224	-3,7	1 812	2 692	48,5	7 261	8 194	12,9
Денежные средства и эквиваленты	408	233	-43,0	116	190	63,0	410	181	-55,8
Долг	4 027	3 377	-16,1	949	1 405	48,1	2 086	2 254	8,0
краткосрочный	1 681	937	-44,2	126	188	48,7	827	1 110	34,2
долгосрочный	2 346	2 440	4,0	822	1 218	48,0	1 259	1 144	-9,2
Чистый долг	3 619	3 144	-13,1	832	1 215	46,1	1 676	2 072	23,7
Долг/ЕБИТДА	3,6	2,8		2,3	2,7		1,4	1,1	
Чистый долг/ЕБИТДА	3,2	2,6		2,0	2,4		1,1	1,0	

Источники: данные компаний, PSB Research

**Короткая часть долга выросла, достигнув практически половины всех кредитов и займов...**

**Впрочем, ритейлер в состоянии рефинансировать короткий долг...**

**Отчетность вряд ли окажет влияние на облигации Магнита...**

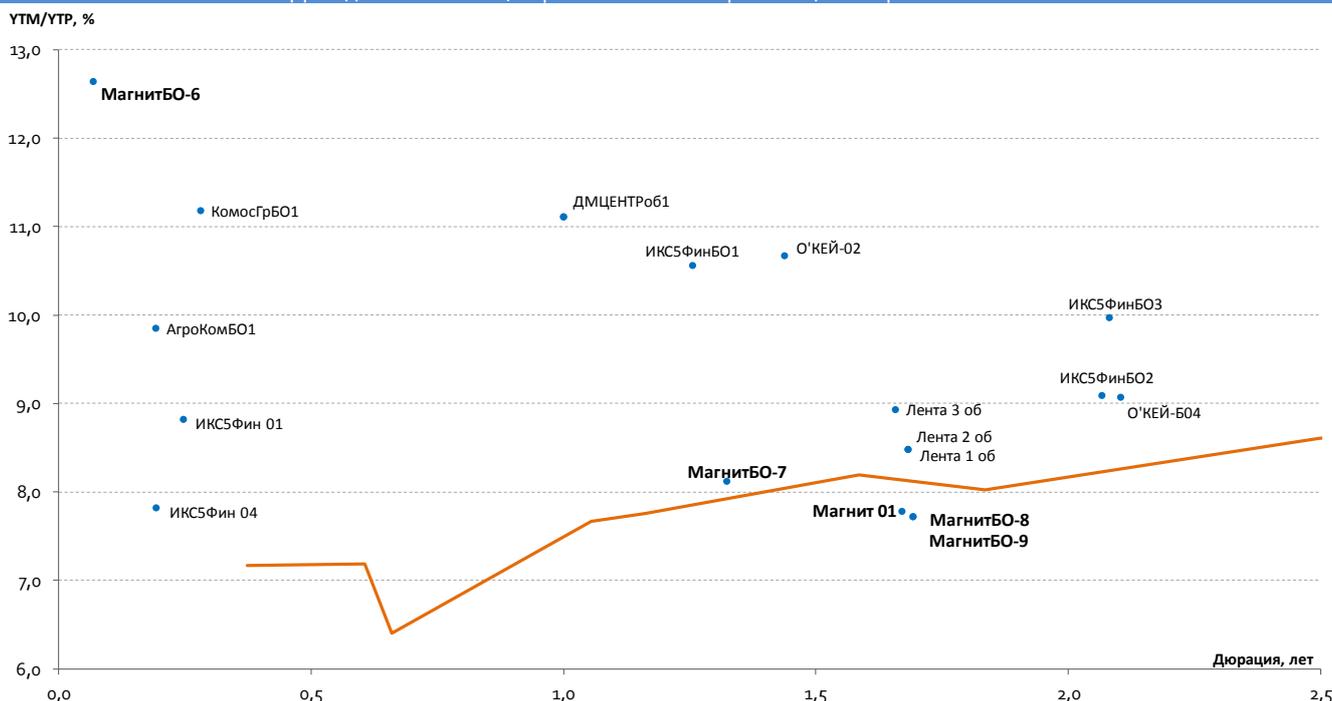
Наибольший интерес в отчетности Магнита, безусловно, представляет информация по долгу компании на конец 2013 г., уровень которого снизился на фоне роста рентабельности: метрика Долг/ЕБИТДА составила 1,1х против 1,4х в 2012 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 1,0х против 1,1х соответственно. При этом сам размер долга в 2013 г. немного вырос – на 8% до 2,254 млрд долл. В структуре кредитов и займов Магнита возросла доля короткой части («+34,2%» до 1,11 млрд долл.) – на нее пришлось практически до половины всего долга. В то время как размер денежных средств на счетах составил всего 181 млн долл., что повышает риски рефинансирования. Впрочем, на наш взгляд, ритейлер вполне сможет справиться с погашениями, учитывая высокое кредитное качество. Кроме того, Магнит генерирует солидный операционный денежный поток (в 2013 г. составил 1,39 млрд долл.), который также может быть задействован для программы сарех (1,6-1,7 млрд долл.).

Мы не ждем особой реакции в облигациях Магнита на публикацию отчетности,

25 марта 2014

которые остаются низколиквидными.

## Доходности облигаций розничного сектора и пищевой промышленности

Александр Полютков

## Fitch понизило рейтинг Tele2 (-/-/В+) на 3 ступени с «ВВ+» до «В+».

24 марта 2014 года Fitch понизило рейтинг мобильного оператора Tele2 Russia Holdings сразу на 3 ступени до «В+» в связи с неопределенностью относительно окончательных условий совместного предприятия компании и ОАО "Ростелеком", также был поставлен негативный прогноз по рейтингу. Структуры Юрия Ковальчука, Алексея Мордашова и ВТБ создают с "Ростелекомом" СП, в которое войдет Tele2 и мобильные активы госкомпании. Агентство при этом отметило, что видит саму бизнес модель регионального оператора как успешную, но считает, что сделка также представляет для Tele2 существенные интеграционные риски, которые приведут к росту капитальных затрат и повышению уровня использования заемных средств.

**Fitch понизило рейтинг мобильного оператора Tele2 Russia Holdings сразу на 3 ступени с «ВВ+» до «В+», при этом прогноз по рейтингу был поставлен на «Негативный».**

**Комментарий.** Fitch понизило рейтинг мобильного оператора Tele2 Russia Holdings сразу на 3 ступени с «ВВ+» до «В+», при этом прогноз по рейтингу был поставлен на «Негативный». Согласно заявлению агентства, причиной понижения рейтинга стала неопределенность относительно условий сделки по созданию совместного предприятия с ОАО «Ростелеком» (-/ВВ+/ВВВ-).

Банк ВТБ контролирует 50% капитала Tele2 Russia, оставшиеся 50% находятся во владении структур банка «Россия» (основной владелец - Юрий Ковальчук) и Алексея Мордашова (основной актив – «Северсталь»). Размер доли банка «Россия» не раскрывается.

В настоящее время идет создание совместного предприятия (СП), где участвуют «Ростелеком» с одной стороны и Банк ВТБ с остальными акционерами Tele2 с

*В настоящее время идет создание совместного предприятия (СП), где участвуют «Ростелеком» с одной стороны и Банк ВТБ с остальными акционерами Tele2 с другой.*

*Основные риски: перенос обязательств по бондам Tele2 на новое СП, риски выхода ВТБ из данного, непрофильного для банка, бизнеса, рост инвестиционной программы и долговой нагрузки.*

другой. В СП со стороны «Ростелекома» будут внесены все мобильные активы оператора, а со стороны ВТБ – есть бизнес Tele2. Доля акционеров Tele2 в СП по итогам его формирования должна составить 55%, «Ростелекома» - 45%.

Таким образом, Fitch видит существенные риски в процессе интеграции Tele2 в новую структуру, в том числе увеличения инвестпрограммы и долговой нагрузки. Агентство отмечает, что риски будут сохраняться до тех пор, пока долг в виде облигаций Tele2 не будет официально переведен как обязательство новой структуры (СП). Также отмечено, что другим важным риском является снижение доли ВТБ: банк в 2013 году уже продал 50% в Tele2, а учитывая то, что для банка это не профильный актив, есть риск дальнейшего снижения доли банка. Таким образом, пока неясно, кто выступит контролирующим акционером «СП» в перспективе, если ВТБ из него выйдет.

Также напомним, что на прошлой неделе США ввели санкции против ряда российских чиновников, политиков и бизнесменов. Под санкции подпали, в частности, банк «Россия» и непосредственно сам Юрий Ковальчук, являющийся основным акционером данного банка.

Само Tele2 негативно отозвалось относительно данного решения, посчитав, что агентство неверно оценило акционерные риски и недостаточно глубоко разобралось в ситуации.

При этом стоит отметить, что Fitch прокомментировал сам бизнес Tele2 как успешный, с эффективной бизнес-моделью для регионального мобильного оператора.

На наш взгляд, компания Tele2 имеет хороший кредитный профиль: за 2013 год операционная выручка выросла на 10% до 65,3 млрд рублей, EBITDA – на 12% до 24,2 млрд рублей. Рентабельность по EBITDA выросла на 0,6 п.п. до 37,1%. Долговая нагрузка на момент покупки банком ВТБ в 2013 году составляла около 1,6-1,7X по показателю Чистый Долг/EBITDA.

При этом из двух основных рисков, выделенных рейтинговым агентством, существенным нам видится только один: перенесение обязательств на новое совместное предприятие. Риски, сопутствующие возможному выходу ВТБ из Tele2 и приходу новых акционеров видятся нам ограниченными, так как видно, что акционеры если и меняются, то все они при этом являются напрямую или косвенно аффилированы с государством. И, соответственно, следует учитывать при оценке кредитного профиля Tele2 присутствие квази-суверенных акционеров.

*Паламарчук Вадим*

## Роснефть (Ваа1/ВВВ/-) – бразильская покупка без кредита.

Роснефть увеличила долю в бразильском проекте «Солимоинс» до 51%, а также приобрела 4 мобильные буровые установки у HRT O&G. Стоимость сделки составляет 96 млн долл., вдобавок Роснефть предоставит своему партнеру 40 млн долл. в рамках кредитной линии для осуществления инвестиций в проект. Руководство Роснефти при этом заявило о том, что не планирует привлекать кредиты для финансирования сделки. Мы ожидаем нейтральной реакции в бумагах компании – стоимость сделки относительно невелика в масштабах компании, и внимание участников рынка сейчас поглощено геополитической ситуацией.

*Компания планирует профинансировать сделку за счет собственного операционного денежного потока...*

**Комментарий.** Роснефть приобрела дополнительные 6% в проекте «Солимоинс» и четыре мобильные буровые установки у бразильской HRT O&G за 96 млн долл. В результате доля Роснефти в проекте увеличится до 51%. Финансирование сделки планируется осуществить за счет собственных средств. В рамках этой покупки компания уже перевела первый транш в размере 54 млн долл. Остальная часть суммы будет переведена до конца текущего года, из которой 18 млн долл. должны быть перечислены до конца 1 квартала.

25 марта 2014

**Коэффициенты долговой нагрузки по итогам 2013 г. находятся в зоне комфорта...**

**... и допускают дальнейшее увеличение долговой нагрузки...**

**... чего и можно ожидать в перспективе для финансирования крупных инвестиций в проект...**

Компания также предоставит HRT O&G заем на 40 млн долл. в рамках кредитной линии для финансирования инвестиций в проект «Солимоинс». По текущему курсу рубля общая стоимость сделки составляет порядка 3,5 млрд руб., а с учетом кредита для HRT O&G – 4,9 млрд руб. – менее 1% от инвестпрограммы на текущий год (700 млрд руб.). Операционный денежный поток компании в 2013 г. прогнозируется, согласно консенсус-оценке Bloomberg, на уровне 1213 млрд руб., что должно позволить компании обойтись при финансировании инвестиций по большей части собственными средствами. Однако с учетом того, что в этом году Роснефти предстоит вернуть кредиторам 786 млн руб., мы можем ожидать рефинансирования части долга нефтяной корпорации в этом году.

Что касается более долгосрочной перспективы, то общая стоимость развития проекта «Солимоинс» оценивается в 14 млрд долл. с учетом строительства нефтепроводной и газотранспортной инфраструктуры – довольно крупная сумма, для которой, по нашим оценкам, потребуется привлечение новых займов. Текущие коэффициенты долговой нагрузки – **Чистый долг / EBITDA и Долг / EBITDA составляют 1,79 и 2,28 соответственно**, пока находятся на комфортных уровнях и позволяют наращивание долговой нагрузки.

Отдельно стоит отметить, что в условиях ухудшения отношения западных инвесторов к российским активам и грозящих экономических санкций для Роснефти целесообразно диверсифицироваться на другие рынки, в частности Бразилию и Китай. При этом можно ожидать, что финансирование проектов на этих рынках будет осуществляться при содействии национальных кредитных институтов этих стран.

Мы ожидаем, что эта новость вызовет нейтральную реакцию в бумагах компании, движение которых будет определять общий настрой на рынке. На настоящий момент выпуски Rosneft-22 и Rosneft-17 довольно сильно потеряли в цене с момента перед эскалацией украинского конфликта 28 февраля – на 7,3% и 5,2% соответственно, что является довольно сильной просадкой в сравнении с теми же бумагами Газпрома со схожей дюрацией. Стоит отметить, что бумаги Роснефти могут сегодня избежать дополнительного негатива, связанного с пересмотром Fitch прогнозов по рейтингам ряда российских государственных компаний, так как Роснефть в конце февраля отказалась от услуг Fitch.

#### Финансовые показатели Роснефти (МСФО)

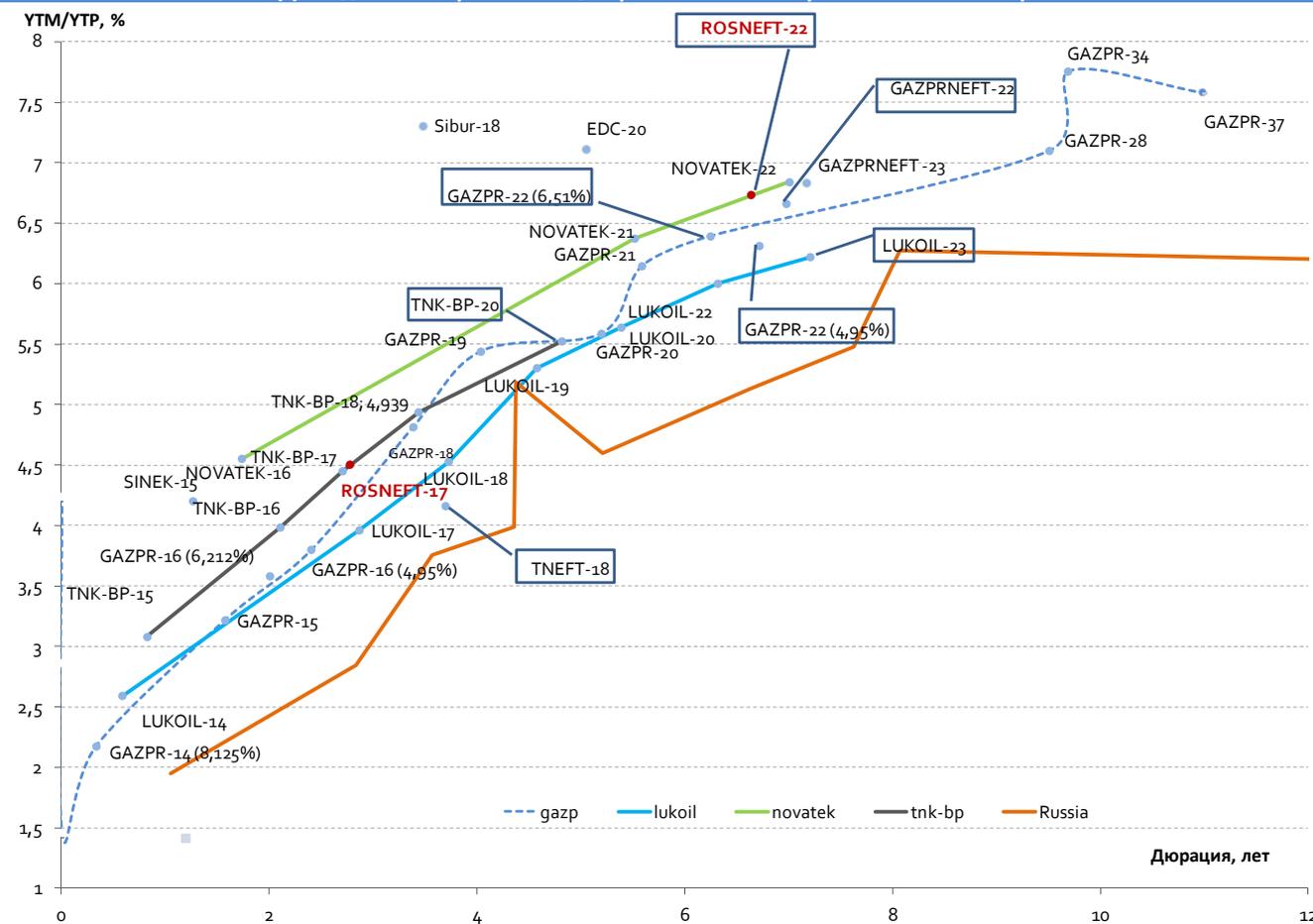
Ключевые показатели, млрд руб.	2013	2012	Изменение
Выручка	4694	3089	52%
ЕБИТДА	947	618	53%
Рентабельность по ЕБИТДА	20,2%	20,0%	
Чистая прибыль	551	365	51%
Рентабельность по чистой прибыли	11,7%	11,8%	
Долг	2367	980	142%
краткосрочный	691	143	383%
долгосрочный	1676	837	100%
Чистый долг	1860	591	215%
Долг / ЕБИТДА	2,28*	1,59	
Чистый долг / ЕБИТДА	1,79*	0,96	
Капитальные затраты	560	473	18%
Свободный денежный поток	201	43	367%

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

Источник: Роснефть, PSB Research

25 марта 2014

## Доходности еврооблигаций российского нефтегазового сектора



Алина Арбекова

## Татфондбанк (Вз/В/-): присвоение рейтинга "B" от S&amp;P.

В пресс-релизе S&P отметило, что самостоятельная оценка кредитного профиля Татфондбанка находится на уровне "B-", однако фактические рейтинги банка выше, поскольку S&P учитывает сильные связи Татфондбанка со своими акционерами, среди которых - правительство Татарстана.

Событие для Татфондбанка, безусловно, позитивное. Ранее у банка был только кредитный рейтинг от Moody's. Причем в июне 2012 г. Moody's понизило рейтинг Татфондбанка на одну ступень - до "Вз", прогноз «стабильный». Наличие кредитного рейтинга S&P на уровне "B" создает запас прочности по присутствию в Ломбардном списке ЦБ РФ и добавляет комфорта для владельцев облигаций Татфондбанка.

**Комментарий.** В пресс-релизе агентство S&P отмечает следующие ключевые моменты кредитного профиля Татфондбанка.

Татфондбанк является средним по размеру региональным банком, занимающим сильные рыночные позиции на территории Татарстана. В соответствии с российскими стандартами учета активы Банка на 01.02.2014 г. составили 121 млрд рублей (около \$3,5 млрд). На Татфондбанк приходится 14% депозитов физических лиц и 12% корпоративных кредитов в Татарстане. В то же время, доля Татфондбанк в стране остается ниже 1%, что не позволяет считать Банк системно значимым в масштабах всего российского банковского сектора.

Правительство Татарстана, имеющего рейтинги инвестиционной категории (Вааз/-/ВВВ), контролирует 26% капитала Татфондбанка. Поддержка со стороны сильного акционера укрепляет бизнес-модель Банка.

Позитивное влияние на рейтинг оказывает адекватная позиция по ликвидности, диверсифицированная база фондирования и растущая клиентская база.

25 марта 2014

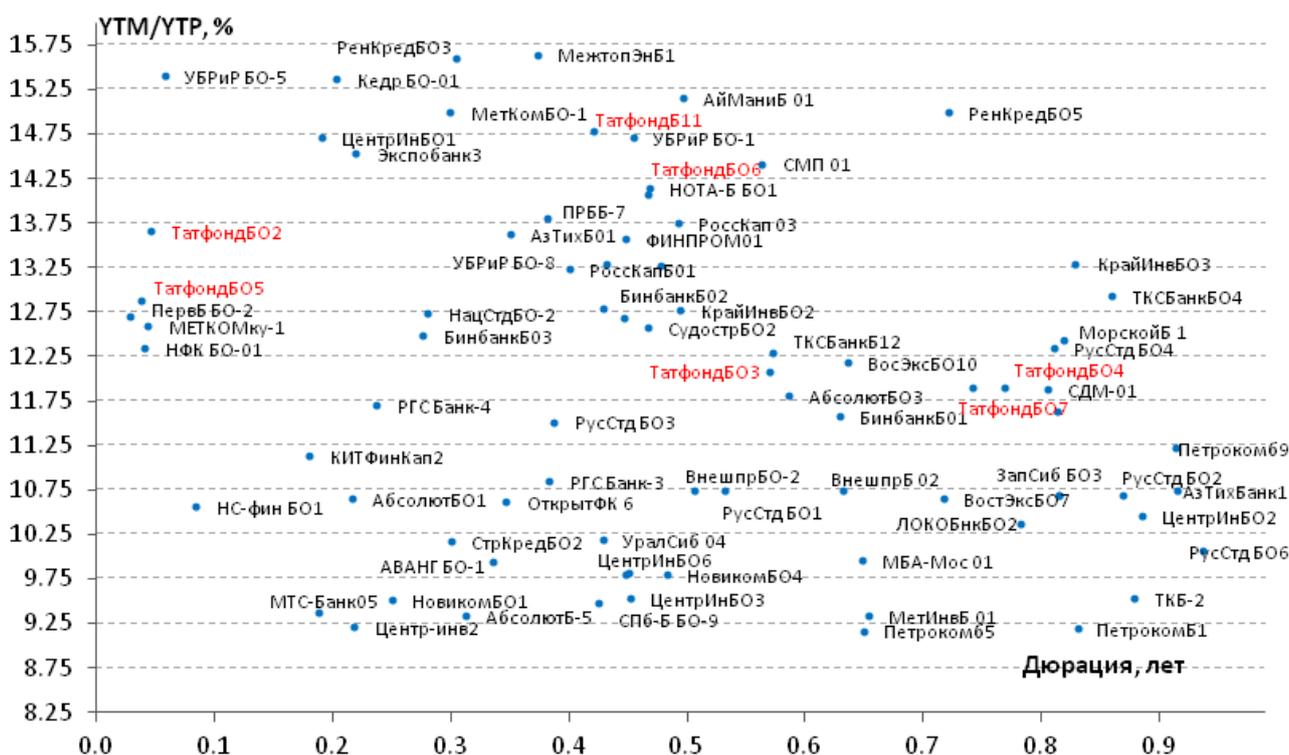
«Стабильный» прогноз по кредитному рейтингу Татфондбанка отражает мнение S&P о том, что **Банк сохранит сильные позиции на рынке Татарстана**, и нацеленность банка на улучшение операционных показателей деятельности.

**Возможность повышения кредитного рейтинга Татфондбанка в ближайшей перспективе будет зависеть от способности Банка снизить стоимость фондирования**, улучшения качества кредитного портфеля (за счет снижения концентрации на крупных клиентах и снижения кредитования девелоперского бизнеса), а также, если Банк сможет получить значительную поддержку капиталом от акционеров.

Татфондбанк активно присутствует на рынке облигаций. В обращении находится 8 выпусков. Бумаги включены в Ломбардный список ЦБ РФ и котировальный лист А1 на ММВБ. На фоне событий вокруг Украины и возможного введения экономических санкций против России котировки Татфондбанка просели вместе с рынком. Вместе с тем, доходность облигаций Татфондбанка 13,00 – 14,75% годовых при дюрации менее 0,5 года может быть интересной спекулятивной идеей.

Отметим, также что бумаги Татфондбанка предлагают премию более 400 б.п. к облигациям Ак-Барс Банка (В1/-/ВВ-), также аффилированного с Правительством Татарстана.

#### Доходности облигаций Татфондбанка



#### Ключевые сведения по облигациям Татфондбанка

Наименование выпуска	Оферта	Погашение	Срвзв. Цена	YTW	Дюрация, лет	Ставка купона %
ТатфондБ11	22.09.2014	13.09.2016	98.62	14.78%	0.43	11.25
ТатфондБ02	24.10.2012	17.04.2014	99.92	13.65%	0.06	12.25
ТатфондБ03	04.12.2013	27.11.2014	99.5	12.08%	0.58	11.00
ТатфондБ04	24.02.2014	17.02.2015	99.97	11.90%	0.78	11.50
ТатфондБ05	14.04.2014	07.04.2015	99.98	12.88%	0.05	12.25
ТатфондБ06	20.10.2014	13.10.2015	99	14.06%	0.48	11.00
ТатфондБ07	12.02.2015	06.06.2016	99.95	11.89%	0.75	11.50
ТатфондБ08	15.04.2015	06.10.2016	97.15	16.10%	0.84	11.80

25 марта 2014

**Итоги Татфондбанка по МСФО**

Балансовые показатели, млн руб.	2011	2012	1H 2013	1H 2013 / 2012
<b>Активы</b>	78 873,5	108 912,8	111 221,5	2%
Денежные средства и их эквиваленты	6 019,2	9 935,4	6 966,5	-30%
доля в активах	7,6%	9,1%	6,3%	-
Кредиты	51 807,8	67 828,7	75 919,5	12%
Кредиты (gross)	58 199,2	78 122,9	87 662,5	12%
доля в активах	65,7%	62,3%	68,3%	-
NPL (90+), %	5,0%	4,4%	n/a	-
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	2,2	3,0	n/a	-
Кредиты / Средства клиентов	1,3	1,2	1,2	-
Финансовые активы (включая депозиты в банках)	11 328,4	11 827,7	22 630,7	91%
доля в активах	14%	11%	20%	-
Инвестиционная собственность	7 097,9	15 137,4	1 227,2	-92%
доля в активах	9%	14%	1%	-
Total Capital Adequacy Ratio	12,2%	13,6%	12,2%	-
Показатели прибыльности, млн руб.	2011	2012	1H 2013	1H 2013 / 1H 2012
Резерв под обесценение	-898,4	-3 968,4	-1 334,4	114%
Операционные доходы	2 754,3	2 668,9	2 917,4	49%
Прибыль	22,9	267,1	83,7	3%
Качественные показатели деятельности	2011	2012	1H 2013	1H 2013 vs 2012
RoAA	0,0%	0,3%	0,2%	-0,1 п.п.
RoAE	0,4%	3,6%	2,0%	-1,6 п.п.
Cost / Income	66%	102%	51%	-51,1 п.п.
NIM	3,1%	2,1%	1,9%	-0,2 п.п.

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Показатели Татфондбанка по РСБУ**

Основные показатели	2012	2013	Изменение
	млрд. руб.	млрд. руб.	
Активы	110	129	17,30%
Кредитный портфель, в т.ч.	67,6	81,5	20,50%
кредиты юридическим лицам	50,9	56,7	11,50%
кредиты физическим лицам	16,7	24,7	47,90%
Средства физических лиц	40,8	49,8	22,20%
Собственные средства	12	15,6	30,60%
Прибыль	0,48	0,64	33,20%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Дмитрий Монастыршин**

**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 Кащеев**

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

**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**

Volozhhev@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

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ****Миленин Сергей**

Milenin@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

**Бараночников Александр**

Baranoch@psbank.ru

+7 (495) 228-39-21

25 марта 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.