



Утренний Express-О

30 апреля 2014 г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



АЛРОСА (Ва3/ВВ-/ВВ) рефинансирует короткий долг в ВТБ и Альфа-Банке.



Гидромашсервис (-/В/-): итоги по МСФО за 2013 год.



О'КЕЙ (-/В+) финансовые результаты 1 кв. 2014 г.



Газпром (Ваа1/ВВВ-/ВВВ) представил в целом неплохие итоги 2013 г. по МСФО.



НОВАТЭК (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-) неплохо отчитался за 1 кв. 2014 г. по МСФО.



S&P продолжило пересмотр рейтингов российских компаний.



Северсталь собирается выкупать еврооблигации с погашением в 2016 и в 2017 гг.

АЛРОСА (Ва3/ВВ-/ВВ) рефинансирует короткий долг в ВТБ и Альфа-Банке.

АЛРОСА получит право привлечь свыше 1 млрд долл. в ВТБ на рыночных условиях и 720 млн долл. в Альфа-Банке сроком на 3 года под 4,3% годовых. Напомним, у АЛРОСА была потребность в кредитных средствах для погашения короткого долга, которые ранее компания планировала погасить за счет продажи нефтегазовых активов Роснефти. Но сделка была приостановлена – Роснефть не согласилась с оценками запасов газа и ценой активов. Отсутствие четко обозначенных источников рефинансирования стало причиной помещения рейтинга АЛРОСА агентством S&P в список CreditWatch с возможностью понижения. Привлеченные кредиты позволят АЛРОСА рефинансировать короткий долг, и S&P в мае может вывести рейтинг из CreditWatch, сохранив его на прежнем уровне. Новость позитивная для бумаг АЛРОСА – реакция возможна в евробонде Alrosa-20, среди рублевых бумаг по доходности интереснее смотрелся выпуск АЛРОСА-23.

АЛРОСА привлекает кредит в ВТБ свыше 1 млрд долл. и 720 млн долл. в Альфа-Банке...

Комментарий. Вчера стало известно, что АЛРОСА получит право привлечь свыше 1 млрд долл. в ВТБ в 2014-2015 гг. на рыночных условиях и 720 млн долл. в Альфа-Банке сроком на 3 года под 4,3% годовых.

Кроме того, АЛРОСА сможет совершить с ВТБ документарные операции и операции торгового финансирования на сумму до 140 млн долл., разместить в

У компании была острая потребность в кредитах для рефинансирования долга в 2014 г. ...

По этой причине кредитный рейтинг от S&P в феврале попал в CreditWatch...

Ранее АЛРОСА хотела погасить короткий долг за счет продажи нефтегазовых активов Роснефти, но сделка так и не состоялась...

Новые кредиты решат вопрос рефинансирования, компания может сохранить рейтинг от S&P...

Новость позитивная для бумаг АЛРОСА...

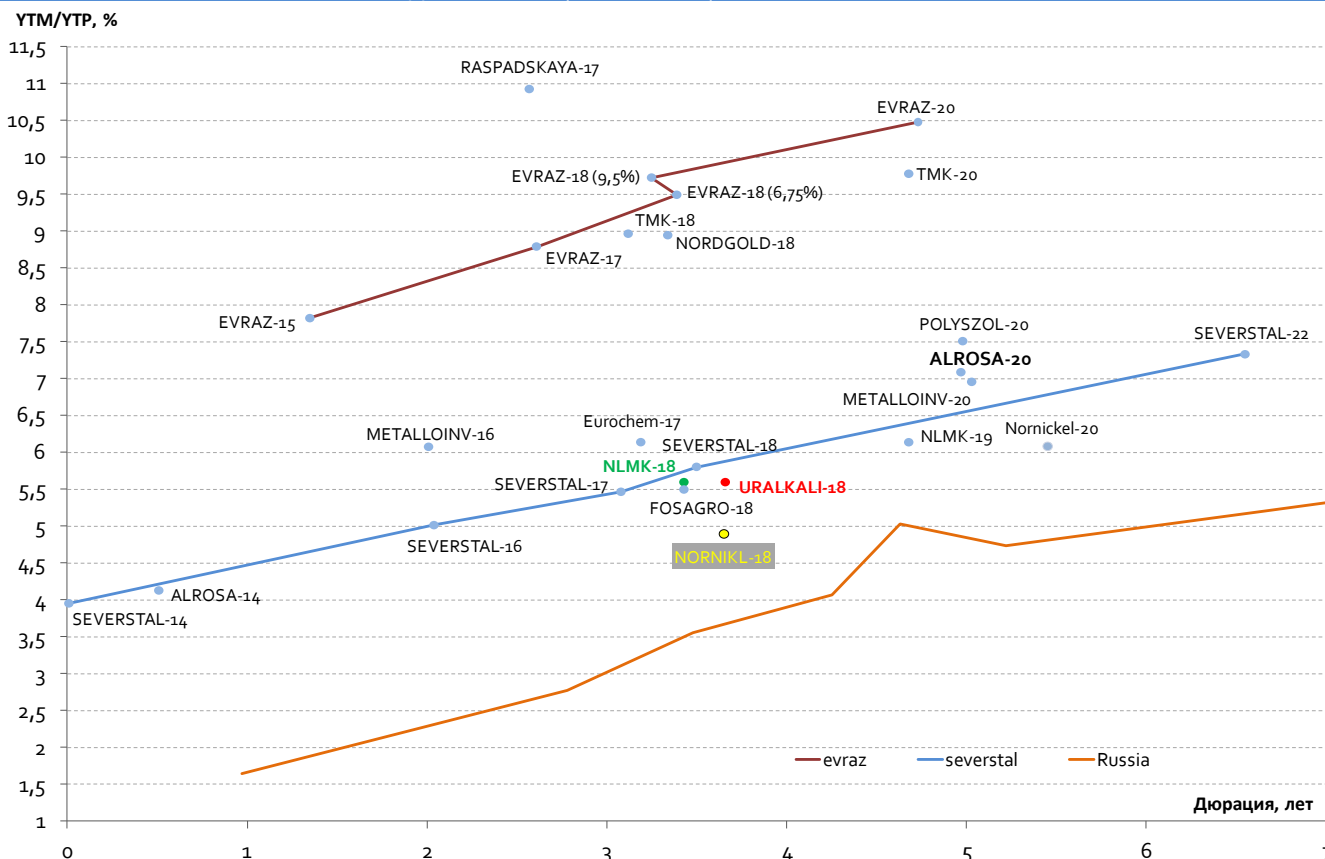
банке депозиты в пределах 500 млн долл., осуществить конверсионные операции с лимитом 1 млрд долл., а также производные операции до 1 млрд долл.

Напомним, у АЛРОСА была острая необходимость в кредитных средствах для погашения короткого долга (с погашением в 2014 г.) в размере 1,72 млрд долл., которые компания преимущественно планировала погасить за счет продажи нефтегазовых активов Роснефти стоимостью 1,38 млрд долл., но сделка была приостановлена по инициативе Роснефти, которая не согласилась с оценками запасов газа и соответственно ценой сделки.

Отсутствие четко обозначенных источников рефинансирования долга стало причиной помещения в середине февраля агентством S&P рейтинга АЛРОСА в список CreditWatch с возможностью понижения. В свою очередь, в апреле компания смогла получить от S&P каникулы по пересмотру рейтинга до конца мая, пообещав получить кредитные ресурсы в банках, что в итоге и произошло.

Привлеченные кредиты позволяют АЛРОСА рефинансировать короткий долг, причем, на вполне комфортных по срочности условиях, что снимает вопрос рефинансирования в 2014 г. Скорее всего, S&P в мае выведет рейтинг АЛРОСА из CreditWatch, сохранив его на прежнем уровне – в категории «BB-/BB+». Новость позитивная для бумаг АЛРОСА (Ba3/BB-/BB) – реакция возможна в евробонде Alrosa-20 (YTM 7,09%/4,97 г.), который предлагает премию 50-60 б.п. к кривой Северстали (Ba1/BB+/BB), среди рублевых бумаг по доходности интереснее смотрелся выпуск АЛРОСА-23 (YTP 9,25%/0,99 г.).

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



Кредитный комментарий

30 апреля 2014

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	АЛРОСА (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Добыча алмазов, млн карат	34,4	36,9	7,3
Продажи алмазов, млн карат	33,2	38,0	14,5
Ср.цена реализации алмазов (ювелир.), долл./карат	194	176	-9,3
	2012	2013	Изм. %
Выручка	150,9	168,5	11,7
Операционный денежный поток	42,0	53,5	27,4
ЕБИТДА	62,0	69,1	11,5
ЕБИТДА margin	41,1%	41,0%	-0,1 п.п.
Чистая прибыль	33,6	31,8	-5,3
margin	22,3%	18,9%	-3,4 п.п.
	2012	2013	Изм. %
Активы	304,7	354,9	16,5
Денежные средства и эквиваленты	6,2	9,3	48,5
Долг	122,7	138,6	13,0
краткосрочный	32,3	56,3	74,1
долгосрочный	90,4	82,3	-8,9
Чистый долг	116,5	129,3	11,0
Долг/ЕБИТДА	2,0	2,0	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,9	1,9	

Источники: данные компании, PSB Research

Александр Полютов

Гидромашсервис (-/В/-): итоги по МСФО за 2013 год.

Среди рисков отмечаем активы на Украине, на которые приходится около 10% всего бизнеса, то есть риски остаются заметными. Среди позитивных моментов отметим, что иск к материнской компании, обсуждаемый нами ранее, был снят 17 апреля.

В целом, на наш взгляд, компания ощущает стагнацию в российской экономике, но чувствует себя сравнительно уверенно. Давления на бумаги не ждем, но и роста котировок тоже. Выпуск ГИДРОМАШСЕРВИС, 02 с доходностью 14,5% к февралю 2015 года смотрится довольно интересно к покупке.

Комментарий. ГМС отчитался в целом ожидаемо: показатели несколько ухудшились к концу 2012 года, но улучшились к 9 месяцам 2013 года (см. наш [обзор](#) от 18 декабря 2013 года).

- **Прибыль от продолжающейся деятельности упала до 2,1 млрд руб. против 2,3 млрд руб. годом ранее, то есть «-12%».** Отметим, что в декабре 2013 года с рамках стратегии по сокращению строительного бизнеса была продана доля (67,29%) в «Трест Сибкомплемонтажладка», в результате чего был отражен убыток в размере 918 млн руб., то есть чистая прибыль по итогам 2013 года составила 1,156 млрд руб. Как мы уже отмечали в своем обзоре 18 декабря, строительный сегмент приносит Компании в основном убытки (вклад в ЕБИТДА «-472 млн руб. по итогам 2013 года).
- **ЕБИТДА сократилась на 14% до 5,2 млрд руб.** Основными бизнесом для компании остается сегмент «Промышленные насосы», однако и здесь, и в остальных сегментах наблюдалось снижение ЕБИТДА (в «Промышленных насосах» - на 11% до 3,8 млрд руб., в нефтегазовом сегменте - на 37% до 0,9 млрд руб., ЕРС – убыток 204 млн руб. против прибыли 341 млн руб. годом ранее; исключение составил сегмент «Компрессоры» - «+115%» до 572 млрд руб., куда входит и не так давно приобретенный Казанькомпрессормаш, но вклад данного сегмента в общие показатели невелик). Из позитивных новостей отметим замещение законченного контракта по Ванкорскому месторождению новым на 5,7 млрд руб. Однако в целом отметим, что снижение доли крупных контрактов в выручке привело помимо снижения динамики и к снижению ЕБИТДА margin с 19,4% до 16,2% (15,2% по итогам 9мес.2013)., поскольку, как правило, крупные контракты характеризовались довольно высокой маржинальностью.
- **Долговая нагрузка почти на прежнем уровне - Net Debt/ЕБИТДА около 2,12х против**

30 апреля 2014

1,98x на конец 2012 года (2,6x по итогам 9 мес.2013), но основная часть долгосрочная, к погашению в 2014 году около 1,165 млрд руб., что покрывается имеющимися денежными средствами (1,584 млрд руб.). Компания смогла значительно снизить объем долга в конце 2013 года, главным образом благодаря сокращению оборотного капитала в связи с получением авансовых платежей по новым договорам.

- Среди рисков отмечаем активы на Украине, на которые приходится около 10% всего бизнеса, то есть риски остаются заметными. Среди позитивных моментов отметим, что иск к материнской компании, обсуждаемый нами ранее, был снят 17 апреля (более подробно смотри в нашем [обзоре](#) от 7 марта 2014 года).

Напомним, что агентство Standard&Poor's подтвердило 26 марта 2014 года долгосрочный кредитный рейтинг «В» HMS Hydraulic Machines & Systems Group PLC и вывело рейтинги из списка CreditWatch, куда они были помещены с негативным прогнозом 24 декабря 2013 года. Прогноз - «Стабильный». Основная причина - Группа ГМС успешно рефинансировала значительный объем краткосрочного долга и добилась стабилизации показателей ликвидности, которые оцениваются как «менее чем адекватные», за счет открытия новых кредитных линий сроком на три года.

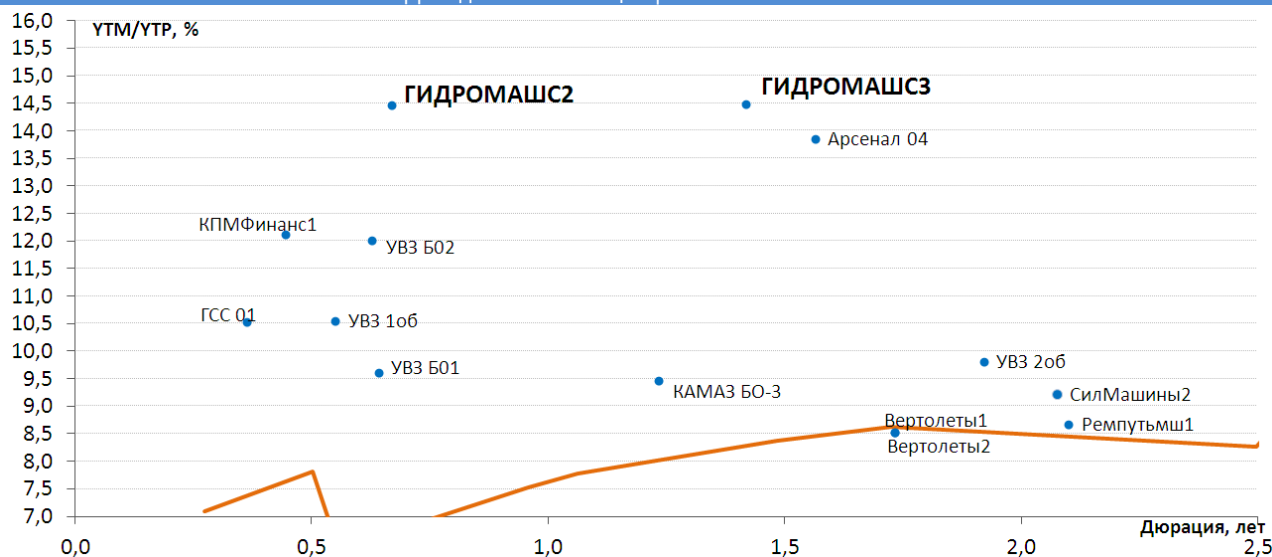
В целом, на наш взгляд, компания ощущает стагнацию российской экономики, но чувствует себя сравнительно уверенно. Давления на бумаги не ждем, но и роста котировок тоже. Выпуск ГИДРОМАШСЕРВИС, 02 с доходностью 14,5% к февралю 2015 года смотрится довольно интересно к покупке.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.	Гидромашсервис (МСФО)			
	9 мес. 2013	2012	2013	Изм. %
Выручка	24 066	31 460	32 358	3%
Операционный денежный поток	-480	4 523	3 091	-32%
ЕБИТДА	3 658	6 101	5 238	-14%
ЕБИТДА margin	15,20%	19,39%	16,19%	-
Чистая прибыль (убыток)*	427	2 342	2 073	-12%
margin	1,77%	7,45%	6,41%	-
	9 мес. 2013	2012	2013	Изм. %
Активы	n/a	39 809	39 069	-2%
Денежные средства и эквиваленты	1 040	1 346	1 584	18%
Долг	16 202	13 410	12 687	-5%
краткосрочный	4 567	2 191	1 165	-47%
долгосрочный	11 635	11 220	11 522	3%
Чистый долг	15 162	12 064	11 102	-8%
Долг/ЕБИТДА ltm	2,8	2,2	2,4	-
Чистый долг/ЕБИТДА ltm	2,6	2,0	2,1	-

Источники: данные Компании, расчеты PSB Research

* в 2012 и 2013 гг - от продолжающейся деятельности

Доходности облигаций российских компаний



Елена Федоткова

О'КЕЙ (-/-/В+) финансовые результаты 1 кв. 2014 г.

Вчера О'КЕЙ представил ключевые финансовые показатели за 1 кв. 2014 г., причем, квартальные данные ритейлер раскрыл впервые. Финансовые результаты О'КЕЙ оказались слабее, чем у лидеров отрасли – Магнита и Х5. О'КЕЙ уступил по динамике роста выручки и уровню рентабельности. Кроме того, был получен чистый убыток в 22 млн руб. из-за отрицательных курсовых переоценок долга и отчислений налогов, связанных с выплатой дивидендов. Впрочем, начало года – традиционно низкий сезон для гипермаркетов. Информация по долгу О'КЕЙ на конец марта не раскрыл, но в 2013 г. метрика Чистый долг/ЕБИТДА была комфортной. В 2014 г. ритейлер должен был заниматься на строительство 13 гипермаркетов, но, похоже, планы стали скромнее – в этом году будет открыто 8 гипермаркетов, из которых 3 уже начинают работать. Финансовые результаты могут оказать давление на облигации О'КЕЙ, в частности на длинный выпуск О'КЕЙ БО-04.

О'КЕЙ впервые представил финансовые результаты за 1 кв. 2014 г...

Цифры оказались слабее, чем у лидеров отрасли...

Выручка выросла на 12,7%, EBITDA margin осталась на уровне 4,8%...

Впрочем, начало года – традиционно низкий сезон для гипермаркетов...

Был получен чистый убыток 22 млн руб...

Прогноз роста выручки в 2014 г. снижен до 12-16%...

Комментарий. Вчера О'КЕЙ представил ключевые финансовые показатели за 1 кв. 2014 г. по МСФО, причем, квартальные данные ритейлер раскрыл впервые.

Отметим, что финансовые результаты О'КЕЙ оказались слабее, чем у лидеров отрасли – Магнита и Х5, которые уже обнародовали свои данные за 1 кв. О'КЕЙ уступил по динамике роста выручки («+12,7%» (г/г)) и уровню рентабельности (ЕБИТДА margin была 4,8%). Для сравнения, выручка Магнита выросла в 1 кв. 2014 г. на 25% (г/г), а у Х5 – на 13,9%, при этом рентабельность ЕБИТДА у них была на уровне 9,1% и 6,8% соответственно. Впрочем, начало года – традиционно низкий сезон для гипермаркетов – основной для О'КЕЙ формат. Менеджмент снизил прогноз роста выручки сети в 2014 г. с 15-19% до 12-16%, ожидая прироста торговых площадей на 14,3%.

В то же время рост выручки О'КЕЙ в 1 кв. 2014 г. был в основном за счет расширения сети магазинов (торговая площадь увеличилась на 15,2% (г/г)) и роста LFL до 4,1% (за счет увеличения ср. чек (6,3%), в то время как трафик был «в минусе» («-2,0%»)). Отдельно можно отметить улучшение валовой маржи сети до 23,5% против 22,2% годом ранее, которое имело место за счет улучшения закупочных условий.

Вместе с тем, у О'КЕЙ был сформирован чистый убыток в 1 кв. в 2014 г. в размере 22 млн руб., сформированный, по данным компании, из-за отрицательных курсовых переоценок долга, а также отчислений налогов, связанных с выплатой дивидендов в феврале 2014 г.

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	О'КЕЙ (МСФО)			Х5 (МСФО)			Магнит (МСФО)		
	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %
Выручка	31,2	35,1	12,7	126,5	144,2	13,9	131,2	164,0	25,0
Операционный денежный поток	n/a	n/a	-	0,9	-4,6	-	n/a	n/a	-
ЕБИТДА	1,5	1,7	13,5	8,6	9,8	13,3	12,2	14,9	21,8
ЕБИТДА margin	4,72%	4,76%	+0,04 п.п.	6,83%	6,79%	-0,04 п.п.	9,31%	9,07%	-0,24 п.п.
Чистая прибыль	0,14	-0,02		2,0	2,5	24,7	6,2	7,0	13,5
margin	0,46%	отриц		1,56%	1,71%	+0,15 п.п.	4,69%	4,26%	-0,43 п.п.
	2012	2013	Изм. %	2013	1 кв. 2014	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Активы	53,4	63,0	18,0	301,9	294,5	-2,5	220,5	268,2	21,6
Денежные средства и эквиваленты	4,5	3,0	-33,7	7,6	4,8	-36,6	12,5	5,9	-52,4
Долг	13,7	16,8	22,4	110,5	116,7	5,6	63,4	73,8	16,4
краткосрочный	3,8	2,3	-39,5	30,7	32,2	4,9	25,1	36,3	44,6
долгосрочный	9,9	14,4	46,4	79,8	84,6	5,9	38,2	37,4	-2,1
Чистый долг	9,2	13,7	50,2	102,9	111,9	8,7	50,9	67,8	33,3
Долг/ЕБИТДА	1,5	1,5		2,9	2,9		1,3	1,1	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,0	1,2		2,7	2,8		1,1	1,0	

Источники: данные компании, PSB Research

Информация по долгу за 1 кв. не раскрывалась, но по итогам 2013 г. его уровень был комфортным...

Информация по долгу О'Кей на конец марта 2014 г. не раскрыл, но по итогам 2013 г. метрика Чистый долг/ЕБИТДА была на комфортном уровне в 1,2х, а риски рефинансирования были незначительными (короткий долг составлял 2,3 млрд руб. против 3 млрд руб. денежных средств на счетах).

Менеджмент планировал в 2014 г. занимать в долг на строительство гипермаркетов, что может привести к росту долговой нагрузки. Впрочем, планы сети по открытию

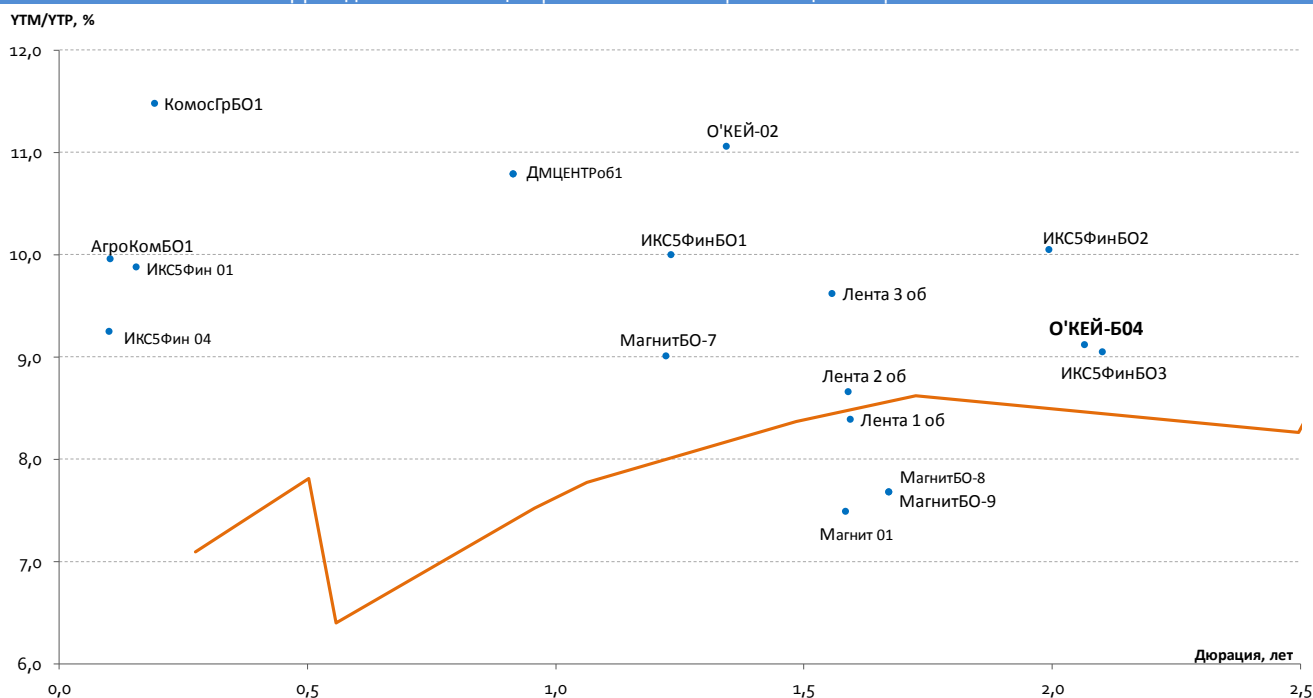
30 апреля 2014

Фин.результаты могут оказать давление на длинный выпуск О'КЕЙ БО-04...

магазинов, похоже, стали скромнее – вместо 13 гипермаркетов закладывается 8, из которых 3 уже начинают работать.

Финансовые результаты могут оказать давление на облигации ОКЕЙ, в частности на длинный выпуск О'КЕЙ БО-04 (УТР 9,12%/2,07 г.), которые торгуются на уровне ИКС 5 Финанс (B2/B+/-).

Доходности облигаций розничного сектора и пищевой промышленности



Александр Полютков

Газпром (Ваа1/ВВВ-/ВВВ) представил в целом неплохие итоги 2013 г.

Выручка Газпрома повысилась на 10,1%, однако чистая прибыль сократилась на 7%, что связано по большей части с негативным эффектом от изменения курсовых разниц и повышением выплат по НДС. Компания смогла добиться улучшения коэффициентов долговой нагрузки, однако с учетом предстоящих крупных капитальных затрат мы ожидаем усиления давления на денежные потоки госмонополии, что может привести к умеренному ухудшению долговых метрик компании. Ожидаем роста доходности бумаг в долгосрочной перспективе, причем наибольшим потенциалом в этом плане будут обладать бумаги GAZPR-22 и GAZPR-20. В краткосрочной перспективе котировки могут получить небольшую поддержку на новостях о возможном подписании контракта с Китаем.

Выручка увеличилась на 7% до 1139,3 млрд руб. на фоне повышения экспорта в дальнее зарубежье на 16,3%...

Комментарий. Газпром представил в целом неплохие итоги 2013 г. Чистая прибыль госмонополии сократилась на 7% до 1139,3 млрд руб., хотя выручка компании увеличилась на 10,1% до 5250 млрд руб. Снижение финансового результата связано в частности с крупным чистым убытком по курсовым разницам на фоне ослабления рубля, повысившего расходы на обслуживание долга в валюте, а также с повышением выплат по НДС. Так, чистый убыток по курсовым разницам составил 145,2 млрд руб. Между тем росту выручки во многом способствовало повышение объемов поставок в дальнее зарубежье – на 16,3% г/г в 2013 г. до 161,5 млрд кубометров.

Газпром смог добиться неплохих результатов, несмотря на то, что ценовая конъюнктура сложилась не в пользу компании. Средняя цена продаж газа в ЕС, Японии, Китае, Южной Корее и Вьетнаме в 2013 г. снизилась до 381 долл. за тыс. кубометров с 385 долл. за тыс. кубометров, а в странах бывшего Советского Союза – с 305 до 267 долл. за тыс. кубометров.

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

30 апреля 2014

Соотношение Чистый долг / EBITDA упало до 0,55х с 0,65х...

Бумаги Газпрома могут получить краткосрочную поддержку на новостях о подписании контракта с Китаем...

... но в долгосрочной перспективе мы ожидаем повышения доходностей бумаг Газпрома

Поступление денежных средств от операционной деятельности между тем увеличилось на 18,7%. При этом коэффициенты долговой нагрузки улучшились: соотношение Чистый долг / EBITDA снизилось до 0,55х с 0,65х годом ранее – в данном случае увеличение денежных средств на 61,9% до 689,1 млрд руб., а также рост EBITDA позволили нивелировать увеличение общего размера долга на 20,1% до 1801,9 млрд руб.

Стоит отметить, что Газпром отдельно указал на потенциальные риски со стороны санкций, которые могут привести к нестабильной торговой деятельности. Мы полагаем, что в перспективе следующих 4 лет госмонополии не угрожает резкое снижение продаж в Европе, учитывая, что на Газпром приходится 27% газового баланса Европы по состоянию на конец 2013 г. ([См. наш специальный обзор «Хроники газовой войны»](#)). Скорее, давление на денежные потоки может оказать возможное увеличение капзатрат для строительства трубопровода «Сила Сибири» в случае заключения контракта с Китаем (расходы на строительство могут составить в общей сложности порядка 1,2 трлн руб.). На этот год Газпром утвердил инвестиционную программу стоимостью 806 млрд руб., и эта цифра не учитывает возможные расходы на строительство «Силы Сибири». Таким образом, в перспективе мы ожидаем увеличения размера инвестиционной программы в район 1 трлн руб. в год.

В краткосрочной перспективе евробонды Газпрома могут получать поддержку на фоне ожиданий подписания контракта о поставках газа с китайской CNPC после 10 лет переговоров, а также того факта, что глава Газпрома А. Миллер не попал в объявленные недавно санкционные списки. Так, вчера поступили сообщения о том, что Газпром и китайская CNPC вышли на финишную прямую в процессе подписания контракта на поставки газа. Мы полагаем, что, хотя эта новость несет в себе позитив для бумаг госмонополии, динамика во многом будет зависеть от того, по какой цене договорились стороны. Если рынок сочтет установленную в рамках соглашения цену поставок низкой, это может стать триггером для дальнейшего повышения доходности бумаг Газпрома

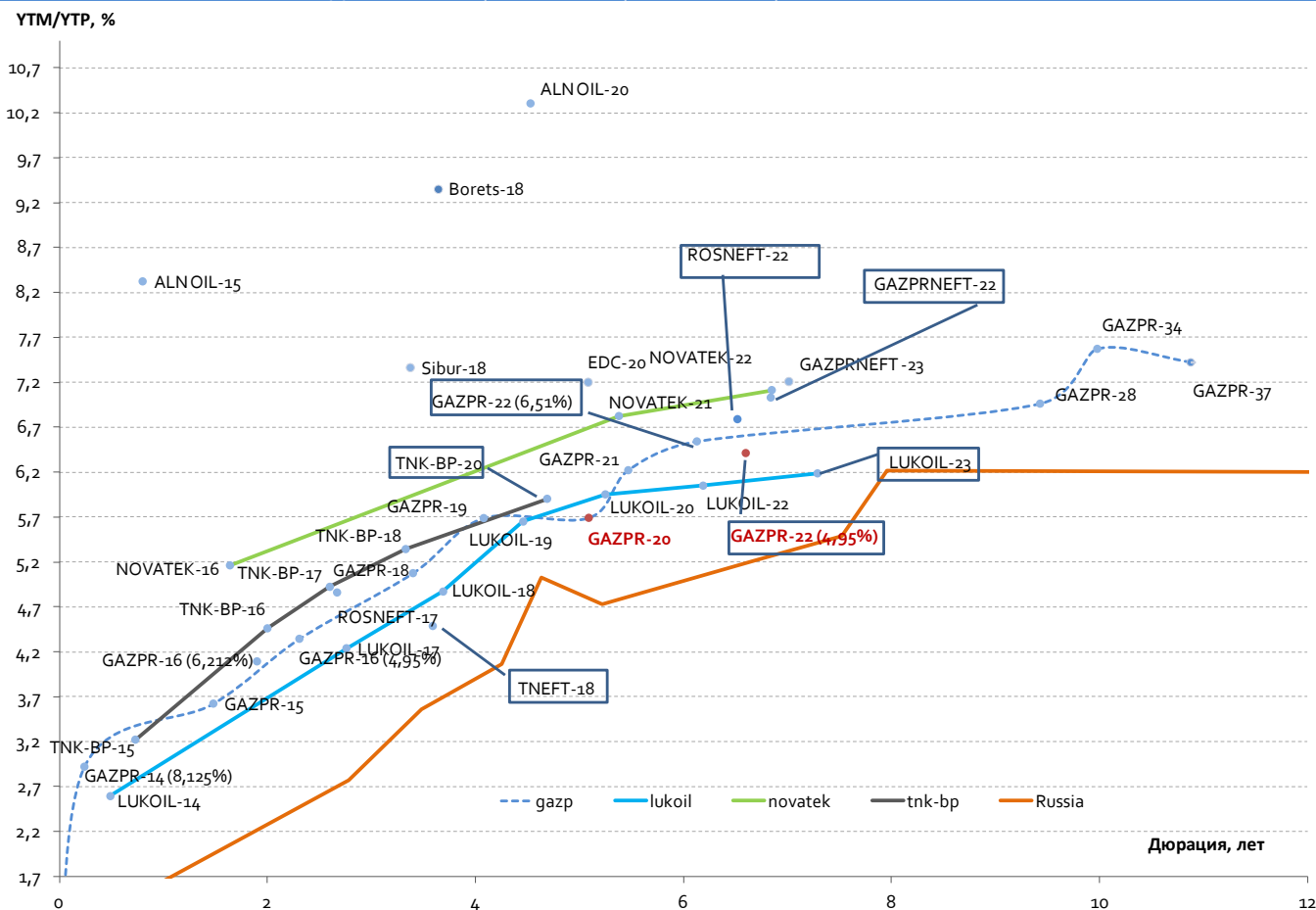
В более долгосрочной перспективе, однако, мы ожидаем, что доходности евробондов госмонополии будут повышаться в связи с необходимостью проведения крупных капзатрат, а также в свете понижения рейтинга Газпрома после аналогичных действий в отношении суверенного рейтинга РФ. Мы ожидаем повышения доходностей выпусков GAZPR-22 (4,95%) GAZPR-20 и рекомендуем продавать их в долгосрочной перспективе.

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

30 апреля 2014

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний



Алина Арбекова

НОВАТЭК (Вааз/ВВВ-/ВВВ-) неплохо отчитался за 1 кв. 2014 г. по МСФО.

Увеличение доли продукции с более высокой добавленной стоимостью в структуре продаж НОВАТЭКа позволило компании нарастить выручку на 10,1% г/г в 1 кв. 2014 г., а EBITDA – на 30,8%. Компания также улучшила показатели долговой нагрузки. Учитывая сохраняющийся комфортный кредитный профиль НОВАТЭКа, бумаги компании могут быть интересными для покупок после того, как кривая доходности компании существенно поднялась за последнее время. Возможность ужесточения санкций, однако, вносит компоненту неопределенности в перспективы компании и может оказывать давление на котировки евробондов НОВАТЭКа.

Комментарий. Выручка НОВАТЭКа увеличилась в 1 кв. 2014 г. на 10,1% г/г до 88,7 млрд руб., а EBITDA при этом выросла на 30,8% до 45,6 млрд руб. За счет ввода в эксплуатацию комплекса Усть-Луга компания смогла увеличить долю продукции с более высокой добавленной стоимостью в своем портфеле, что способствовало улучшению финансовых показателей НОВАТЭКа. На этом фоне улучшился и показатель рентабельности по EBITDA – до 51,4% с 43,3%.

EBITDA увеличилась на 30,8% г/г до 45,6 млрд руб.

Тем временем объем общего долга остался почти неизменным – увеличился на 1,7%, но его структура улучшилась за счет уменьшения короткой части на 93,3%. Коэффициенты долговой нагрузки также улучшились – коэффициент Долг / LTM EBITDA снизился до 1,25x с 1,57x по итогам 1 кв. 2013 г.

Общий долг компании остался почти неизменным, при этом его короткая часть уменьшилась на

При публикации отчетности также стало известно, что НОВАТЭК выручил 34,9 млрд руб. от продажи 20% доли в Arctic Russia. Денежные средства за сделку уже поступили компании.

Мы ожидаем, что отчетность компании окажет умеренную поддержку котировкам евробондов НОВАТЭКа, которая, однако, может быть нивелирована общей осторожностью инвесторов к активам, связанным с лицами из санкционного списка.

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

30 апреля 2014

Так, Г. Тимченко через фонд Volga Resources держит 23,49% в НОВАТЭКе. Если оценивать риски, то большая часть продаж НОВАТЭКа приходится на Россию – 63,6 млрд руб., следом идет Тайвань – 7,1 млрд руб. и Южная Корея – 4,3 млрд руб. На продажи в США приходится 2 млрд руб., и в случае ужесточения санкции, финансовый профиль компании не должен существенно пострадать.

Если правило «50%+» (санкции будут распространяться только на те компании, в которых лицо, попавшее в санкционные списки, владеет более 50%) будет по-прежнему в силе, бумаги НОВАТЭКа могут быть интересными для покупок, учитывая, как высоко за последнее время поднялась вся кривая доходности компании. В случае если ЕС и США не станут вводить новые санкции, наиболее интересным для покупок мы считаем выпуск NOVATEK-22.

НОВАТЭК (МСФО)			
Финансовые показатели (млн. руб.)	1 кв. 2013	1 кв. 2014	% изм.
Выручка	80 565	88 676	10,1%
ЕБИТДА	34 860	45 602	30,8%
ЕБИТДА 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 ЕБИТДА	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 ЕБИТДА	1,2	0,93	-
Долг / LTM ЕБИТДА	1,57	1,25	-

Источник: данные компании, расчеты PSB Research

География продаж НОВАТЭКа (млрд руб.)

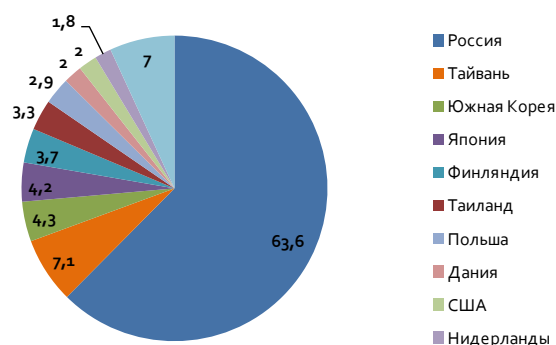
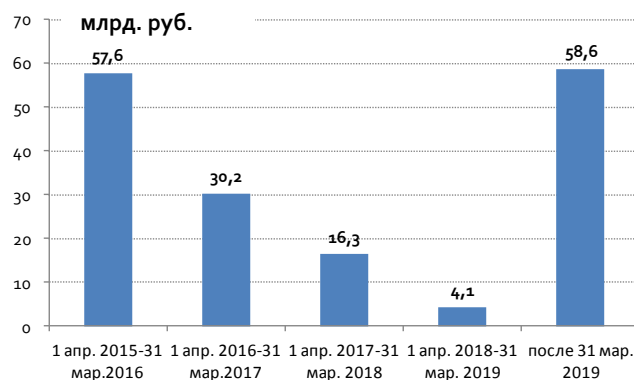


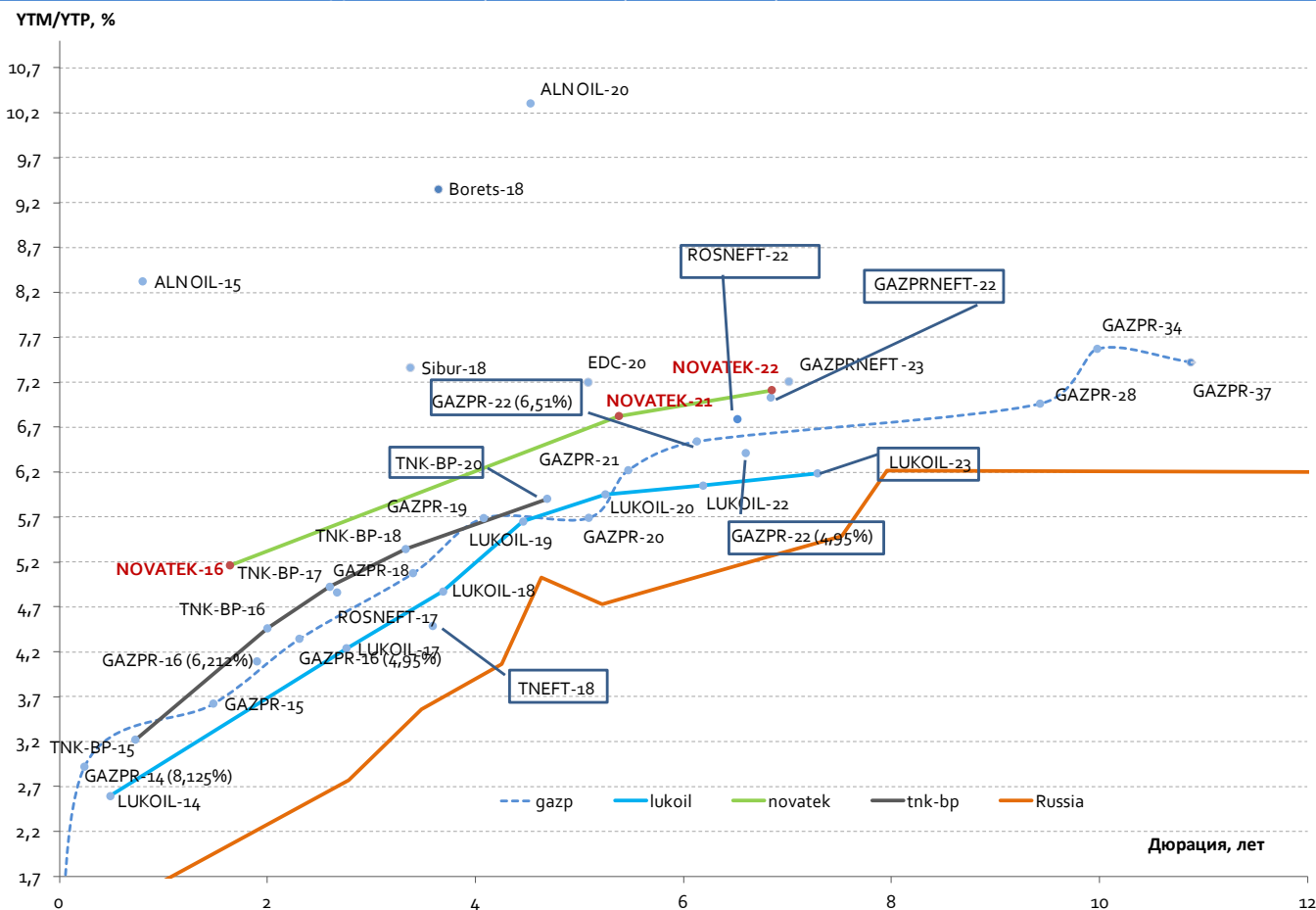
График погашения долгосрочных долгов НОВАТЭКа (по состоянию на 31 мар. 2014 г.)



Источник: данные компании

30 апреля 2014

Доходности еврооблигаций российских нефтегазовых компаний

*Алина Арбекова*

S&P продолжило пересмотр рейтингов российских компаний.

Вчера S&P понизило долгосрочные кредитные рейтинги ЛУКОЙЛа и ВНЕШЭКОНОМБАНКа по обязательствам в иностранной с «BBB» до «BBB-». Прогноз изменения рейтингов – «Негативный».

Кроме того, агентство пересмотрело прогнозы по рейтингам ОАО «ГМК «Норильский никель», ОАО «НОВАТЭК», ОАО «ФосАгро» и ОАО «Газпром нефть» на «Негативные».

Рейтинги НОМОС-БАНКа и Ханты-Мансийский Банка подтверждены на уровне «BB-», несмотря на понижение суверенного рейтинга. Более того, прогноз остался «Стабильным».

Частные компании и банки второго эшелона, менее зависящие от государственной поддержки, в текущих условиях меньше страдают от понижения суверенного рейтинга. На этом фоне мы ожидаем сужения спреда между котировками облигаций эмитентов первого и второго эшелонов.

S&P отмечает, что рост рисков потенциального суверенного дефолта России оказывает давление на рейтинги крупнейших компаний

Комментарий. Вчера S&P понизило долгосрочные кредитные рейтинги ОАО «ЛУКОЙЛ» по обязательствам в иностранной и национальной валюте с «BBB» до «BBB-». Прогноз изменения рейтингов – «Негативный».

Кроме того, агентство подтвердило рейтинги ОАО «ГМК «Норильский никель», ОАО «НОВАТЭК», ОАО «ФосАгро» и ОАО «Газпром нефть» на уровне «BBB-», ухудшив при этом прогноз на «Негативный».

В комментарии агентства отмечено, что рейтинговые действия обусловлены понижением суверенного кредитного рейтинга Российской Федерации. Указанные компании имеют существенную зависимость от России как в плане ведения

30 апреля 2014

операционной деятельности, так и в отношении их финансового состояния. Данный факт ограничивает возможности компаний противостоять последствия гипотетического суверенного дефолта.

В отношении Внешэкономбанка рейтинг по обязательствам в иностранной валюте понижен с «BBB» до «BBB-», долгосрочный рейтинг по обязательствам в национальной валюте понижен с «BBB+» до «BBB». Кредитные рейтинги ВЭБ приравнены к рейтингам и прогнозам по рейтингу Российской Федерации. Учитывая системную значимость ВЭБ, вероятность получения экстренной поддержки со стороны государства оценивается как «практически безусловная». Текущую динамику финансовых показателей ВЭБа агентство оценивает как негативную. Коэффициент достаточности капитала ВЭБ, остается под давлением в связи с продолжающимся ростом и ожидаемым ухудшением качества кредитного портфеля. Поддержку кредитному профилю ВЭБа оказывает сильная бизнес-позиция и адекватный запас ликвидности. По МСФО-отчетности на 31.12.2013 г. ВЭБ располагал запасом денежных средств в размере 275,9 млрд руб., средствами в банках – 433 млрд руб., финансовыми инструментами для продажи – 442 млрд руб. Ликвидные активы составляют порядка 35% от валюты баланса ВЭБа.

Рейтинги российских банков «НОМОС-БАНК» и «Ханты-Мансийский Банк» подтверждены на уровне «BB-», несмотря на понижение суверенного рейтинга. Более того, прогноз остался «Стабильным». «Стабильный прогноз» отражает мнение о том, что в ближайшие 12-18 месяцев стратегические и операционные преобразования в Группе НОМОС-БАНКА будут проходить успешно, а показатели капитализации останутся на текущем уровне. S&P не прогнозирует значительного ухудшения показателей качества активов группы: доля проблемных кредитов останется ниже среднерыночного показателя, а потери по кредитам составят 1,5-1,7%.

НОМОС-БАНК является вторым по величине частным банком в России, его рыночная доля в сегментах кредитов и депозитов составляет около 2,5%, поэтому он имеет «умеренную» значимость для банковской системы страны, что добавляет одну ступень в долгосрочном рейтинге Банка за счет получения возможной поддержки от государства в случае необходимости. Возможное дальнейшее понижение суверенных рейтингов Российской Федерации не приведет к изменению оценки способности правительства предоставлять Банку поддержку в случае необходимости.

Ухудшение рыночной среды оказывает одинаковое давление на возможности ведения бизнеса и финансовые показатели российских государственных и частных компаний. Тем не менее частные компании и банки второго эшелона, менее зависящие от государственной поддержки, в текущих условиях меньше страдают от понижения суверенного рейтинга. Кроме того эмитенты данной категории не подвержены риску потерять статус инвестиционных бумаг. На этом фоне облигации эмитентов второго эшелона выглядят более привлекательно.

Дмитрий Монастыршин

Северсталь собирается выкупать еврооблигации с погашением в 2016 и в 2017 гг.

Справедливый уровень по выпуску Severstal 2016 мы видим как 102,5%, что совпадает с максимальным уровнем предложения эмитента, предложение по Severstal-2017 выглядит интересно от 103,25%.

Комментарий. Компания вчера разослала предложение инвесторам о выкупе двух выпусков еврооблигаций с погашением в 2016 и в 2017 годах. Суммарный выкуп облигаций каждой серии не может превышать 500 млн долл. Напомним, что объем размещения выпуска 2016 – 500 млн долл., 2017 – 1 000 млн долл. Размещение будет проходить по схеме голландского аукциона, то есть с понижением цены. По выпуску с погашением в 2016 году максимальная цена установлена компанией как 102,5% (YTM 5.16%) и 104% (5.41%) для выпуска с погашением в 2017 году. Итоги аукциона будут представлены 8 мая. Ориентировочная дата закрытия сделки – 13 мая.

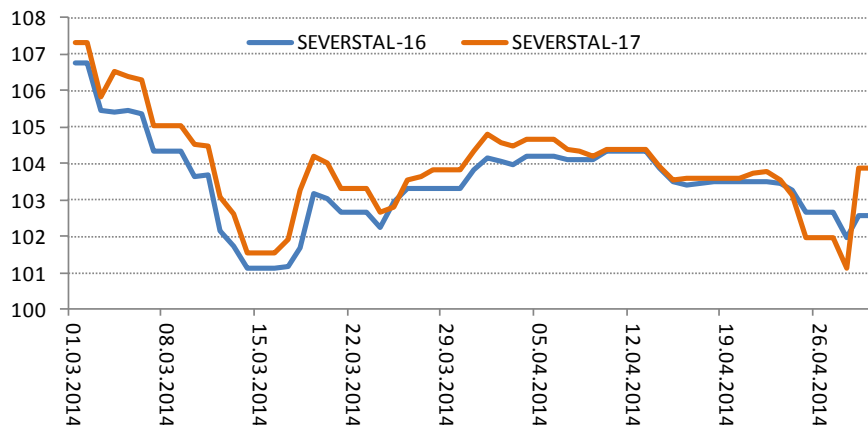
Оба выпуска в текущих условиях формируют довольно широкие bid/ask спреды в

30 апреля 2014

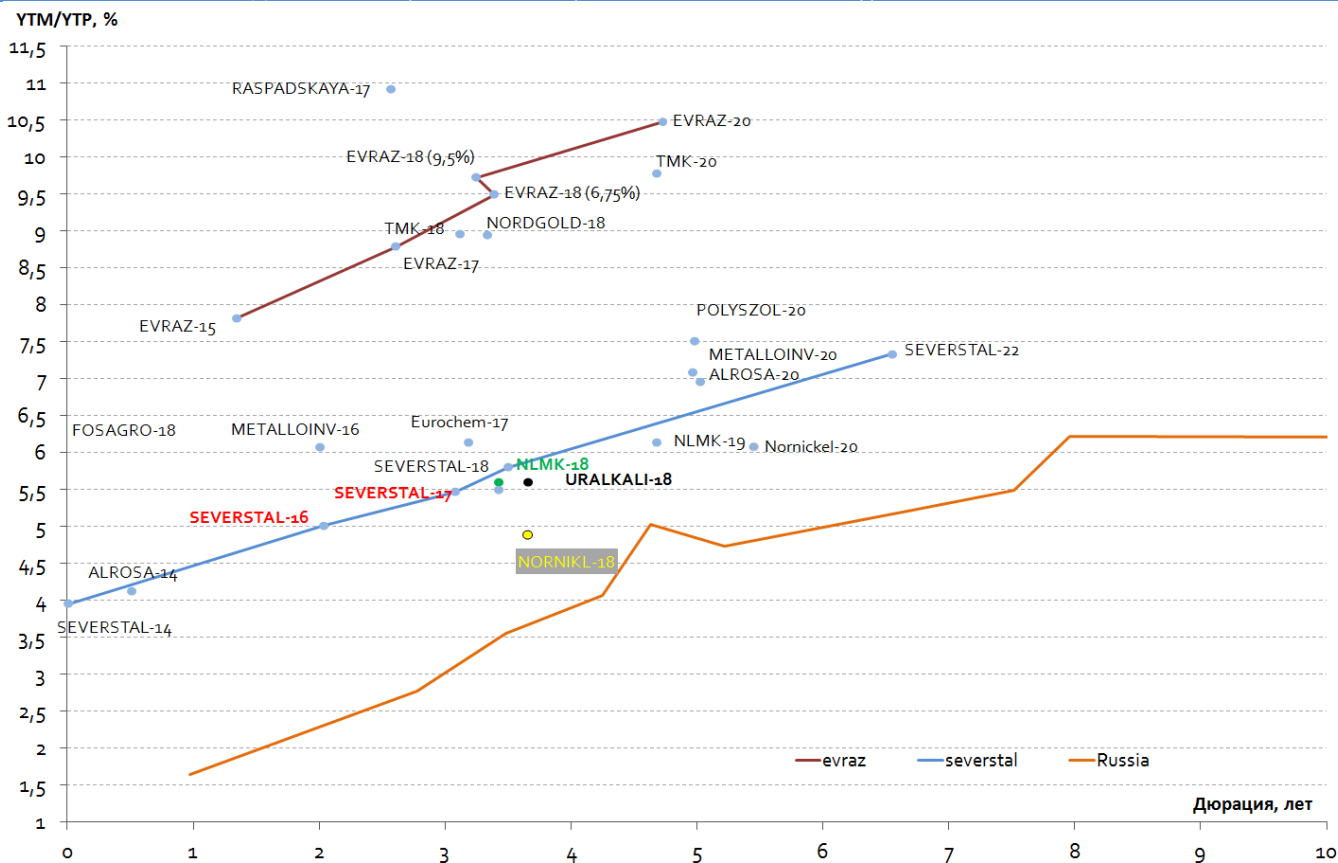
силу уже, похоже, ставшей традиционно низкой ликвидности российского сегмента рынка евробондов. Котировки на покупку по выпуску Severstal 2016 находились в диапазоне 102-103%, Severstal-2017 102.25-103.25%. В целом оба выпуска с начала недели показывают рост ценовых уровней. В целом, максимальные апрельские уровни по выпускам чуть выше 104%. Минимумы по выпускам были ожидаемо в середине марта, где выпуск с погашением в 2016 году достигал – 101,125% и 101,5% по Severstal 2017.

В целом, представленный максимальный уровень в 2016 мы считаем справедливым и не рекомендуем инвесторам существенно опускаться ниже данного значения, в свою очередь справедливые оценки Severstal-2017 мы видим на уровне 103,25%.

Ценовая динамика выпусков Severstal-2016/2017



Доходности еврооблигаций горнодобывающего и металлургического сегментов



Игорь Голубев

Кредитный комментарий | Кредитный комментарий | Кредитный комментарий

30 апреля 2014

Контакты:
ОАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

 114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
 e-mail: RD@psbank.ru
 Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>
PSB RESEARCH
Николай Кашцев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
 Директор по исследованиям и аналитике

Роман Османов OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10
 Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков
ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА
Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов Shagov@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11
НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА
Игорь Голубев GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова FedotkovaEV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14
ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**
Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Богдан Круть KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22

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 SemenovyxDD@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 DavitashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18
ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ
Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07
ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ
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

30 апреля 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.