

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

РусАл (-/-/-) останавливает заводы из-за низкой цены на алюминий.

Газпром нефть (Вааз/ВВВ/-/-) – результаты за первое полугодие и 2 квартал 2013 года.

РусАл (-/-/-) останавливает заводы из-за низкой цены на алюминий.

В 2013 году цена на алюминий уверенно ушла ниже себестоимости его производства, что вынуждает Русал приостановить 5 заводов в дивизионе «Запад». Давление на бумаги Эмитента продолжится.

По словам О.Дерипаски, РусАл в течение 2013 г. может приостановить электролизное производство на 4 года на пяти заводах с высокими издержками до возвращения цены на алюминий на уровень 2400 долл. за тонну. Речь идет о заводах алюминиевого дивизиона «Запад» - о Волгоградском, Уральском, Богословском, Надвоицком и Волховском. Возобновление работы законсервированных мощностей зависит не только от цены на алюминий, но и от решений государства в области работы естественных монополий и проведения модернизации мощностей для соответствия новым экологическим стандартам, вступающим в силу в 2018 году.

Комментарий. Напомним, в 2013 году цена за 1 тонну алюминия уверенно ушла ниже уровня себестоимости его производства. Сейчас на LME алюминий стоит менее 1,8 тыс.долл. за тонну, в то время как по итогам 1 квартала себестоимость производства была выше 1,97 тыс.долл. за тонну. При этом пересмотрен и собственный прогноз Компании по цене алюминия на конец года: если ранее называлась цифры в 2,1 тыс.долл., то сейчас допускается, что она может остаться на уровне 1,8 тыс. долл., то есть нет ожиданий, что цена уйдет обратно выше величины себестоимости, как это было в прошлом году. Последнюю в свою очередь «подстегивают» растущие тарифы, также не давая возможности для снижения. В целом по 2013 году ожидается сокращение объема производства алюминия на 240-243 тыс. тонн («-6%» к уровню 2012 года, когда было произведено 4173 тыс.тонн первичного алюминия).

При этом долговая нагрузка Компании сейчас угрожающе велика: показатель Net Debt / EBITDA ltm по итогам 1 квартала 2013 года достиг 11,9х. При этом EBITDA с минимальным коэффициентом хватает на обслуживание процентов: 1,2х. С точки зрения долгового рынка обеспокоенность вызывает приближение оферты по займу серии 07 на сумму 15 млрд руб. в марте 2014 года. Величина выпуска по сравнению с общей суммой долга (11,3 млрд долл.) смотрится более чем скромной, что повышает вероятность рефинансирования долга за счет других инструментов. Тем более, что Эмитенту пока удастся договориваться с госбанком о привлечении средств. Тем не менее, в отличие от крупных кредитов облигации являются беззалоговым инструментом и нарушение обязательств по ним не настолько драматично для Компании, если рассматривать наихудший сценарий.

Сейчас заем 07 торгуется с УТР порядка 15%. Интересно, что на этих же уровнях обращаются бумаги Мечела, финансовое положение которого также нельзя назвать очень устойчивым (Net Debt / EBITDA ltm 9,1х по итогам 1 кв.2013 г.).

...в 2013 году цена за 1 тонну алюминия (ниже 1,8 тыс.долл.) уверенно ушла ниже уровня себестоимости (1,97 тыс.долл.) его производства...

...нет ожиданий, что цена уйдет обратно выше величины себестоимости, как это было в прошлом году...

...долговая нагрузка Компании сейчас угрожающе велика: показатель Net Debt / EBITDA ltm по итогам 1 квартала 2013 года достиг 11,9х...

...наиболее ликвидный выпуск РусАла 07 уже дает премию к займам Мечела со схожей дюрацией до 60 б.п.

Причем наиболее ликвидный выпуск РусАла 07 уже дает премию к займам Мечела со схожей дюрацией до 60 б.п., хотя ранее можно было наблюдать обратную ситуацию. На наш взгляд, бумаги РусАла хотя и являются привлекательными по доходности, однако остаются в сегменте высокого риска и могут представлять интерес для инвесторов с агрессивной стратегией по портфелю.

Финансовые показатели компаний по МСФО

Ключевые финансовые показатели (млн долл.США)	Мечел			Русал		
	2011	2012	1Q 2013	2011	2012	1Q 2013
Выручка	12 541	11 275	2 481	12 291	10 891	2 682
Операционный денежный поток	883	1 311	69	1 781	1 092	84
EBITDA*	2 397	1 332	210	2 512	915	246
EBITDA margin	19,1%	11,8%	8,5%	20,4%	8,4%	9,2%
% расходы	-561	-669	-173	-735	-682	-197
Чистая прибыль (убыток)	803	-1665	-329	237	-337	19
margin	6,4%	отриц.	отриц.	1,9%	отриц.	0,7%
Активы	19 310	17 695	17 353	25 345	25 210	24 768
Денежные средства и эквиваленты	643	295	170	646	505	299
Долг	9 856	9 870	9 765	12 015	11 334	11 267
краткосрочный	2 748	1 593	2 595	949	931	1 311
долгосрочный	7 107	8 277	7 171	11 066	10 403	9 956
Чистый долг	9 213	9 575	9 595	11 369	10 829	10 968
Долг/EBITDA ltm	4,1	7,4	9,3	4,8	12,4	12,2
Чистый долг/EBITDA ltm	3,8	7,2	9,1	4,5	11,8	11,9
EBITDA/% расходы	4,3	2,0	1,2	3,4	1,3	1,2

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

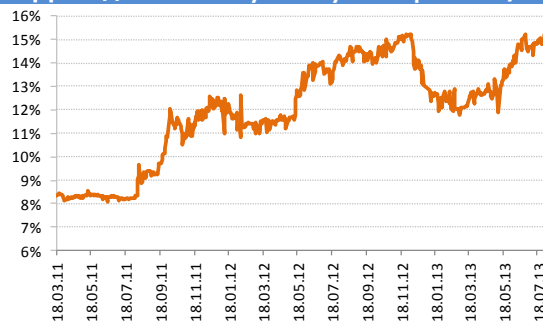
* скорректированная, т.е. очищенная дополнительно от эффекта переоценки условн.об-в, влияния курсовых разниц и проч.

Стоимость алюминия



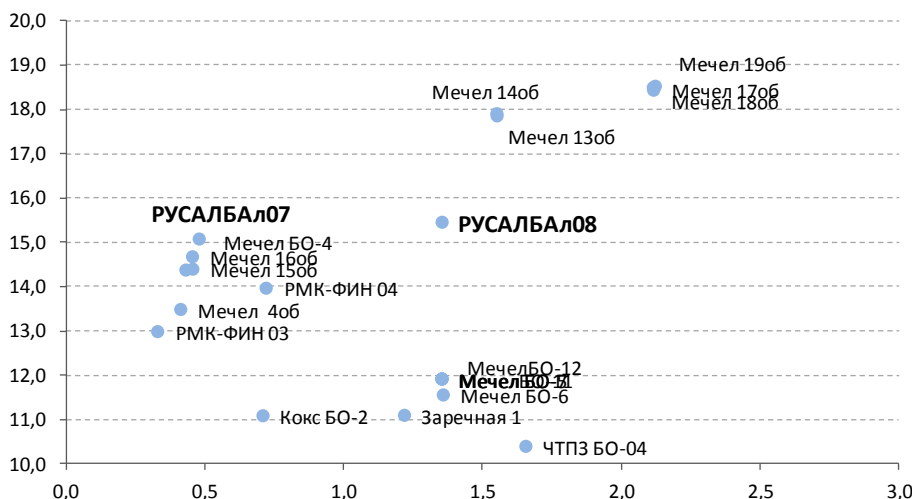
Источник: LME

Доходность выпуска Русал Братск 07



Источник: ММВБ

Облигации добывающего/ металлургического сектора



Елена Федоткова

Кредитный комментарий

Газпром нефть (Вааз/ВВВ-/-) – результаты за 1 полугодие и 2 квартал 2013г.

Компания представила результаты выше консенсус-прогноза аналитиков. В отчетном периоде Газпром нефть несколько снизила уровень маржи. Долговые метрики не вызывают нареканий. Показатель Debt/EBITDA по-прежнему ниже единицы.

Операционные результаты выглядят достаточно сильно.

Маржа компании была под давлением ряда факторов

Долговая нагрузка на комфортном уровне

Не ждем роста долговых метрик

Бонды торгуются практически без премии к Газпрому.

Комментарий. Вчера компания представила результаты за второй квартал и первое полугодие 2013 года. С операционной стороны итоги выглядят довольно уверенно как в части добычи углеводородов (рост на 1,2% к первому кварталу текущего года), так и в части переработки нефти (рост 4,5%). Динамика первого показателя обусловлена консолидацией новых компаний, второго – сезонным спросом. Выручка при этом показывала уверенный рост как к полугодию годом ранее, так и квартал к кварталу – 1,8% и 2,4% соответственно. Вместе с тем, ряд факторов, в том числе рост амортизационных расходов, курсовых разниц, более низкие цены в отчетном периоде, а также лаг в экспортных пошлинах, оказал негативное влияние на маржу компании в квартальной динамике. Так, EBITDA в квартальной динамике показала снижение на 3,7 п.п. Отметим, что EBITDA margin Газпром нефти остается довольно высокой для сектора. Так, за отчетный период показатель компании составил 25,5%, в свою очередь маржа Роснефть за аналогичный период составила 18,7%

Отметим, что, несмотря на рост инвестиционной активности в первом полугодии («+22%» к а.п.п.г), Газпром нефть оставила уровень долга практически на прежнем уровне. Так, на конец июня общий объем долга составил 245,7 млрд руб. против 243,6 млрд руб. на начало года. Долговые метрики не вызывают беспокойства - Net Debt/EBITDA LTM – 0,5х. Структура долга, где на обязательства до года приходится лишь 15% долга (37 млрд руб.) при запасе денежных средств в 98,2 млрд руб. также вряд ли может вызвать сколь значимое беспокойство. Мы не видим поводов для наращивания долговой нагрузки компании. Напомним, что внутренняя планка для соотношения Net Debt/EBITDA в Газпром нефти довольно комфортная и составляет 1,5х.

Бонды компании вчера не отреагировали сколь значимо на отчетность компании. Довольно традиционно как рублевые, так и евробонды Газпром нефти торгуются практически без премии к кривой Газпрома, что не кажется нам интересным для инвестирования.

Игорь Голубев

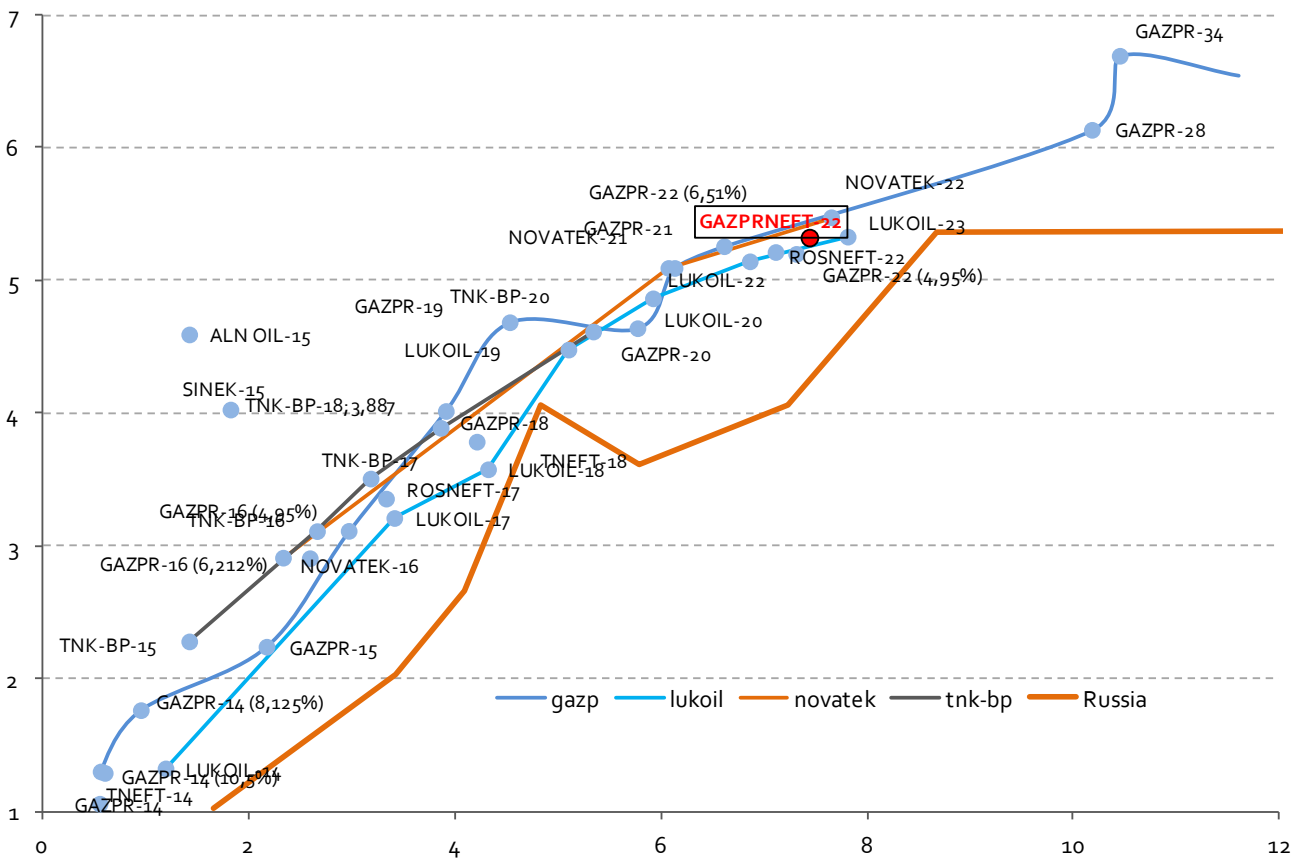
Финансовые результаты Газпром нефть

IFRS bln rub	Q1/13	Q2/12	Q2/13	HY1/12	HY1/13	chnq
Revenue	291,9	301,8	298,8	580,2	590,7	1,8%
EBITDA	76,7	79,0	73,9	149,3	150,6	0,9%
Operating cash-flow	43,9	56,6	82,0	126,4	125,9	-0,4%
Net profit	40,5	33,9	39,95	84,0	80,5	-4,1%
EBITDA Margin	26,3%	26,2%	24,7%	25,7%	25,5%	-0,2 п.п.
Net margin	13,9%	11,2%	13,4%	14,5%	13,6%	-0,8 п.п.

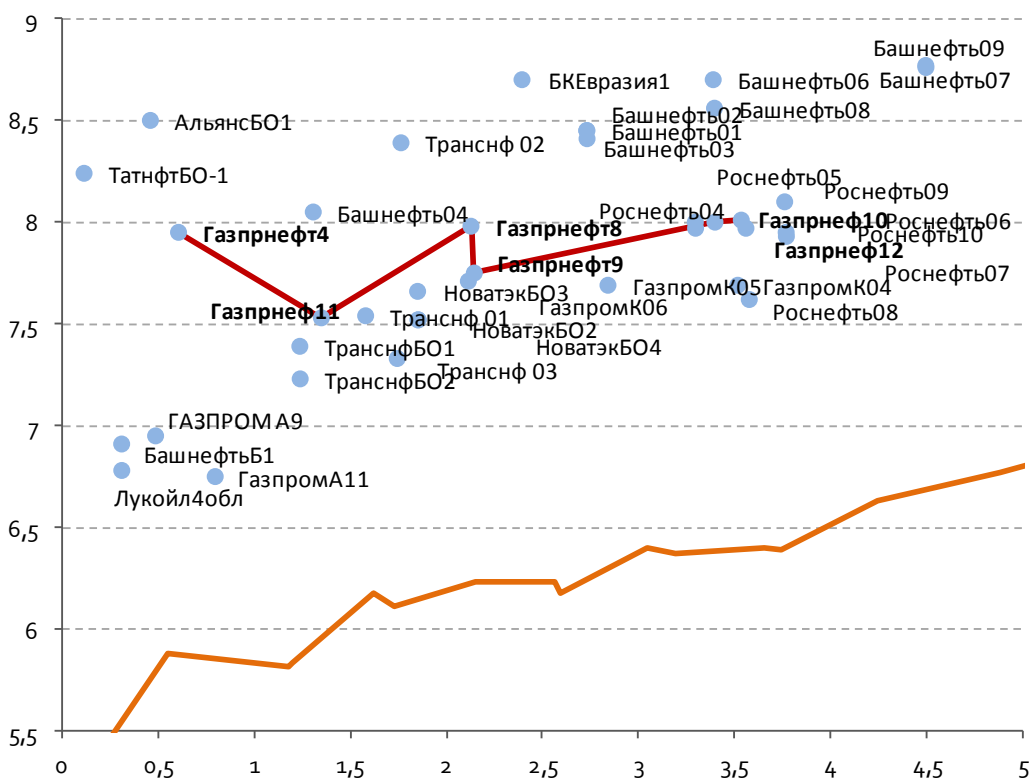
	31.12.2012	30.06.2013	chnq
Assets	1 328,2	1 426,3	7,4%
Cash and Cash equivalents	79,2	98,2	24,0%
Total Debt	243,6	245,7	0,8%
Long term debt	166,4	208,7	25,4%
Short term debt	77,2	37,0	-52,1%
Net debt	164,4	147,5	-10,3%
Total Debt/LTM EBITDA	0,8	0,8	0,00
Net debt/LTM EBITDA	0,6	0,5	-0,06

Источник: Данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанк

Нефтегазовый сектор. Евробонды



Нефтегазовый сектор. Рублевые облигации.



Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

РУКОВОДСТВО

Николай Кашеев	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	--	---------------

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	Руководитель направления	LoktyukhovEA@psbank.ru	доб. 77-47-61
Илья Фролов	Главный аналитик	FrolovIG@psbank.ru	доб. 77-47-06
Олег Шагов	Главный аналитик	Shagov@psbank.ru	доб. 77-47-06
Владимир Гусев	Ведущий аналитик	GusevVP@psbank.ru	доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	Ведущий аналитик	KrylovaEA@psbank.ru	доб. 77-67-31

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев	Руководитель направления	GolubevIA@psbank.ru	доб. 77-47-29
Елена Федоткова	Главный аналитик	FedotkovaEV@psbank.ru	доб. 77-47-16
Алексей Егоров	Ведущий аналитик	EgorovAV@psbank.ru	доб. 77-47-48
Вадим Паламарчук	Ведущий аналитик	PalamarchukVA@psbank.ru	доб. 77-47-81
Александр Полютов	Ведущий аналитик	PolyutovAV@psbank.ru	доб. 77-67-54

© 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.