

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Татнефть (Ba2/-/BB+): итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО.

Газпромбанк (Baaz/BBB-/BBB-): первичное предложение.

Fitch подтвердило рейтинг ЕвроХима на уровне «BB»/Стабильный.

Красноярский край (Ba2/BB+/BB+): первичное предложение.

Татнефть (Ba2/-/BB+): итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО.

Компания продемонстрировала нейтральные результаты по итогам 1 полугодия. В «плюс» отметим сокращение долговой нагрузки и наращивание ликвидности. Ждем, что погашение в сентябре единственного облигационного выпуска Компании пройдет в спокойном режиме.

Выручка выросла на 2% г/г и достигла 211 млрд руб., в том числе благодаря увеличению объемов производства и продаж нефтепродуктов и росту средних отгрузочных цен в СНГ и на внутреннем рынке.

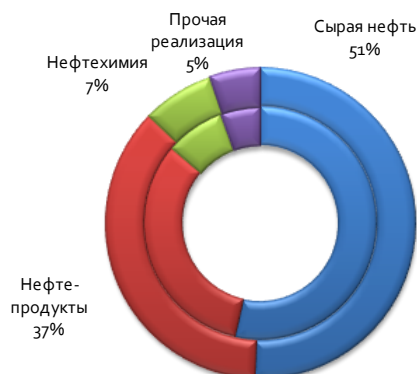
Комментарий. Вчера Татнефть опубликовала нейтральные, на наш взгляд, финансовые результаты за 1 полугодие 2013 г. по МСФО. Выручка выросла на 2% г/г и достигла 211 млрд руб., в том числе благодаря увеличению объемов производства и продаж нефтепродуктов, переработанных ТАНЕКО по сравнению с а.п.г. в натуральном выражении, и росту средних отгрузочных цен в СНГ и на внутреннем рынке. Тем не менее, EBITDA снизилась на 1% до 55 млрд руб., прибыль сократилась на 2% до 34 млрд руб. Последнее произошло за счет убытков по курсовым разницам и снижения доходов по процентам.

Результаты не преподнесли сюрпризов, компания уверенно генерирует денежные потоки, во втором полугодии можно ожидать более сильных результатов в связи с относительно сильной динамикой цен на нефть.

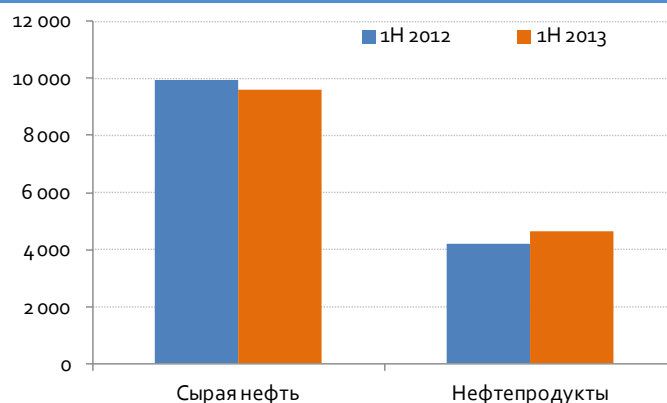
Отметим, что Татнефть увеличила запас ликвидности – остаток денежных средств (и их эквивалентов) на 1 июля 2013 года составил 28 млрд руб., сумев при этом снизить долговую нагрузку – Долг / EBITDA снизился с 0,7х до 0,5х, Чистый долг / EBITDA – с 0,5х до 0,3х.

В настоящее время у Эмитента обращается единственный заем объемом 5 млрд руб. с погашением в конце сентября текущего года. Учитывая финансовые метрики Компании, мы ждем, что погашение пройдет в спокойном рабочем режиме.

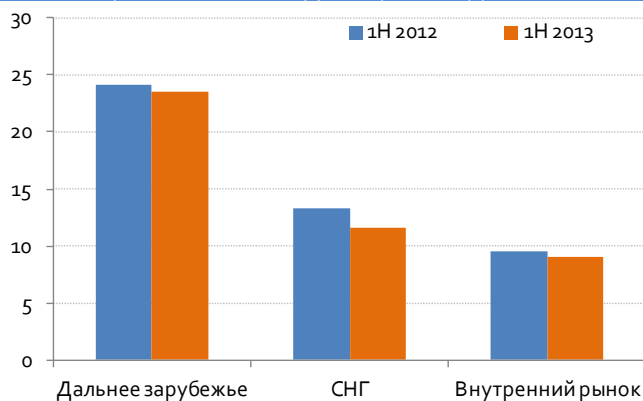
Структура выручки Татнефти по МСФО, 1Н 2013 (внешн.) / 1Н 2012 (внутр.)



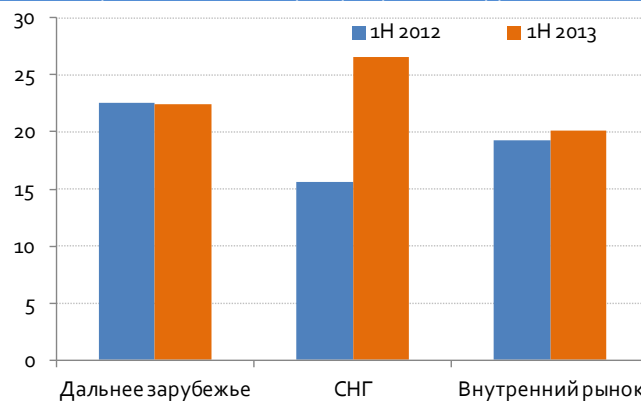
Объемы реализации, тыс.тн



Средняя цена на сырую нефть, тыс.руб. / тн.



Средняя цена на нефтепродукты, тыс.руб. / тн.



Источник: данные Компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Финансовые показатели Татнефти по МСФО

Ключевые финансовые показатели, млрд руб.	1 Н 2012	1 Н 2013	1 Н 2013 / 1 Н 2012
Выручка	207	211	2%
Операционный денежный поток	62	59	-5%
ЕБИТДА	56	55	-1%
ЕБИТДА margin	26,9%	26,0%	-
Чистая прибыль (убыток)	35	34	-2%
margin	16,7%	16,1%	-
	2012	1 Н 2013	1 Н 2013 / 2012
Активы	631	656,1	4%
Денежные средства и эквиваленты	13	27,9	113%
Долг	70,1	57,8	-18%
краткосрочный	32	40,9	28%
долгосрочный	38	16,9	-56%
Чистый долг	57,0	29,9	-48%
Долг/ЕБИТДА ltm	0,7	0,5	-
Чистый долг/ЕБИТДА ltm	0,5	0,3	-

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

Газпромбанк (Вааз/ВВВ-/ВВВ-): первичное предложение.

Банк на следующей неделе планирует начать встречи с инвесторами в преддверии размещения субординированных евробондов. Это поддержит капитал Банка и поможет разрешить вопрос с «вечным» евробондом.

...если речь идет о замещении «вечного» евробонда, то долларовой вариант все же более вероятен...

Комментарий. Газпромбанк на следующей неделе планирует начать встречи с инвесторами в преддверии размещения субординированных евробондов. Наиболее вероятно, что размещение состоится в долларах США, однако возможность размещения в других валютах сохраняется.

В июле Газпромбанк также рассматривал возможность размещения в швейцарских франках. Отметим, что вчера о предстоящем road show заявил Газпром, причем как раз в швейцарских франках. Впрочем, если речь идет о замещении «вечного» евробонда, то долларовой вариант все же более вероятен. Кроме того, судя по вчерашнему размещению суверенного долга – спрос на долларовой инструмент высокий.

Обращаем внимание, что в конце августа менеджмент Банка называл дату, до которой должно быть принято решение погасить или нет «вечный» евробонд, - 25 сентября 2013 года, за месяц до даты выплаты следующего купона по бондам. Поскольку мы к ней приблизились практически вплотную, то, видимо, решение будет принято положительным. Напомним, что речь идет о сумме в 1 млрд долл.

...возник опцион на его досрочное погашение...

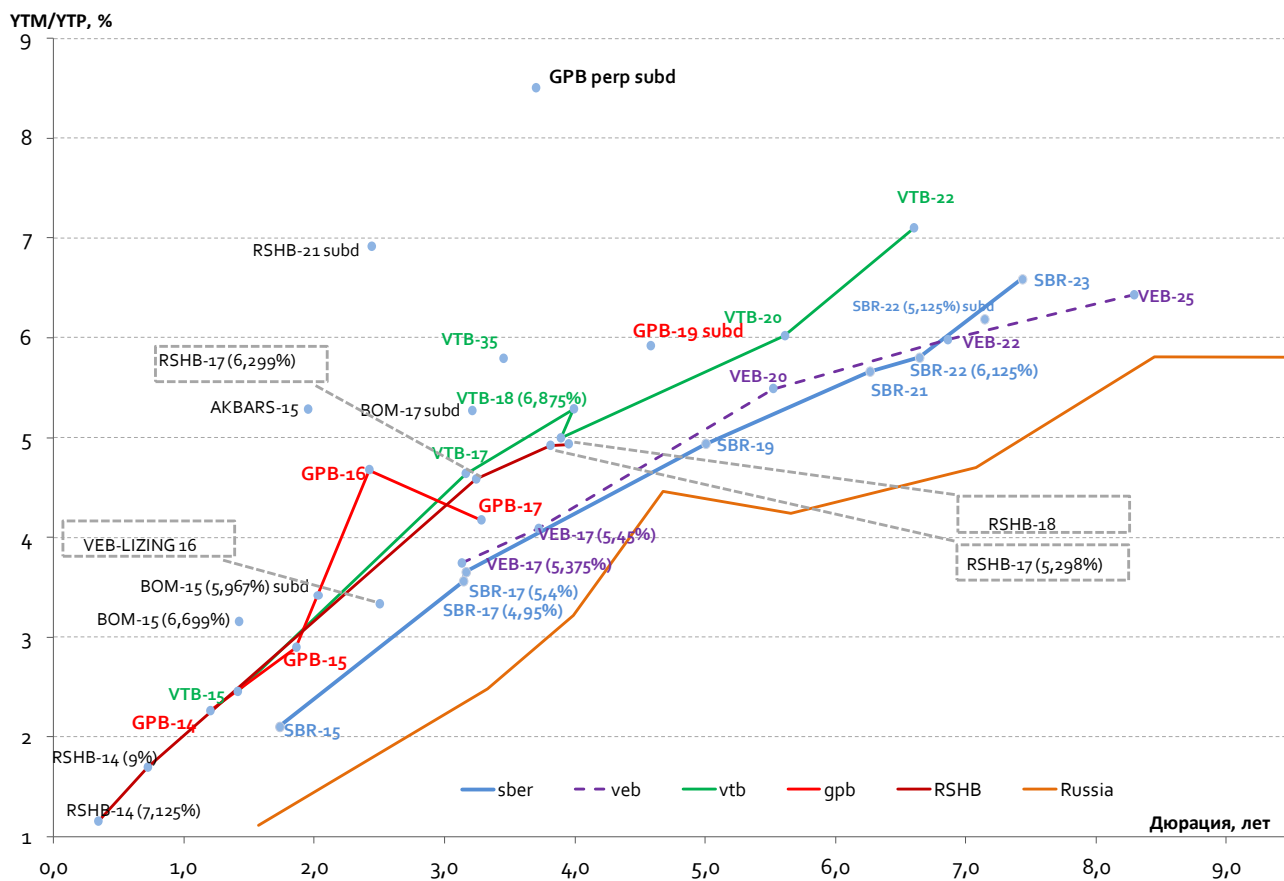
Газпромбанк разместил данный выпуск с доходностью 7,875% в октябре прошлого года, и затем субординированный заем был включен в капитал второго уровня. Тем не менее, 16 июля 2013 года возник опцион на его досрочное погашение из-за реклассификации облигаций для целей расчета капитала агентством S&P. Согласно

10 сентября 2013

новой методике S&P, данный гибридный инструмент не будет учитываться при расчете достаточности капитала Банка.

Напомним, что сейчас у Газпромбанка обращается субординированный заем с погашением в 2019 году. Вероятно, теперь речь пойдет о размещении более «длинного» выпуска с минимальной премией к рынку.

Карта рынка еврооблигаций: Финансовый сектор



Елена Федоткова

Fitch подтвердило рейтинг ЕвроХима на уровне «ВВ»/Стабильный.

Подтверждение кредитного рейтинга – позитивная новость для ЕвроХима, особенно после публикации умеренных результатов за 1 пол. 2013 г. в условиях слабых цен на продукцию компании. Действия Fitch окажут поддержку бумагам ЕвроХима, в первую очередь евробонду EuroChem-17, который несколько просел в цене в начале сентября.

Fitch подтвердило рейтинг ЕвроХима на уровне «ВВ»/Стабильный

Эксперты отмечают хорошую диверсификацию продукции и географии операционной деятельности, сильные позиции в отрасли...

Комментарий. Агентство Fitch подтвердило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента в иностранной и национальной валюте МХК «ЕвроХим» на уровне «ВВ» со «Стабильным» прогнозом.

Эксперты агентства отметили, что рейтинги ЕвроХима отражают «хорошую диверсифицированность выпускаемой продукции и географическую диверсификацию операционной деятельности относительно конкурентов, ее частичную вертикальную интеграцию и сильные позиции в отрасли». Эти позитивные факторы поддерживают генерацию денежного потока компании и ее способность осуществлять крупные проекты по развитию деятельности, а также активность в сфере M&A.

Рейтинги также принимают во внимание более агрессивный финансовый профиль компании в рамках базового сценария на 2013-2015 гг., в соответствии с которым ожидается рекордный уровень инвестиций на фоне сохранения слабых рыночных условий.

Напомним, по итогам 1 пол. 2013 г. ЕвроХим представил умеренные финансовые результаты по МСФО, что было ожидаемо в свете слабой ценовой конъюнктуры на

10 сентября 2013

Агентство принимает во внимание рекордные инвестиции на фоне слабых рыночных условий...

Подтверждение рейтинга будет способствовать рефинансированию короткого долга,...

...а также окажет поддержку евробонду EuroChem-17

продукцию компании (см. наш комментарий: http://psbinvest.ru/upload/files/stocks-ic/16082013_Credit_Research.pdf). Тем не менее, кредитный профиль оставался вполне устойчивым, даже на фоне роста уровня долговой нагрузки – размер долга прибавил на 4,6% до 3,41 млрд долл. к 2012 г., а метрика Долг/ЕБИТДА составила 2,3х против 2,1х в 2012 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 1,9х против 1,7х соответственно. Тем не менее, сохранялись риски для роста долговой нагрузки из-за ощутимого объема программы сарех – порядка 1 млрд долл. как в 2013 г., так и в 2014 г. (в основном проектов в калийном сегменте).

В структуре долга стоит отметить заметный рост его короткой части по итогам 1 пол. – в 3 раза до 680 млн долл. к 2012 г., при этом денежные средства на счетах компании и в депозитах на общую сумму 549 млн долл. покрывали текущую потребность погашений на 80%.

На наш взгляд, подтверждение рейтинга будет способствовать успешному рефинансированию долга ЕвроХима, а также поддержит котировки бумаг компании, в первую очередь евробонд EuroChem-17 (УТМ 5,904%/3,6 г.), который несколько просел в цене в начале сентября.

Александр Полютков

Красноярский край (Ва2/ВВ+/ВВ+): первичное предложение.

Размещение края найдет повышенный интерес у инвесторов, что традиционно для бумаг региона. Кредитный профиль субъекта остается довольно устойчивым даже в условиях снижения поступлений по налогу на прибыль. Уровень госдолга в 2013 г., вероятно, вырастет, но останется приемлемым. Облигации края могут представлять интерес с доходностью 8,1-8,3% годовых.

Комментарий. Красноярский край планирует 25 сентября размещение 5-летних облигаций серии 34007 объемом 11 млрд руб. По выпуску предусмотрена амортизация номинала в даты выплаты 6-го (30%), 8-го (40%), 10-го (30%) полугодовых купонов – дюрация займа составляет 3,45 г. Определение ставки купона будет проходить на конкурсе.

Напомним, что Красноярский край располагает довольно крепким кредитным профилем – размер бюджета региона один из крупнейших в стране (в 2013 г. запланировано 140 млрд руб.), при этом уровень обеспеченности собственными доходами довольно высокий (более 80% от общего размера доходов). Данные цифры подкреплены значительным экономическим потенциалом края, представленным в основном добывающими отраслями как угольная и горнодобывающая промышленность, черная и цветная металлургия, нефтедобыча, а также заметный вклад в экономику региона вносят электроэнергетика, машиностроение и металлообработка. Отметим, что по размеру ВРП Красноярский край в 2011 г. занимал 9 место в России.

Вместе с тем, присутствие циклических отраслей в краевой экономике делает волатильным поступление собственных доходов, в частности налога на прибыль организаций, который за 6 мес. 2013 г. в условиях экономического замедления сократился на 19% до 18,3 млрд руб. к а.п.г. Тем не менее, кредитный профиль остается устойчивым, в том числе благодаря более стабильному НДФЛ, который за тот же период вырос на 7% до 14,2 млрд руб.

Что касается госдолга Красноярского края, то он был довольно низким, составив 23% от собственных доходов, что ниже его уровня по итогам 2012 г. – 25%. Добиться снижения удалось благодаря сокращению размера госдолга на 11% до 25,4 млрд руб. Вместе с тем, по итогам 2013г. долговая нагрузка может вырасти, учитывая значительный размер дефицита бюджета, заложенный на этот год в объеме 37 млрд руб. Для покрытия опережающих расходов регион, скорее всего, будет вынужден обратиться к заимствованиям. В то же время вряд ли можно ожидать критического роста госдолга, который, вероятно, будет в разумных пределах и не выйдет за рамки 45%.

Отметим, что бумаги Красноярского края традиционно пользуются спросом. Вместе с тем, самый длинный выпуск Красноярского края 3400б, находящийся в обращении, торгуется на уровне 7,9-8,0% годовых при дюрации 2,0 г., что формирует спрэд кривой ОФЗ порядка 150-160 б.п.

Кроме того, в конце августа на первичный рынок выходили Самарская область (Ва1/ВВ+/-) с 7-летним выпуском 3500г (УТМ при размещении 8,4% годовых), а также Нижегородская область

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

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

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

Управление торговли и продаж

Петр Федосенко	fedosenkopn@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	krutbv@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Хмелевский Иван	khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	tselini naoi@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

© 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 получить 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.