




# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


 Вертолеты России (Ba2/-/BB): итоги 1 пол. 2013 г.


 Сибур (Ba1/-/BB+): отчетность за 1 пол. 2013 г.


 ВТБ (Baa2/-/BBB): итоги 1 полугодия 2013 года.


 АИЖК (Baa1/BBB/-): первичное предложение.

## Вертолеты России (Ba2/-/BB): итоги 1 пол. 2013 г.

Вертолеты России представили хорошие финансовые результаты за 1 пол. 2013 г. Рост выручки и прибыльности бизнеса был обеспечен увеличением объема продаж вертолетов, причем коммерческого назначения. Долговая нагрузка группы снизилась, но все еще оставалась высокой. Риски рефинансирования короткого долга были незначительными. Отчетность может поддержать котировки облигаций Вертолетов России.

**Компания представила хорошие финансовые результаты...**

**Комментарий.** Вчера Вертолеты России раскрыли итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО. Группа показала хорошие финансовые результаты, несколько улучшив кредитные метрики. Так, выручка компании выросла на 7% до 64,5 млрд руб. (г/г) за счет увеличения продаж вертолетов на 15% до 54,4 млрд руб., причем поставки возросли в Азию и Европу. Отметим, что в структуре продаж вертолетов, машины боевого назначения прибавили только на 1,3% до 45 млрд руб., в то время как коммерческого выросли более чем в 3 раза до 9,5 млрд руб.

**Выручка и прибыльность бизнеса выросли...**

На этом фоне у группы улучшилась прибыльность бизнеса – EBITDA margin составила 18,3% («+3,2 п.п.). Операционный денежный поток компании существенно возрос по итогам 6 мес. 2013 г., составив 23 млрд руб. после существенных улучшений в оборотном капитале, в частности по договорам с Министерством обороны РФ. Твердый портфель заказов компании за прошедший период составил 870 вертолетов, его стоимость - около 384 млрд руб.

**Долговая нагрузка несколько снизилась, но оставалась высокой...**

Размер долга группы остался на уровне 2012 г., составив порядка 77,8 млрд руб., при этом на фоне роста прибыльности кредитные метрики снизились – Долг/EBITDA с 3,7x в 2012 г. до 3,3x на конец июня 2013 г., Чистый долг/EBITDA – с 3,2x до 2,3x. Тем не менее, уровень долга все еще оставался высоким. Вместе с тем, компания за 6 мес. 2013 г. сформировала значительную подушку ликвидности в размере 24,8 млрд руб. (напомним, в апреле были размещены два облигационных займа на 15 млрд руб.), которые полностью покрывали короткий долг (25 млрд руб.). Кроме того, у Вертолетов России сохраняется доступ к кредитным ресурсам госбанков (ключевыми кредиторами выступают Сбербанк и ВЭБ).

13 сентября 2013

Ключевые финансовые показатели млн руб.	Вертолеты России (МСФО)		
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %
Выручка	60 292	64 470	6,9
Операционный денежный поток	9	22 846	2538x
ЕВITDA	9 120	11 791	29,3
ЕВITDA margin	15,1%	18,3%	3,2 п.п.
Чистая прибыль	3 056	3 049	-0,2
margin	5,1%	4,7%	-0,4 п.п.
	2012	1 пол. 2013	Изм. %
Активы	154 869	174 535	12,7
Денежные средства и эквиваленты	10 710	24 815	131,7
Долг	77 998	77 803	-0,3
краткосрочный	43 558	25 041	-42,5
долгосрочный	34 440	52 762	53,2
Чистый долг	67 288	52 988	-21,3
Долг/ЕВITDA	3,7	3,3	
Чистый долг/ЕВITDA	3,2	2,3	

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

*Отчетность может  
поддержать облигации...*

Облигации Вертолетов России серий 01 и 02 торгуются с доходностью 8,4-8,5% годовых при дюрации 2,2 года, что формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 200 б.п. На наш взгляд, бумаги смотрятся вполне интересно на фоне выпуска Аэрофлота (-/-/BB-) серии БО-03 (УТР 8,0-8,1%/2,1 г.), предлагая премию 30-40 б.п. при разнице рейтингов на ступень выше.

**Александр Полютков**

## Сибур (Ba1/-/BB+): отчетность за 1 пол. 2013 г.

**В целом, Сибур показал нейтральные результаты. Несмотря на некоторое снижение ключевых финансовых показателей, кредитные метрики существенно не пострадали, а уровень долга был низким. В то же время значительные краткосрочные погашения в основном покрывались невыбранными кредитными линиями вкпе с запасом денежных средств. Отчетность вряд ли отразится на котировках евробонда Sibur-18.**

*Сибур представил  
нейтральные для  
кредитного качества  
результаты....*

**Комментарий.** Вчера Сибур представил отчетность за 1 пол. 2013 г. по МСФО. В целом, результаты были скорее нейтральным для кредитного качества компании.

*Выручка и прибыльность  
бизнеса немного  
снизились...*

Так, выручка немного снизилась – на 6,5% до 4,2 млрд долл. (г/г) на фоне слабого спроса на синтетический каучук и коррекцию цен на него, а также из-за прекращения со 2 кв. 2012 г. реализации минеральных удобрений (в 1 кв. 2012 г. данные еще были учтены) – бизнес по производству минеральных удобрений был продан в декабре 2011 г. Кроме того, с 12 марта 2013 г. были деконсолидированы результаты ООО «Юграгазпереработка» (СП с «РН Холдинг», ранее «ТНК-ВР Холдинг»). Напомним, с марта 2013 г. прекратили действие договоры опционов на выкуп Сибуром доли ТНК-ВР в «Юграгазпереработка», после чего Сибур в отчетности МСФО начал отражать вклад ООО как инвестиции в СП по методу долевого участия. Вместе с тем, данные потери выручки были отчасти компенсированы наращиванием объемов продаж в топливно-сырьевом сегменте.

*Операционный денежный  
поток остается  
значительным и  
полностью покрывает  
сарех...*

Снижение выручки отразилось и на показателе ЕВITDA, который уменьшился на 11,8% до 1,23 млрд долл. (г/г), при этом на прибыльность бизнеса, по данным компании, также оказало давление сужение ценовых коридоров между ценами на сырье и конечные продукты, особенно в продуктовой группе синтетических каучуков. В результате, ЕВITDA margin составила 29,3% («-1,8 п.п.»). При данной рентабельности операционный денежный поток также сократился на 6,2% до 1,19 млрд долл. (г/г), но его хватало на инвестиции компании (в 1 пол. 2013 г. составили 36 млрд руб. или 1,16 млрд долл.). Напомним, сарех был направлен на развитие инфраструктуры по переработке и транспортировке сырья и топливно-сырьевых продуктов, а также в проекты нефтехимического бизнеса.

13 сентября 2013

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Сибур (МСФО) Ва1/-/ВВ+			ЕвроХим (МСФО) -/ВВ/ВВ		
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %
Выручка	4 480	4 188	-6,5	2 535	2 967	17,0
Операционный денежный поток	1 271	1 191	-6,2	721	593	-17,8
ЕБИТДА	1 392	1 228	-11,8	888	808	-9,0
ЕБИТДА margin	31,1%	29,3%	-1,8 п.п.	35,0%	27,2%	-7,8 п.п.
Чистая прибыль	970	823	-15,2	545	214	-60,7
margin	21,7%	19,6%	-2,1 п.п.	21,5%	7,2%	-14,3 п.п.
	2012	1 пол. 2013	Изм. %	2012	1 пол. 2013	Изм. %
Активы	12 455	11 820	-5,1	7 811	7 645	-2,1
Денежные средства и эквиваленты	447	130	-70,8	629	549	-12,8
Долг	3 161	2 886	-8,7	3 258	3 407	4,6
краткосрочный	1 809	828	-54,2	224	680	203,4
долгосрочный	1 352	2 058	52,2	3 034	2 727	-10,1
Чистый долг	2 714	2 756	1,6	2 629	2 858	8,7
Долг/ЕБИТДА	1,2	1,2		2,1	2,3	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,0	1,1		1,7	1,9	

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Долговая нагрузка осталась на низком уровне, Долг/ЕБИТДА – 1,2х...**

**Короткая часть долга в основном покрывалась кредитными линиями и запасом денежных средств...**

**Реакция евробонда Sibur-18 на отчетность маловероятна...**

Долг Сибура немного сократился на 8,7% (к 2012 г.) до 2,89 млрд долл., а метрика Долг/ЕБИТДА осталась на уровне 1,2х как и по итогам 2012 г., в тот время как Чистый долг/ЕБИТДА за 6 мес. немного подрос с 1,0х до 1,1х – компания «подъела» подушку ликвидности (денежные средства на счетах снизились на 70,8% до 130 млн долл.).

При этом покрытие короткого долга (828 млн долл.) ухудшилось, но у Сибура были невыбранные кредитные линии на общую сумму более 640 млн долл. (на конец июня 2013 г.), которые в основном обеспечивали необходимый объем погашений. Мы считаем, что риски рефинансирования Сибура невысокие, учитывая низкий уровень долга и надежное качество компании, обеспечивающие доступ к кредитным ресурсам. Вместе с тем, учитывая значительную программу сарех на 2013 г. (порядка 2,4 млрд долл., реализована на 50%), то не исключен небольшой рост долга компании, но, скорее всего, не существенный, принимая во внимание солидный операционный денежный поток (в 1 пол. 2013 г. 1,2 млрд долл.).

Евробонд Sibur-18 (YTM 5,409/3,82 г.), скорее всего, не отреагирует на отчетность и продолжит движение вместе с рынком. В то же время по доходности более привлекательно выглядит евробонд EuroChem-18 (5,91%/3,56 г.), предлагая премию порядка 45-50 б.п., что за разницу в рейтингах (на 1 ступень) не совсем оправданно. Кроме того, на этой неделе агентство Fitch подтвердило рейтинг ЕвроХима на уровне «ВВ»/Стабильный, что может поддержать его котировки, в том числе после публикации несколько слабых финансовых результатов 1 пол. 2013 г.

**Александр Полотов**

## ВТБ (Ваа2/-/ВВВ): итоги 1 полугодия 2013 года.

**Банк отчитался в общем тренде. Больше половины начисления резервов принесла розница. На прибыль также оказывали влияние убытки по ценным бумагам и валюте. Мы нейтрально оцениваем результаты ВТБ и не ждем реакции в долговых бумагах.**

**...хотя чистые процентные доходы увеличились на треть до 150 млрд руб., прибыль все же упала - на 18% до 27,6 млрд руб.**

**...наибольший вклад в динамику снижения прибыли оказало начисление резервов...**

**Комментарий.** В целом, ВТБ отчитался в общем тренде.

При этом серьезное давление на прибыль оказал отрицательный результат по операциям с ценными бумагами (8,0 млрд руб.), включая переоценку, и валютой (0,3 млрд руб.). В результате, хотя чистые процентные доходы увеличились на треть до 150 млрд руб., прибыль все же упала - на 18% до 27,6 млрд руб.

Однако наибольший вклад в динамику снижения прибыли оказало, конечно же, начисление резервов, которое увеличилось с 32 млрд руб. до 51 млрд руб. Основным генератором стал розничный сектор, на который пришлось половина всех отчислений (24,6 млрд руб.). Напомним, по итогам отчетного периода Банк демонстрировал высокие темпы роста кредитования физлиц – «+17%» против 14% в целом по рынку. Учитывая конъюнктуру в рознице, такая динамика могла бы

...хотя розница и стала основным генератором резервов, тем не менее, в итоге ее вклад в прибыль был положительным, причем превысил 50%...

**Банк оставил прогноз по прибыли на весь 2013 года в размере 100 млрд руб.**

**NIM вырос с 4,0% до 4,4%**

вызвать тревогу, однако тут можно отметить интересный момент: несмотря на существенный рост портфеля прибыль по сегменту увеличилась вроде бы незначительно - на 4% до 20,6 млрд руб. Однако итог корпоративный/инвестиционного сегмента был заметно хуже: снижение на 29% до 15,7 млрд руб. Таким образом, хотя розница и стала основным генератором резервов, тем не менее, в итоге ее вклад в прибыль был положительным, причем превысил 50%.

Интересно, что несмотря на снижение прибыли по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, Банк оставил прогноз по прибыли на весь 2013 года в размере 100 млрд руб. На наш взгляд, этого можно достичь при условии соблюдения как минимум двух условий. Во-первых, должен быть рост прибыли по рознице соразмерно с ростом портфеля, несмотря на ухудшение конъюнктуры. Впрочем, по результатам августа наметилась стагнация роста просроченной задолженности. Во-вторых, ВТБ должен сгенерировать прибыль по ценным бумагам и валюте вместо убытков в 1 полугодии. Что касается последнего, то в основном 3 квартал текущего года складывается довольно ровно на долговых рынках и с некоторым ростом на рынках капитала. С развитием ситуации до конца года здесь сохраняется существенная неопределенность, в том числе связанная с действиями ФРС и ЦБ. Таким образом, в целом, мы бы назвали планы ВТБ по прибыли довольно амбициозными.

Среди положительных моментов нельзя не отметить удержание маржинальности, несмотря на общие тенденции в отрасли: NIM вырос с 4,0% до 4,4%. Кроме того, было объявлено, что планируется запустить пилотный проект по оптимизации расходов уже до конца года, что окажет поддержку эффективности бизнеса ВТБ. Также отметим, что достаточность капитала (TCAR) показала рост, что также положительно влияет на финансовую устойчивость Кредитной организации.

По нашему мнению, обязательства ВТБ не отреагируют на вышедшие довольно нейтральные финансовые результаты Эмитента.

## Финансовые показатели госбанков по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	ВТБ					Сбербанк				
	2011	2012	1H '12	1H 2013	1H '13 / 2012	2011	2012	1H '12	1H 2013	1H '13 / 2012
Активы	6 790	7 416	6 858	8 356	13%	10 835	15 097	12 434	16 143	7%
Денежные средства	407	569	356	609	7%	626	1 291	933	1 136	-12%
доля в активах	6%	8%	5%	7%	---	5,8%	8,5%	7,5%	7,0%	---
Кредиты (net)	4 302	4 762	4 328	5 266	11%	7 720	10 499	8 862	11 135	6%
Кредиты (gross)	4 590	5 085	4 645	5 637	11%	8 382	11 064	9 424	11 718	6%
доля в активах	63%	64%	63%	63%	---	71,2%	69,5%	71,3%	69,0%	---
NPL (>90дн.)	5,4%	5,4%	5,6%	5,5%	---	4,9%	3,2%	3,4%	3,2%	---
покрытие NPL резервами	1,16	1,18	1,22	1,20	---	1,6	1,6	1,8	1,6	---
кредиты /средства клиентов	1,2	1,2	1,3	1,2	---	1,0	1,0	1,0	1,0	---
уровень резервов	6,3%	6,4%	6,8%	6,6%	---	7,9%	5,1%	6,0%	5,0%	---
TCAR	13,0%	14,7%	12,8%	15,1%	---	15,2%	13,7%	14,5%	13,9%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2011	2012	1H '12	1H 2013	1H '13 / 1H '12	2011	2012	1H '12	1H 2013	1H '13 / 1H '12
Создание резервов	-32	-59	-32	-51	57%	1,2	-21,5	1,1	-62,7	n/a
Операционные доходы	289	366	159	182	15%	742,8	1 372,2	427,0	520,9	22%
Прибыль	91	91	34	28	-18%	315,9	347,9	175,3	174,5	-0,5%
Качественные показатели деятельности	2011	2012	1H '12	1H 2013	1H '13 vs 1H '12	2011	2012	1H '12	1H 2013	1H '13 vs 1H '12
ROAA	1,6%	1,3%	1,0%	0,6%	-0,4%	3,2%	2,7%	3,0%	2,2%	-0,8%
ROAE	15,0%	13,0%	10,7%	6,0%	-4,7%	28,0%	24,1%	26,1%	21,0%	-5,2%
C / I	49,4%	52,3%	52,0%	53,5%	1,4%	46,9%	46,9%	47,0%	45,8%	-1,1%
NIM	5,0%	4,2%	4,0%	4,4%	0,4%	6,4%	6,1%	6,0%	5,8%	-0,2%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Елена Федоткова**

## АИЖК (Ваа1/ВВВ/-): первичное предложение.

Традиционно бумаги АИЖК являются слаболиквидным инструментом. Спрэд к ОФЗ составляет 160-180 б.п., что по нижней границе соответствует ВТБ. На наш взгляд, бумаги будут востребованы рынком уже на уровне 8,14%.

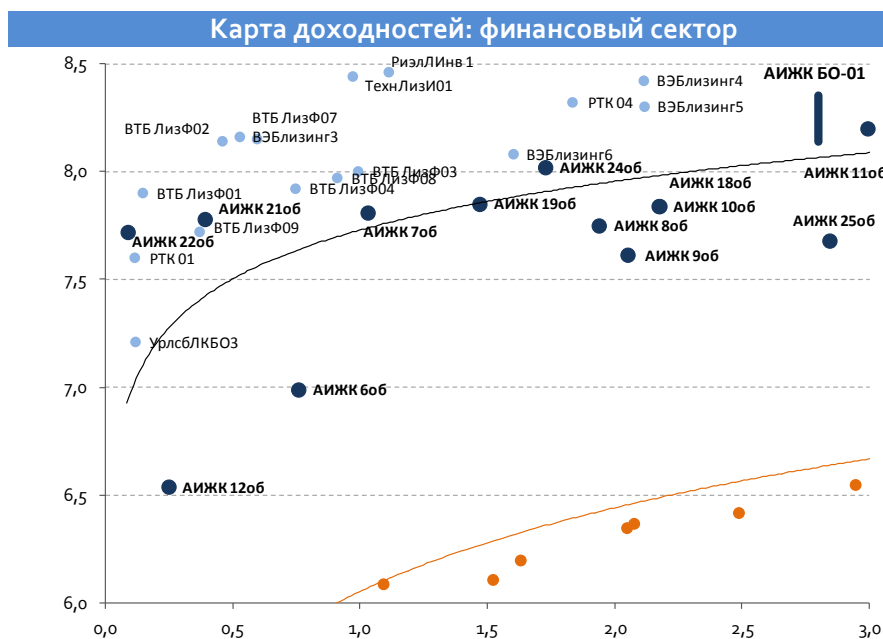
*...бумаги АИЖК отличаются довольно слабыми оборотами...*

*...дисконт по бумаге составляет 10% по операциям прямого РЕПО с ЦБ...*

**Комментарий.** АИЖК планирует разместить 3-летние облигации серии БО-01 объемом 5 млрд руб. Книга будет открыта на 1 день – 19 сентября. Планируемая дата размещения – 25 сентября. Ориентиры: купон 7,9-8,1%, УТМ 8,14-8,35%.

Напомним, что у Компании сформирована кривая на долгом рынке, однако бумаги АИЖК отличаются довольно слабыми оборотами. В целом, учитывая высокий рейтинг, бумаги интересны консервативным инвесторам (в том числе различным фондам) со стратегией buy&hold, а также как инструмент управления ликвидностью. Напомним, что дисконт по бумаге составляет 10% по операциям прямого РЕПО с ЦБ, в то время как по госбанкам (ВТБ и РСХБ) – 12,5%. При этом по новому предложению спрэд АИЖК в ВТБ составляет 160-180 б.п., что по нижней границе соответствует уровню, на котором торгуются облигации ВТБ.

Мы ожидаем, что спрос на бумаги Агентства сложится по нижней границе диапазона – 8,14%, то есть с минимальной премией (10-15 б.п.) к собственной кривой (см. Карту доходностей ниже).



**Елена Федоткова**

## 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

<b>Николай Кашеев</b>	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	---------------	---------------

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

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

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

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

### Управление торговли и продаж

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