



Утренний Express-О

13 декабря 2013 г.

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Сибур (Ba1/-/BB+): отчетность за 9 мес. 2013 г.



S&amp;P ухудшило прогноз по рейтингам КБ Ренессанс Кредит (B2/B+/-) до Негативного.

**Сибур (Ba1/-/BB+): отчетность за 9 мес. 2013 г.**

Сибур вновь продемонстрировал небольшое ослабление финансовых показателей, что, впрочем, было ожидаемо на фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры на продукцию компании. Вместе с тем, кредитные метрики Сибура не пострадали и остаются на комфортном уровне. Значительный объем короткого долга преимущественно покрывался невыбранными кредитными линиями. Публикация отчетности, скорее всего, не окажет заметного влияния на котировки евробондов Sibur-18.

*Сибур вновь показал ослабление финансовых показателей....*

**Комментарий.** Вчера Сибур представил финансовые результаты за 9 мес. 2013 г. по МСФО. У компании наблюдалось небольшое ослабление финансовых показателей, что, впрочем, было ожидаемо в свете низких цен на продукцию компании.

*Выручка и прибыльность бизнеса снизились,...*

Так, выручка Сибур за 9 мес. 2013 г. сократилась на 2,6% до 6,24 млрд долл. (г/г), давление вновь оказал бизнес синтетических каучуков, где падал спрос на продукцию и продолжалась коррекция цен на нее. По данным компании, в апреле 2013 г. также было закрыто устаревшее хлорное производство «Капролактама», а со 2 кв. 2012 г. была прекращена реализация минеральных удобрений (в 1 кв. 2012 г. данные еще были учтены), поскольку 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.

*...но операционный денежный поток вырос...*

Вместе с тем, потери в выручке отчасти были компенсированы успешными продажами в топливно-сырьевом бизнесе, наращиванием продаж пластиков и продуктов органического синтеза за счет роста производства вспенивающегося полистирола (была запущена вторая линия в Перми) и консолидацией группы компаний «БИАКСПЛЕН» в 2012 г.

Снижение выручки привело к уменьшению показателя EBITDA на 7,2% до 1,8 млрд долл. (г/г), при этом EBITDA margin составила 28,8% («-1,5 п.п.»), причем давление на прибыльность бизнеса, по данным компании, оказало сужение ценовых коридоров между ценами на сырье и конечные продукты, особенно в продуктовой группе синтетических каучуков. В свою очередь, чистая прибыль компании сократилась более существенно (на 25,3% до 1,09 млрд долл. (г/г)), в том числе из-за отражения курсовых потерь и неденежных затрат на программу вознаграждения менеджмента в форме акций.

Несмотря на снижении рентабельности, компания смогла показать рост операционного денежного потока на 2,2% до 1,8 млрд долл. благодаря работе с оборотным капиталом.

13 декабря 2013

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Сибур (МСФО) Вал1/-/ВВ+			ЕвроХим (МСФО) -/ВВ/ВВ		
	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	6 403	6 238	-2,6	4 016	4 201	4,6
Операционный денежный поток	1 767	1 805	2,2	1 084	825	-23,9
ЕБИТДА	1 939	1 799	-7,2	1 251	1 064	-14,9
ЕБИТДА margin	30,3%	28,8%	-1,5 п.п.	31,2%	25,3%	-5,9 п.п.
Чистая прибыль	1 454	1 086	-25,3	791	304	-61,5
margin	22,7%	17,4%	-5,3 п.п.	19,7%	7,2%	-12,5 п.п.
	2012	9 мес. 2013	Изм. %	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	12 455	12 405	-0,4	7 811	7 816	0,1
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	447	181	-59,5	629	490	-22,1
Долг	3 161	2 915	-7,8	3 258	3 485	7,0
краткосрочный	1 809	1 169	-35,4	224	305	35,9
долгосрочный	1 352	1 746	29,2	3 034	3 181	4,8
Чистый долг	2 714	2 735	0,8	2 629	2 995	13,9
Долг/ЕБИТДА	1,2	1,2		2,1	2,6	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,0	1,1		1,7	2,3	

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

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

За 3 кв. 2013 г. ситуация с долгом Сибура существенно не изменилась – метрика Долг/ЕБИТДА осталась на уровне 1,2х (против 1,2х в 2012 г.), а Чистый долг/ЕБИТДА – 1,1х (1,0х). При этом размер долга компании к 2012 г. сократился на 7,8% до 2,9 млрд долл., из которых на короткую часть приходилось 40% (или 1,16 млрд долл.).

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

Отметим, что компания с начала года «подъела» подушку ликвидности (запас денежных средств на счетах сократился на 60% до 181 млн долл.), которой было недостаточно для покрытия короткого долга (1,16 млрд долл.). Вместе с тем, у Сибура были доступны кредитные линии на общую сумму порядка 2,2 млрд долл., кроме того, компания по-прежнему генерирует солидный операционный денежный поток (за 9 мес. 2013 г. 1,8 млрд долл.), которого, в том числе будет достаточно для реализации довольно масштабной программы capex в 2013 г. (порядка 2,4 млрд долл., реализована на 70%)

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

Мы не ждем особой реакции на отчетность в котировках евробонда Sibur-18 (YTM 4,848/3,607 г.).

**Александр Полютков**

## S&P ухудшило прогноз по рейтингам КБ Ренессанс Кредит (B2/B+/-) до Негативного.

В четверг поступили сообщения о том, что агентство S&P ухудшило прогноз по рейтингам КБ Ренессанс Кредит до Негативного со Стабильного. Свое решение агентство объяснило тем, что объем проблемных кредитов банка продолжает повышаться, в то время как их доля остается значительно выше 15%. Кроме того, S&P указало на то, что банк не способен поддерживать процентную маржу на достаточном уровне, чтобы компенсировать увеличивающиеся расходы по кредитам. Новость, по нашим оценкам, окажет сдержанное понижающее давление на долговые бумаги банка на фоне относительно низкого объема торгов.

**Комментарий.** Рейтинговое агентство S&P 12 декабря понизило прогноз по краткосрочному (B) и долгосрочному (B+) рейтингам КБ Ренессанс Кредит, сославшись на растущий объем просроченных кредитов и повышающиеся расходы по кредитам (до 20,4% в первой половине 2013 г.).

Напомним, что в последний раз рейтинговое действие в отношении банка со стороны S&P производилось в июне 2012 г., когда рейтинг был повышен с B до B+.

13 декабря 2013

Среди тревожных моментов S&P выделило тот факт, что расходы по кредитам в Ренессанс Кредит остаются намного выше ожиданий агентства. При этом кредитные метрики банка выглядят хуже, чем у других игроков индустрии.

Между тем рейтинговое агентство отметило, что банк, исходя из базового сценария, все же может сохранить относительно высокую маржу на рынке, что поддержит базовую прибыль и финансовые показатели банка в целом. В то же время ухудшение качества кредитного портфеля банка представляет собой угрозу, которая может послужить поводом для снижения рейтинга в следующие 12-18 месяцев. Ведь подобная сравнительно высокая маржа обеспечивается за счет более высокомаржинальных, но в то же время более рискованных продуктов.

Несмотря на большие расходы в сфере кредитования, банк все же смог добиться прибыли по итогам первого полугодия при чистой процентной марже в 16,8%. При этом ROEA в следующие два года ожидается рейтинговым агентством на уровне 5%.

Давление на Ренессанс Кредит также оказывает общая негативная конъюнктура и замедление российской экономики. Менеджмент банка все же может сдерживать негативные тренды в сложившихся условиях, ограничив рост кредитных рисков.

Бумаги банковского сектора в целом в настоящий момент находятся под давлением, и на их фоне выпуски Ренессанс Кредит вряд ли будут выглядеть значительно хуже. Какое-либо негативное влияние поступившей новости будет иметь ограниченный характер в связи с относительно низкой ликвидностью долговых бумаг банка.

**Алина Арбекова**

**Контакты:****ОАО «Промсвязьбанк»****Аналитический департамент**

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>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****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 Полютов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

**Алина Арбекова**

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

**ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ****Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

**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

© 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.