



Утренний Express-О

14 МАЯ 2014 Г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



МегаФон (Вааз/BBB-/BB+) размещает биржевые облигации БО-04 на 15 млрд руб.



Русал (-/-/-): отчетность за 1 кв. 2014 г.

МегаФон (Вааз/BBB-/BB+) размещает биржевые облигации БО-04 на 15 млрд руб.

Вчера МегаФон открыл книгу заявок на биржевые облигации БО-04 на 15 млрд руб., предложив доходность 10,04-10,25% годовых к оферте через 1 год. Книга закрывается 15 мая, размещение – 20 мая. МегаФон предлагает лучшую доходность в секторе с премией 50-150 б.п. к бумага других операторов, а также от 200 б.п. – к собственному займу в обращении, что может стать достойной компенсацией за геополитические риски. Если ситуация продолжит оставаться относительно стабильной, то размещение может состояться и на более низких уровнях. Напомним, что альтернативным МегаФону может стать вторичное размещение выпусков РСХБ серий 08 и 09, которые предлагают бумаги с сопоставимой доходностью 10,25% годовых и срочностью 1 год.

МегаФон размещает выпуск БО-04 на 15 млрд руб...

УТР 10,04-10,25% годовых к оферте 1 год...

МегаФон предлагает достойную премию к собственным облигациям и выпускам МТС и ВымпелКом...

МегаФон может разместиться ниже индикатива, если позволит геополитика ...

Комментарий. Вчера МегаФон открыл книгу заявок на биржевые облигации БО-04 на 15 млрд руб. Эмитент предлагает купон 9,8-10,0% годовых, что соответствует доходности 10,04-10,25% годовых к оферте через 1 год. Книга закрывается 15 мая, размещение намечено на 20 мая.

Отметим, что МегаФон (Вааз/BBB-/BB+) предлагает лучшую доходность в секторе с премией 50-150 б.п. к бумага других операторов, даже несмотря на разницу в рейтингах в 2-3 ступени (МТС /Ва2/BB+/BB+/ и ВымпелКом /Ва3/BB/-/), а также от 200 б.п. – к собственному займу МегаФон Финанс 05 (по последним сделкам), что может стать достойной компенсацией за геополитические риски.

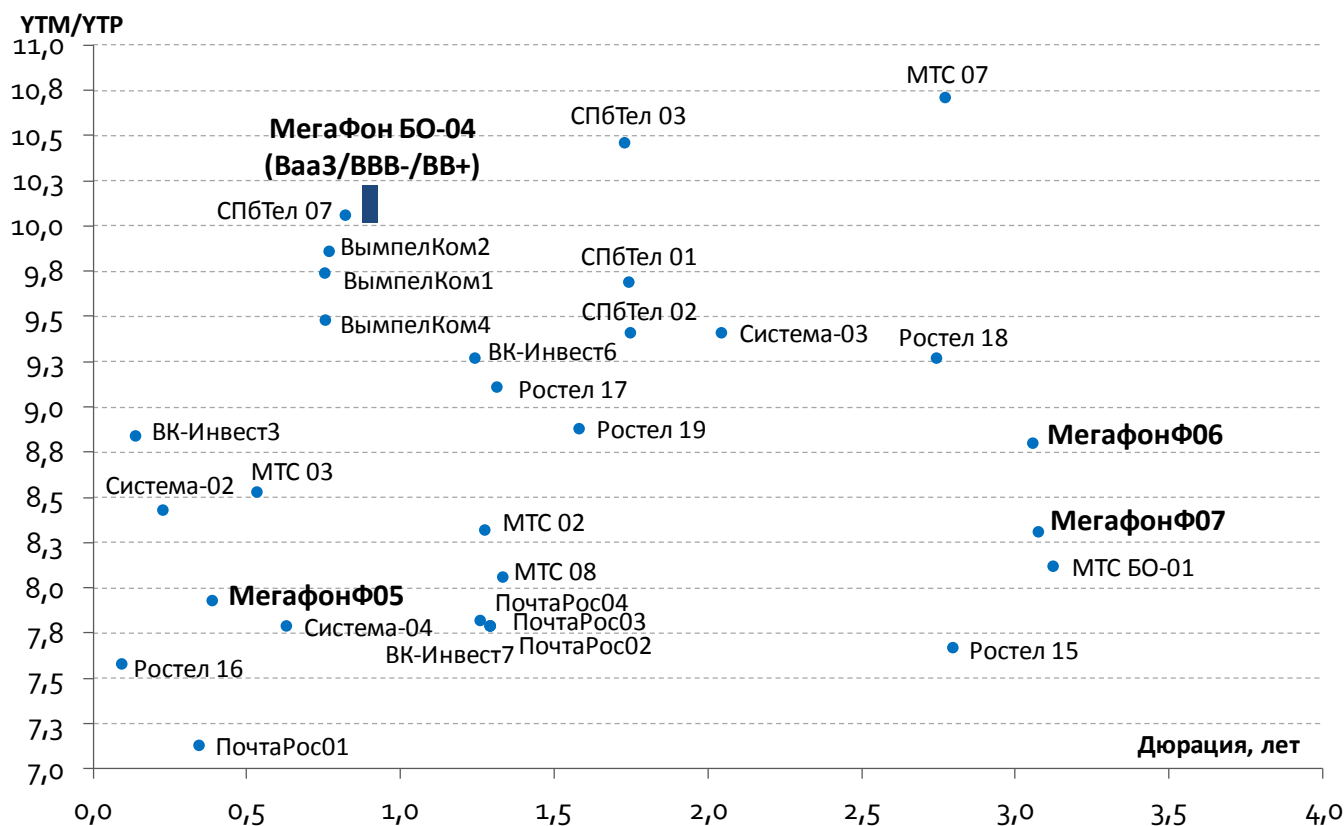
Что касается кредитного профиля МегаФона, то по итогам 2013 г. он был довольно крепким: прибыльность бизнеса была одной из самых высоких в секторе, уровень долга был комфортным, а риски рефинансирования незначительными (см. наш комментарий от 6 марта 2014 г.).

Предложение МегаФона, на наш взгляд, выглядит интересным с точки зрения доходности и срочности, оператор имеет неплохие шансы воспользоваться временным потеплением на рынке. Если ситуация продолжит оставаться относительно стабильной, то размещение может состояться и на более низких уровнях.

Напомним, что альтернативным МегаФону может стать вторичное размещение выпусков РСХБ (Вааз/-/BBB-) серий 08 и 09, которые предлагают бумаги с сопоставимой доходностью 10,25% годовых и срочностью 1 год.

14 мая 2014

Доходности облигаций сектора телекоммуникаций, связи и медиа



Ключевые финансовые показатели млрд руб.	МегаФон (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Выручка	272	297	9,1
Операционный денежный поток	109	115	4,8
OIBDA	117	133	13,2
OIBDA margin	43,0%	44,6%	1,6 п.п.
Чистая прибыль	44	52	16,3
margin	16,3%	17,4%	1,1 п.п.
	2012	2013	Изм. %
Активы	351	431	22,5
Денежные средства и их эквиваленты, депозиты	26	49	90,6
Долг	146	152	4,1
краткосрочный	20	21	3,6
долгосрочный	126	131	4,2
Чистый долг	120	103	-14,5
Долг/OIBDA	1,25	1,15	
Чистый долг/OIBDA	1,03	0,78	

Источники: данные компании, PSB Research

Александр Полютов

Русал (-/-/-): отчетность за 1 кв. 2014 г.

В 1 кв. 2014 г. Русал по-прежнему продемонстрировал снижение ключевых финансовых показателей на фоне низких цен и слабого спроса на алюминий, а также сокращения производства. Впрочем, падение цены на алюминий продолжает компенсироваться ростом премий прямых поставок. Кроме того, компания вновь смогла добиться эффекта от оптимизации расходов, снизив себестоимость производства, что позитивно для прибыльности бизнеса. Тем не менее, основной проблемой для Русала остается значительный долг, обслуживание которого оказывает заметное давление на финансы. Урегулирование краткосрочной задолженности, в частности предэкспортного кредита остается ключевым моментом для кредитного профиля Русала, поэтому облигации эмитента будут оставаться под давлением.

Русал представил отчетность за 1 кв. 2014 г. по МСФО...

Ключевые показатели вновь снижались из-за низких цен и слабого спроса на алюминий...

Впрочем, падение цен компенсируется ростом премий прямых поставок...

Комментарий. Вчера Русал раскрыл финансовые результаты за 1 кв. 2014 г., который оказались слабее ожиданий рынка. Так, выручка снизилась на 20,8% до 2,123 млрд долл.(г/г), показатель EBITDA – 29,7% до 173 млн долл., EBITDA margin составила 8,1% («-1,1 п.п.» (г/г)). Чистый убыток был 169 млн долл. против прибыли 49 млн долл. в 1 кв. 2012 г. Ухудшение показателей было предсказуемо на фоне слабых цен и спроса на алюминий – цены на LME в 1 кв. 2014 г. снизились на 14,7% (г/г), а объем реализации первичного алюминия у Русала сократился на 14,1% (г/г) до 854 тыс. тонн.

Впрочем, падение цены на алюминий продолжает компенсироваться ростом премий прямых поставок (в 1 кв. 2014 г. «+27,3%» до 336 долл./тонна (в среднем)). Кроме того, компания вновь смогла добиться эффекта от оптимизации расходов, снизив себестоимость производства (за год с 1971 до 1742 долл./тонна), что позитивно для прибыльности бизнеса.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русал (МСФО)					
	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Объем реализации алюминия, тыс. тонн	994	854	-14,1	4 203	3 788	-9,9
Себестоимость, долл./тонна	1 971	1 741	-11,7	1 946	1 907	-2,0
Цена алюминия LME, долл./тонна	2 003	1 708	-14,7	2 018	1 845	-8,6
Ср. премия к цене LME, долл./тонна	264	336	27,3	208	271	30,3
	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Выручка	2 682	2 123	-20,8	10 891	9 760	-10,4
Операционный денежный поток	84	81	-3,6	1 092	408	-62,6
% расходы	-191	-194	1,6	-682	-754	10,6
EBITDA	246	173	-29,7	915	651	-28,9
EBITDA margin	9,2%	8,1%	-1,1 п.п.	8,4%	6,7%	-1,7 п.п.
Чистый убыток	49	-169	-	-528	-3 222	510,2
margin	1,8%	отриц	-	отриц	отриц	
	2013	1 кв. 2014	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Активы	20 480	19 268	-5,9	25 210	20 480	-18,8
Денежные средства и эквиваленты	716	552	-22,9	505	716	41,8
Долг	10 825	10 892	0,6	11 334	10 825	-4,5
краткосрочный	1 676	9 943	493,3	931	1 676	80,0
долгосрочный	9 149	949	-89,6	10 403	9 149	-12,1
Чистый долг	10 109	10 340	2,3	10 829	10 109	-6,6
Долг/EBITDA	16,6	18,8		12,4	16,6	
Чистый долг/EBITDA	15,5	17,9		11,8	15,5	

Источники: данные компании, PSB Research

Русал продолжил оптимизацию затрат и заметно снизил себестоимость производства...

Давление на финансы со стороны значительного долга сохраняется...

Тем не менее, основной проблемой для Русала остается значительный долг (10,89 млрд долл.), обслуживание которого оказывает заметное давление на финансы (процентные выплаты за 3 мес. составили 194 млн долл.). Отметим, что в 1 кв. 2014 г. размер долга компании в отчетном периоде практически не изменился, а метрика Чистый долг/EBITDA по-прежнему зашкаливала, составив 17,9х против 15,5х по итогам 2013 г. Ухудшение метрик произошло на фоне снижения EBITDA в отчетном периоде.

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

Неразрешенным остается вопрос рефинансирования короткого долга...

Долгосрочный долг 8,7 млрд долл. в отчетности был отражен в разделе краткосрочный...

Русла продолжает переговоры по пролонгации предэкспортного кредита...

До 7 июля 2014 г. действует режим forbearance по кредитам...

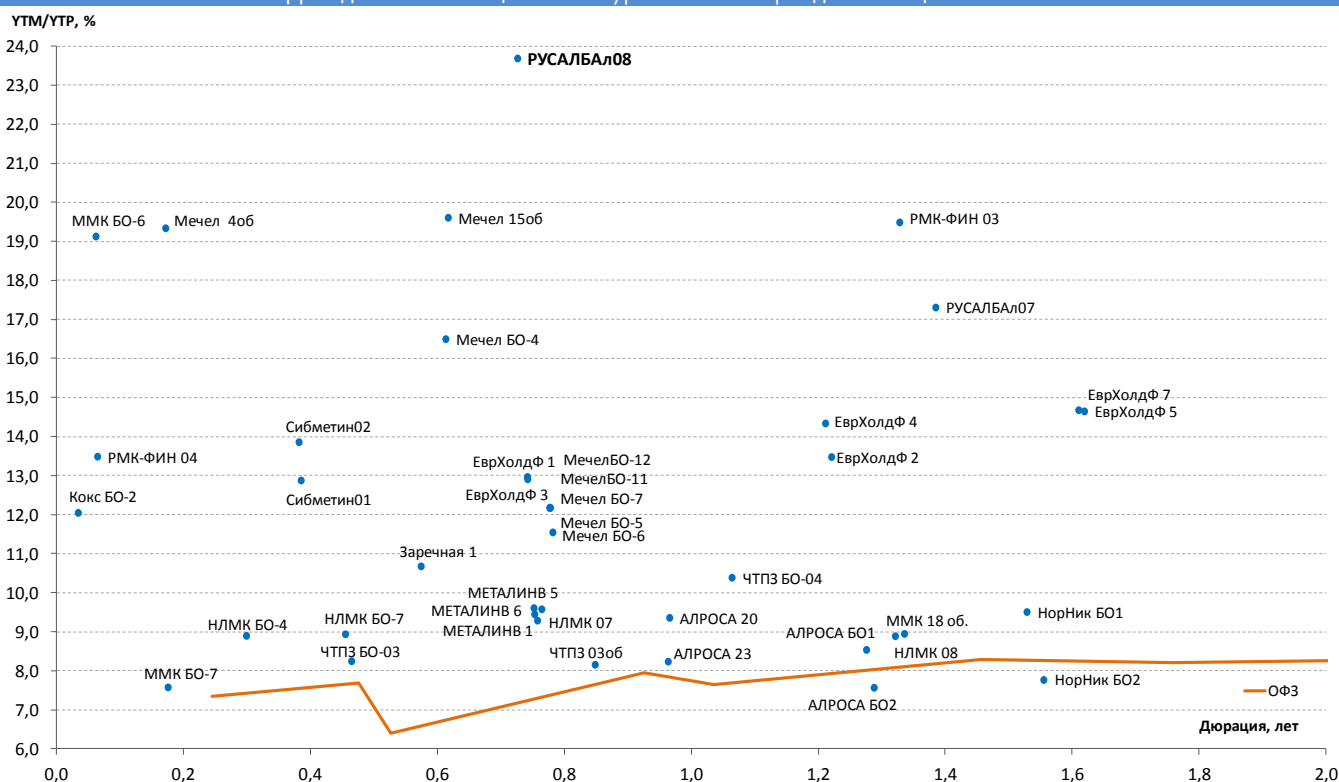
Облигации Русал-Братск оВ будут под давлением...

Обращаем внимание, что из-за нарушений ковенант по предэкспортному кредиту большая часть долгосрочного долга Русала в отчетности (8,7 млрд долл.) попала в раздел краткосрочной, составив более 90% всех кредитов и займов или 9,94 млрд долл. при запасе денежных средств на счетах 552 млн долл. Безусловно, риски рефинансирования короткой долга по-прежнему являются ключевой угрозой для кредитного профиля компании.

Напомним, Русал ведет переговоры с банками-кредиторами по пролонгации данного долга, а в настоящее время действует режим forbearance (отсрочки выплат и нетестировании ковенантов, отказа требований по синдицированным кредитам), который продлится до 7 июля. Вместе с тем, в СМИ появлялась информация, что трудности у Русала возникли с китайским China Development Bank, но уже в мае стало известно, что с банком из Поднебесной удалось договориться, а основные трудности в переговорах имеются с европейскими банками – Natixis, BNP Paribas и Royal Bank of Scotland (сумма долга перед банками 350 млн долл.). В свою очередь, компания рассчитывает в ближайшее время достичь договоренности с кредиторами, урегулировав задолженность, в ином случае возможны кросс-дефолты по другим кредитам. Ранее Русал смог договориться о пролонгации кредитов с российскими банками (Сбербанком, ВТБ, Газпромбанком) на общую сумму 5,6 млрд долл.

Таким образом, неразрешенный вопрос рефинансирования краткосрочной задолженности остается ключевым моментом для кредитного профиля Русала, поэтому облигации эмитента будут оставаться под серьезным давлением, по крайней мере, до урегулирования долга.

Доходности облигаций металлургических и горнодобывающих компаний



Александр Полютов

Кредитный комментарий

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

14 мая 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.