

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Мечел (Вз/-/-) планирует продать Bluestone до конца 2013 года.

ЕвроХим (-/ВВ/ВВ): итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО.

ОТР Group и ОПТ-Банк (Ва2/-/ВВ) – итоги по МСФО.

Мечел (Вз/-/-) планирует продать Bluestone до конца 2013 года.

Мечел планирует продать американскую угольную компанию Bluestone в рамках своей стратегии оздоровления бизнеса за счет продажи непрофильных и нерентабельных активов. Bluestone с объемом производства угля в 3,6 млн тонн и выручкой в 193 млн долларов в 2012 году не генерировал прибыли из-за низких цен на уголь, из-за чего и попал в список на продажу. На наш взгляд, данное решение является правильным для Мечела в текущей ситуации, где компании необходимо снижать высокую долговую нагрузку. Данная новость может несколько уменьшить давление на котировки бондов Мечела.

Мечел планирует продать Bluestone

Комментарий. Мечел планирует продать американскую угольную компанию Bluestone до конца 2013 года. Кроме продажи актива также рассматривается возможность обмена Bluestone на акции другой компании или создание СП с заинтересованной стороной. Компания Bluestone, с объемом производства угля в 3,6 млн тонн (13% от объемов Мечела за 2012 год) и выручкой в 193 млн долларов в 2012 году (1,7% от выручки Мечела) не генерировала прибыли из-за низких цен на уголь, из-за чего и попала в список на продажу. Стоит вспомнить, что покупалась Bluestone за 1,5 млрд долл. в 2009 году на позитивных ожиданиях роста стоимости угля, однако теперь, учитывая текущие цены на уголь, будет продана в несколько раз дешевле, при этом вместе с компанией Мечел сможет избавиться и от принадлежащих ей 132 млн долларов долга. Трудностей с продажей может добавиться и оттого, что Мечел не единственный, кто хочет избавиться от нерентабельного актива, и аналогичных предложений может быть не мало.

...из-за убыточности компании в силу низких цен на уголь

Как ранее заявляла компания, важным для нее является оздоровление бизнеса за счет концентрации на тех предприятиях, где уже есть конкурентное преимущество, а также снижение высокой долговой нагрузки.

Вырученные средства пойдут на погашение высокого долга...

На наш взгляд, данное решение является правильным для Мечела в текущей ситуации, так как долговая нагрузка Мечела находится на очень высоком уровне. Однако мы не ожидаем какого-либо ощутимого влияния на доходности облигаций Мечела, так как данная продажа позволит выручить лишь несущественную сумму. Чистый долг на 1 квартал 2013 года составил более 9 млрд долл., а операционный денежный поток за 2012 год составил лишь 1,3 млрд долл. При этом в 2013 и 2014 годах компании предстоит погасить более 5 млрд долл. долга.

...однако компания вряд ли сможет выручить существенную сумму за Bluestone

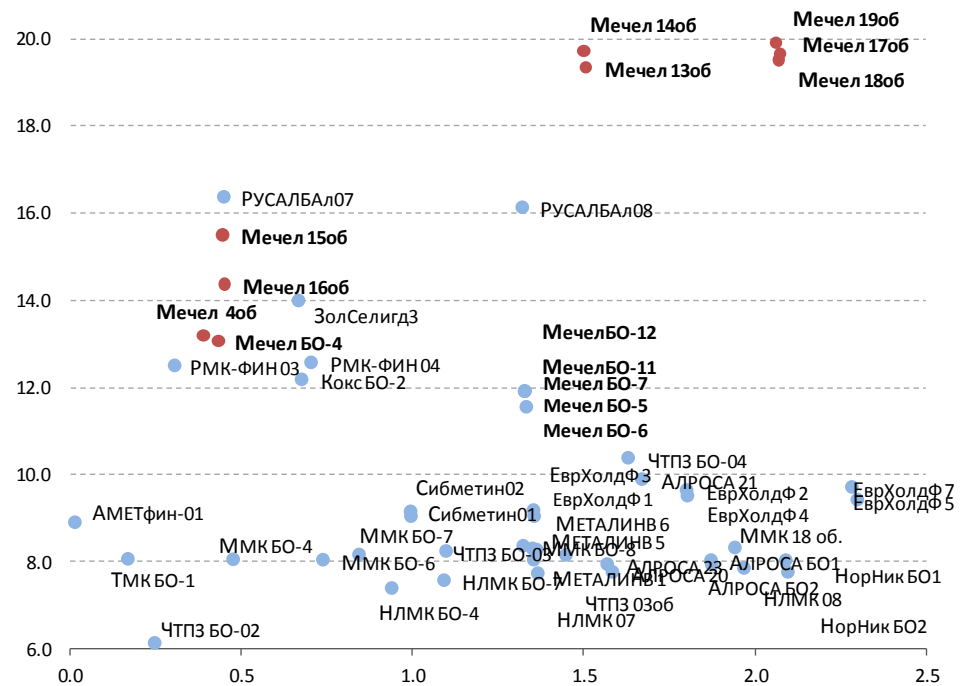
Облигации Мечела низколиквидны и показывают самую высокую доходность среди металлургических и горнорудобывающих компаний. По некоторым выпускам доходность к погашению достигает 20% при дюрации около 1,6 года.

Таким образом, положительное влияние на доходности минимально

На наш взгляд, данные выпуски могут быть интересны для инвесторов с высоким аппетитом к риску.

16 августа 2013

Облигации металлургического и горнодобывающего секторов

Паламарчук Вадим

ЕвроХим (-/ВВ/ВВ): итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО.

Компания представила умеренные финансовые результаты в условиях не лучшей ценовой конъюнктуры. Долговая нагрузка немного подросла, но осталась в разумных пределах. Риски рефинансирования короткой части незначительны. Облигации ЕвроХима серий 02 и 03 неликвидные, евробонд EuroChem-17 может оказаться под давлением из-за роста уровня долга и сохраняющихся негативных ценовых тенденций в отрасли.

Выручка показала рост за счет объемов продаж при слабых ценах на продукцию...

Комментарий. ЕвроХим представил умеренные финансовые результаты за 2 кв. и 1 пол. 2013 г. по МСФО, что в свете слабой ценовой конъюнктуры на продукцию отражает общие тенденции в секторе.

Так, выручка выросла за 6 мес. 2013 г. на 10,5% (г/г) главным образом благодаря росту объема продаж в сегменте азотных удобрений («+21%» (г/г)), в то время как в фосфорном сегменте можно было наблюдать некоторое снижение («-9%» без железорудного концентрата). Цена реализации продукции во всех сегментах была довольно слабой, даже несмотря на возросший во 2 кв. спрос на азотные и фосфорные удобрения, впрочем, который был восполнен накопившимися товарными запасами. Негативное влияние на отрасль в целом оказывали слабая покупательская активность Индии из-за ослабления рупии и вероятность экспорта значительных объемов карбамида из Китая в азотном сегменте. По мнению менеджмента компании, давление на цены на удобрения будет сохраняться вслед за снижением цен на сельскохозяйственную продукцию на фоне ожиданий высокого урожая.

Прибыльность бизнеса снизилась на фоне негативных ценовых тенденций...

Прибыльность бизнеса ЕвроХима в 1 пол. 2013 г. в свете слабых ценовых тенденций снизилась: показатель EBITDA сократился на 9% до 808 млн долл., EBITDA margin составила 27,2% («-7,8 п.п.» (г/г)). При этом поддержку рентабельности оказал рост доли в продажах фосфорного сегмента железорудного концентрата, экономия на электроэнергии за счет ввода дополнительных генерирующих мощностей для собственных нужд. Операционный денежный поток ЕвроХима сократился на 17,8% до 593 млн долл. на фоне снижения операционной прибыли компании.

Долговая нагрузка ЕвроХима за 6 мес. 2013 г. возросла, но осталась в разумных пределах: размер долга прибавил на 4,6% до 3,41 млрд долл. к 2012 г., а метрика Долг/EBITDA

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

16 августа 2013

Уровень долга подрос – Чистый долг/ЕБИТДА составил 1,9х против 1,7х в 2012 г....

составила 2,3х против 2,1х в 2012 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 1,9х против 1,7х соответственно. Не исключено, что рост уровня долга может продолжиться из-за давления на финансы компании неблагоприятных ценовых тенденций, а также сохранения объема реализации программы сарех порядка 1 млрд долл. как в 2013 г., так и в 2014 г. (в основном проектов в калийном сегменте).

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ЕвроХим (МСФО)		
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %
Выручка	2 535	2 967	17,0
Операционный денежный поток	721	593	-17,8
ЕБИТДА	888	808	-9,0
ЕБИТДА margin	35,0%	27,2%	-7,8 п.п.
Чистая прибыль	545	214	-60,7
margin	21,5%	7,2%	-14,3 п.п.
	2012	1 пол. 2013	Изм. %
Активы	7 811	7 645	-2,1
Денежные средства и эквиваленты	629	549	-12,8
Долг	3 258	3 407	4,6
краткосрочный	224	680	203,4
долгосрочный	3 034	2 727	-10,1
Чистый долг	2 629	2 858	8,7
Долг/ЕБИТДА	2,1	2,3	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,7	1,9	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Короткая часть долга выросла в 3 раза к 2012 г. до 680 млн долл., но риски рефинансирования невысокие ...

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%. Мы считаем, что ЕвроХим сможет безболезненно рефинансировать оставшуюся краткосрочную часть долга за счет новых заимствований. Что касается инвестиций компании в 2013 г. (порядка 1 млрд долл.), то они вполне могут быть покрыты операционным потоком, как это было в 1 пол. (инвестиции за 6 мес. составили порядка 470 млн долл.).

Облигации ЕвроХим серий 02 и 03 неликвидные, евробонд EuroChem-17 может оказаться под давлением ...

Облигации ЕвроХим серий 02 и 03 неликвидные и вряд ли возможна реакция в котировках на публикацию отчетности. Евробонд EuroChem-17 (YTM 5,713%/3,67 г.), на наш взгляд, может оказаться под давлением из-за роста долга, а также учитывая не лучшие ожидания менеджмента ценовых тенденций на рынке удобрений.

Александр Полютков

OTP Group и ОПТ-Банк (Ba2/-/BB) – итоги по МСФО.

Высокие темпы роста просрочки и снижения капитала заставят инвесторов поволноваться. Ждем итогов непосредственного самого OTP Банка по МСФО. Бумаги на текущих уровнях смотрятся неинтересно.

ОТП Банк занимает второе место в сегменте POS-кредитования (по собственным оценкам) и 7 место на рынке кредитных карт...

Комментарий. OTP Group представила инвесторам итоги за 1 полугодие по МСФО. За 6 месяцев 51,8 млрд HUF (7,5 млрд руб.) против 53,9 млрд HUF (7,7 млрд руб.) годом ранее. NIM во втором квартале снизился до 6,2% против 6,3% годом ранее. Уровень NPL (90+) вырос до 20,8% против 18,8% на конец первого полугодия прошлого года.

Однако наибольшее внимание притягивает российское подразделение в структуре Группы, с учетом усилившихся рисков в розничном секторе. Напомним, OTP Банк

Причина ухудшения финансового результата – снижение качества кредитного портфеля...

Особенно интенсивный рост наблюдался в POS-кредитах и кредитных картах.

...NPL (90+) вырос с 14,3% до 20,2% и с 20,0% до 25,8% соответственно...

сравнительно высокий уровень достаточности капитала – 14,5% на 1 июля 2013 года

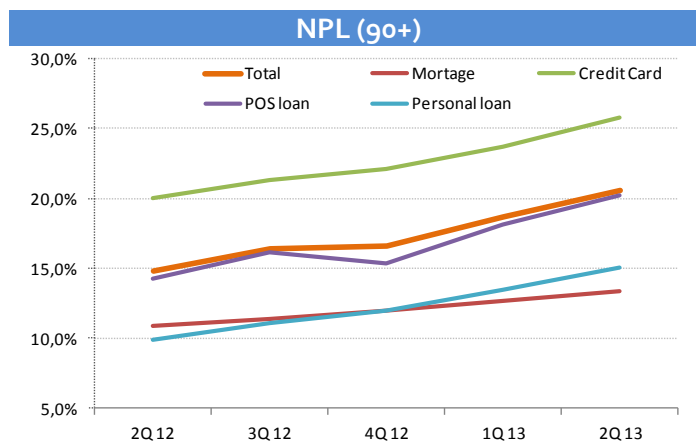
...

занимает второе место в сегменте POS-кредитования (по собственным оценкам) и 7 место на рынке кредитных карт, которые вместе с cash-loans особенно «просели» по росту просроченной задолженности в текущем году.

ОТП Банк, в отличие от недавно предоставившие свои предварительные итоги по МСФО Восточного Экспресса, закончил первое полугодие текущего года с положительным результатом 10,4 млрд HUF (1,5 млрд руб.). Тем не менее, это было более чем в 2 раза ниже, чем за аналогичный период прошлого года - 22,4 млрд HUF (3,2 млрд руб.). При этом кредитный портфель (gross) вырос у-о-у на 34%, совокупный операционный доход увеличился на 16%. Причина ухудшения финансового результата – снижение качества кредитного портфеля. Risk cost rate по кредитам физическим лицам вырос с 11,7% по итогам 2 квартала 2012 года до 14,7% во 2 квартале текущего года. Особенно интенсивный рост наблюдался в POS-кредитах и кредитных картах. Если мы посмотрим на приведенный ниже график уровня NPL (90+), то увидим, что ухудшения качества кредитного портфеля по данным сегментам было особенно интенсивным: NPL (90+) вырос с 14,3% до 20,2% и с 20,0% до 25,8% соответственно. Сами по себе высокие значения Кредитная организация объясняет отсутствием списаний по портфелям в последние годы и накоплением неработающих кредитов на балансе. Тем не менее, учитывая, что NPL (90+) не покрыт резервами в полном объеме (98,4% и 95,2%), потенциальные убытки в дальнейшем будут зависеть от успехов от организованных Эмитентом процедур истребования просроченной задолженности.

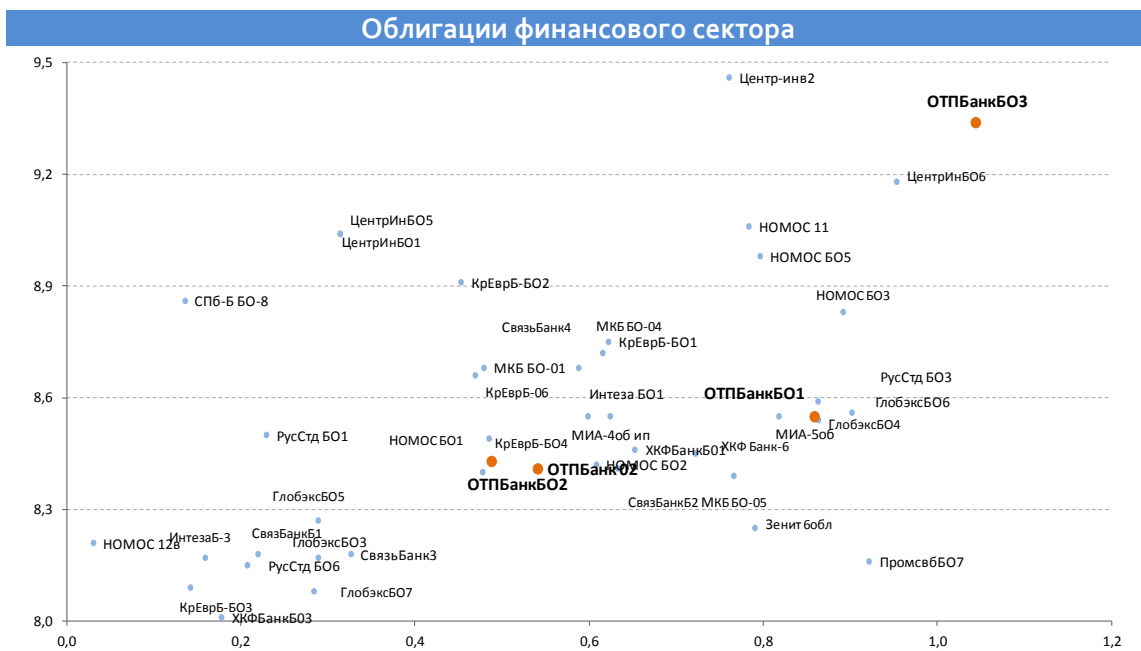
Из представленного нами 31 июля 2013 года обзора было видно, что ОТП Банк заметно выбивается из общей картины по показателям просроченной задолженности. Тем не менее, нельзя было не обратить внимание и на сравнительно высокий уровень достаточности капитала – 14,5% на 1 июля 2013 года. Для примера: Кредит Европа Банк – 14,4%, ХКФ-Банк – 14,0%, КБ Восточный – 11,7%. Таким образом, отчасти риски Банка смягчаются имеющимся запасом прочности. Однако учитывая, что на 1 января 2013 года Н1 был на уровне 16,34%, то темпы его снижения при ухудшении конъюнктуры вызывают некоторую тревогу.

В настоящее время у ОТП Банка обращается на российском долговом рынке 4 выпуска облигаций. Причем если займы серии 02, БО-01 и БО-02 не оставляют никакой премии к банкам со схожими рейтингами, в частности к ХКФ-Банку (Ваз/BB), что, на наш взгляд, с учетом предварительных данных по 1 полугодю 2013 года, не делает их интересными для покупки, то выпуск серии БО-03 смотрится привлекательнее на уровне доходности последних сделок. Впрочем, в ноябре прошлого года заем практически полностью был выкуплен с рынка и, видимо, не был возвращен на рынок, что подтверждает его слабая ликвидность, поэтому обозначенные уровни YTM вряд ли можно назвать репрезентативными.



Источник: данные OTP Group

16 августа 2013



Елена Федоткова

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.