



Утренний Express-О

20 августа 2013 г.

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Moody's понизило рейтинг Распадской (B2/-/B+) с «B1» до «B2».



Нижегородская область (Ba2\*/-/BB-): первичное предложение.

Moody's понизило рейтинг Распадской с «B1» до «B2», прогноз «Негативный».

Эксперты Moody's ожидают ухудшения финансового положения Распадской на фоне слабости цен на уголь в перспективе 1-1,5 года. Евробонд Raspadskaya-17 попал под распродажи, но поддержку выпуску может оказать наличие рейтинга от Fitch на уровне «B+».

**Ключевой повод для снижения рейтинга негативная конъюнктура на рынке угля...**

**Вместе с тем, структура долга является комфортной...**

**Распадская стратегический актив Евразы...**

**Фокус на отчетность за 2 полугодие.**

**Спрэд между бумагами Распадской и Евразы в 100 б.п. повод для покупок...**

**Комментарий.** Агентство Moody's Investors Service в понедельник снизило корпоративный рейтинг ОАО «Распадская» с «B1» до «B2». Прогноз рейтинга пересмотрен со «Стабильного» на «Негативный». Рейтинговое действие отражает ожидания Moody's сохранения слабости цен на уголь, которое продолжит отрицательно влиять на финансовые показатели компании в следующие 12-18 месяцев. По оценкам экспертов агентства, переизбыток предложения в сегменте металлургического угля сохранится еще как минимум несколько кварталов.

При этом агентство отмечает ряд положительных моментов, среди которых отмечает комфортную ликвидную позицию, в том числе добавляет, что ближайшее погашение долга предстоит компании в декабре 2015 года. Также среди положительных моментов кредитного профиля агентство отмечает, низкий уровень себестоимости продукции по сравнению с другими производителями, а также стратегическую значимость для основного акционера – Евраз Холдинг.

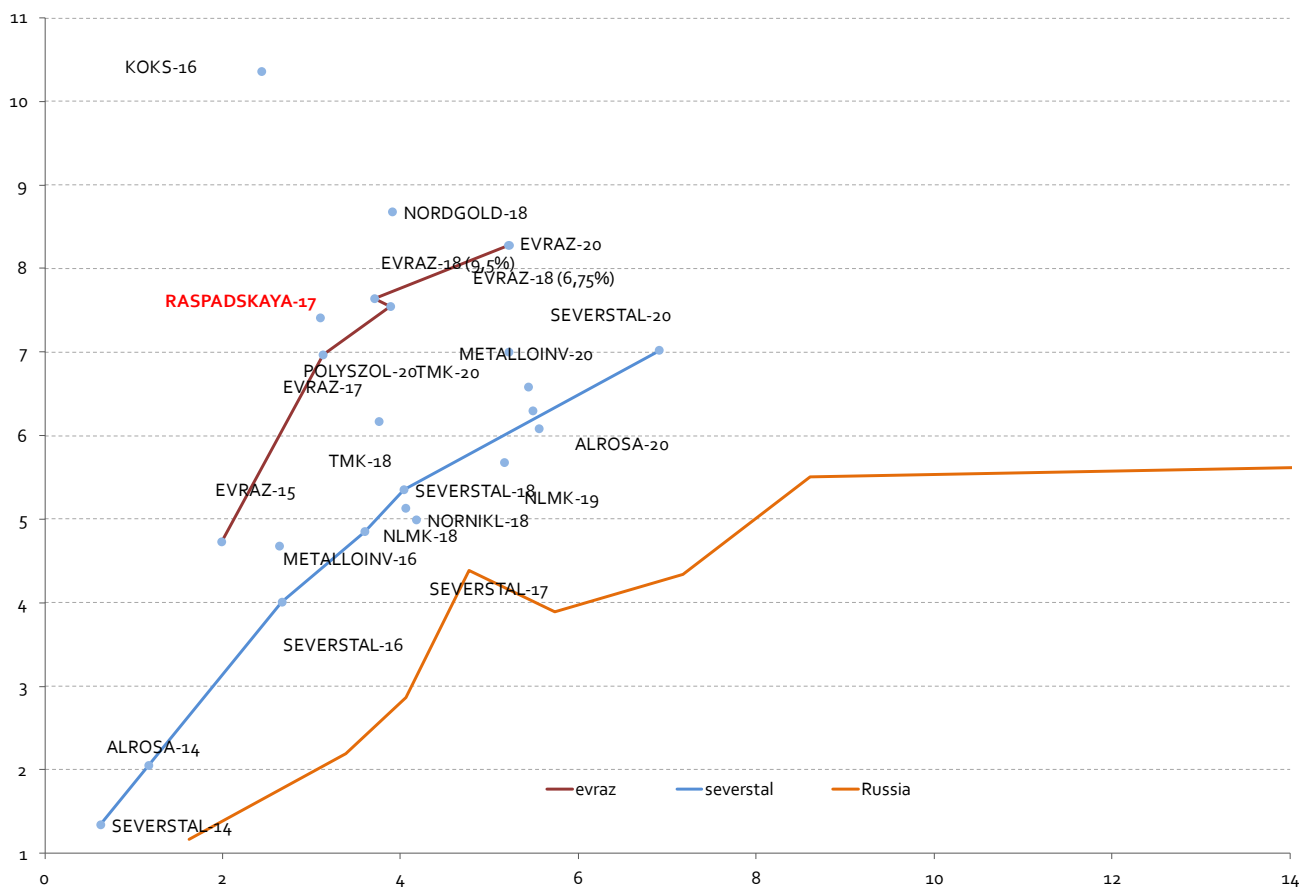
Последняя доступная отчетность Распадской за 2012 свидетельствует о довольно негативной динамике в показателях компании. Так, EBITDA по сравнению с прошлым годом сократилась на 56%, а EBITDA margin сократилась с 35% до 16%. При этом соотношение Net Debt/EBITDA составило 3,1х. Операционные результаты за второй квартал также пока не радуют. Согласно опубликованным операционным данным ситуация также довольно негативная для кредитного профиля компании. Добыча за второй квартал сократилась на 25% по сравнению с первым кварталом.

Тем не менее, по нашему мнению, одним из ключевых факторов является структура долга с погашением лишь в конце 2015 года. При этом мы не считаем, что вероятность дальнейшего понижения рейтинга достаточно высока. В целом внимание должен быть сфокусировано на публикации отчетности компании 22 августа.

Бумаги Распадской отреагировали ожидаемо негативно на новость, однако движения в целом не сильно отличались от общего тренда. Так, бонд Raspadskaya-17 в течение дня достигал отметки в 100% в то время как закрытие пятницы проходило на уровне в 101,5%. Доходность бонда достигала вчера 7,74%, в то время как Evraz-17 торговался с доходностью 7,08%. Мы считаем, что спрэд между бумагами ближе к 100 б.п. является поводом для покупок бумаг Распадской.

**Голубев Игорь**

## Карта доходности еврооблигаций – металлургия/добывающий сектор



## Нижегородская область (Ва2\*/-/BB-): первичное предложение.

Размещение облигации традиционно будет иметь повышенный интерес у инвесторов, учитывая кредитный профиль заемщика. Бумаги могут представлять интерес с доходностью от 8,8% годовых.

\*по нац. валюте

**Область предлагает 7-летние бонды с купоном 8,5-8,7% годовых...**

**Кредитное качество региона умеренное...**

**Комментарий.** Нижегородская область планирует 26 августа 2013 г. разместить 7-летние облигации серии 34009 объемом 10 млрд руб. Сбор заявок на бонды пройдет с 19 по 20 августа. Ориентир ставки 1 купона находится в диапазоне 8,5-8,7% годовых, что соответствует доходности порядка 8,8-9,0% годовых при дюрации 3,6 г. Выпуск имеет амортизационную структуру погашения номинала.

Нижегородская область обладает средним уровнем кредитного качества. У региона крупный по размеру бюджет (в 2013 г. запланировано 106,5 млрд руб.), а также весомая доля собственных доходов – за 6 мес. 2013 г. на нее приходилось 82,6% всех доходов, а по итогам 2013 г. ожидается 86,8% или 92,4 млрд руб. При этом за 1 пол. 2013 г. исполнение бюджета по собственным доходам составило 44%, что было на уровне ниже среднего от запланированного. Отметим, что, как по многим субъектам РФ, у Нижегородской области наблюдается снижение поступлений от налога на прибыль организаций («-4%» до 12,6 млрд руб. к 1 пол. 2012 г.) на фоне общего замедления экономики в стране. В то же время второй по важности налог – НДФЛ демонстрирует неплохую динамику («+10,9%» до 12,7 млрд руб.).

Напомним, что ключевыми отраслями экономики Нижегородской области являются нефтепереработка и химическая промышленность, машиностроение и

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

20 августа 2013

металлообработка. Причем, последние относятся к разряду циклических секторов экономики, что может сказываться на налоговых поступлениях в региональный бюджет (в кризисный 2009 г. сокращение собственных доходов составило порядка 16-17%). Размер ВРП региона в 2012 г. оценочно составил 819,5 млрд руб., при этом в 2011 г. ВРП был в размере 770 млрд руб., что обеспечило области 15 место среди субъектов РФ.

Ключевые бюджетные показатели	6м2012	6м2013	Изм. %	2013П	Испол-е %
Доходы	49,6	49,4	-0,5	106,5	46,4
Соб.доходы	38,5	40,8	6,0	92,4	44,1
Налог на прибыль	13,1	12,6	-4,0	n/a	-
НДФЛ	11,4	12,7	10,9	n/a	-
Соб.доходы/Доходы	77,5%	82,6%	5,1 п.п.	86,8%	-
Безвозмездные перечисления	11,2	8,6	-23,0	14,1	60,9
Расходы	52,4	52,9	0,8	118,5	44,6
Дефицит/профицит	-2,8	-3,5	23,9	-12,1	-
млрд руб.	2012	6м2013	Изм. %	2013П	Изм. %
Госдолг	45,8	41,7	-8,8	55,2	32,1
Госдолг/Соб.доходы	58,0%	51,4%	-11,4	59,7%	8,3 п.п.

Источники: данные Минфина Нижегородской области, расчеты Промсвязьбанка

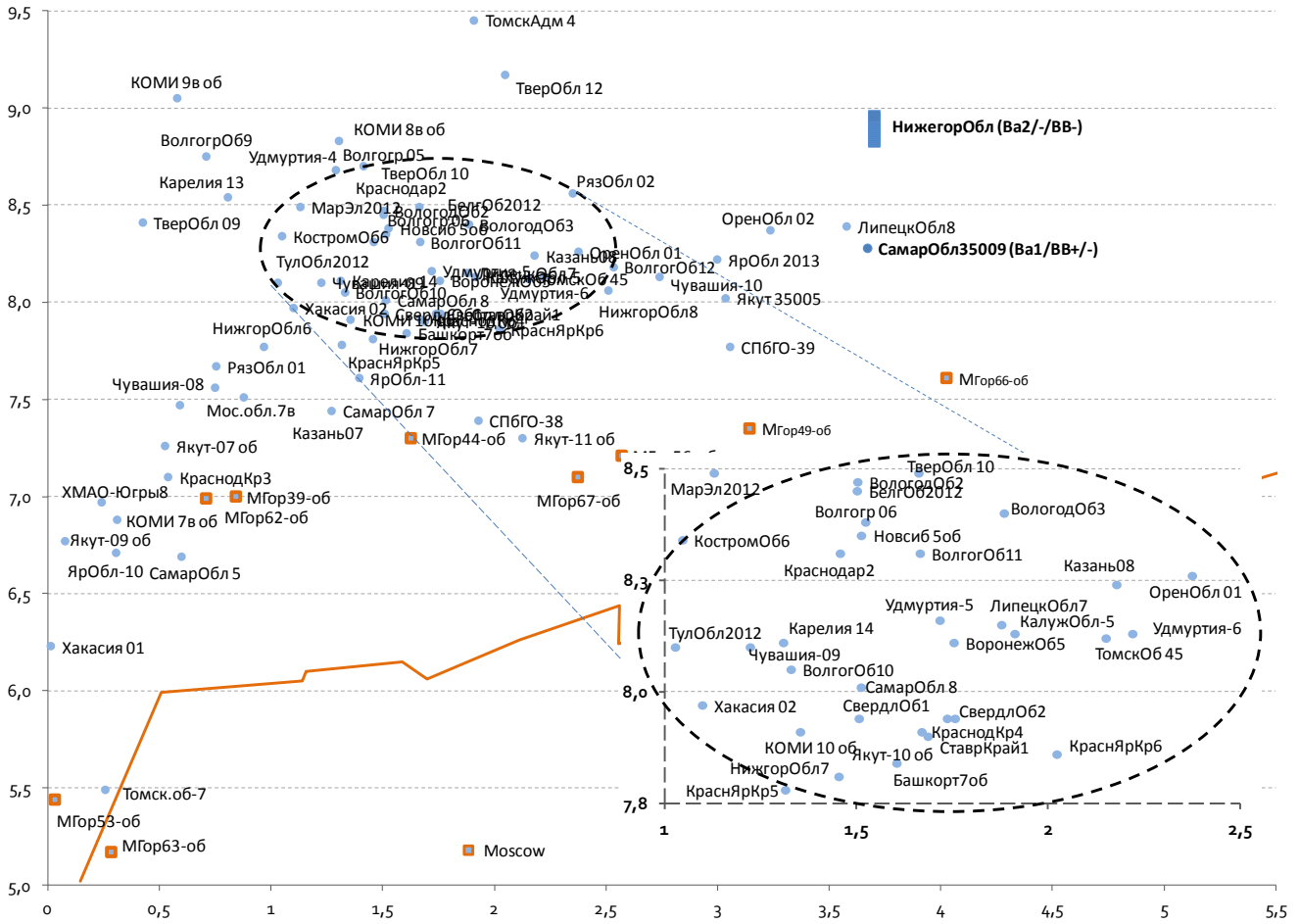
Что касается долговой нагрузки Нижегородской области, то она была довольно высокой и превышала традиционную для субъектов РФ отметку в 50% от собственных доходов. Так, по итогам 1 пол. 2013 г. Госдолг к Собственным доходам составил 51,4%, а на конец года, согласно проекту бюджета, отношение может уже приблизиться к 60% или 55,2 млрд руб. Вместе с тем, Нижегородской области во 2 пол. 2013 г. и в 2014 г. предстоят крупные погашения – 14 млрд руб. и 13 млрд руб. соответственно. Преимущественно это короткие банковские кредиты, а также амортизационные погашения облигаций. Мы положительно оцениваем намерение региональных властей заместить короткие заимствования длинным 7-летним выпуском облигаций, который сделает временную структуру более сбалансированной.

В настоящее время у Нижегородской области в обращении находится 3 облигационных займа, при этом более ликвидным является старший выпуск серии 34008 (YTM 8,15-8,20%/991 дн.), который несет премию к кривой ОФЗ порядка 180-185 б.п. кроме того, в августе состоялось размещение 7-летних облигаций Самарской области (Ва1/ВВ+/-) серии 35009, которое прошло с доходностью 8,4% годовых (сейчас YTM 8,28%). Мы считаем, что премии за разницу в рейтингах регионов на 2 ступени на уровне 50 б.п. вполне достаточно. Таким образом, индикатив доходности 8,8-9,0% годовых по новым бумагам вполне может быть интересным уже от нижней границы индикатива – с доходностью от 8,8% годовых..

**Александр Полютков**

**Выпуск интересен с доходностью от 8,8% годовых...**

Карта доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



Кредитный комментарий

Кредитный комментарий

Кредитный комментарий

## 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 &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

## РУКОВОДСТВО

<b>Николай Кашеев</b>	Директор департамента	<a href="mailto:KNI@psbank.ru">KNI@psbank.ru</a>	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	--	---------------

## НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

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

## НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

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