

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Группа ВЭБа продолжает занимать на рынке: сразу после ВЭБа на первичный рынок вышел Глобэкс банк (-/BB-/BB).

Газпром нефть (Ваа2/BBB-/BBB) увеличит инвестпрограмму на 32% в 2014 г.

Уралкалий (Ваа3/BBB-/BBB-): итоги 9 мес. 2013 г. по МСФО.

Группа ВЭБа продолжает занимать на рынке: сразу после ВЭБа на первичный рынок вышел Глобэкс банк (-/BB-/BB).

Ориентиров по Глобэкс банку у нас пока нет, однако традиционно Эмитент предлагает 110-120 б.п. к госбанкам. Наиболее ликвидным выпуском, который может служить ориентиром, выступает заем серии БО-04. Очевидно, премия сохранится и при текущем размещении, несмотря на последнее снижение рейтинга со стороны S&P. При этом мы ожидаем, что Банк попытается разместить бумаги более «длинной» дюрацией – 2-3 года. То есть с офертой через 2 года или вовсе без нее.

Комментарий. ВЭБ сейчас активно привлекает средства. Так для докапитализации (пока в объеме 200 млрд руб.) в январе следующего года даже планируется внести ряд поправок в законодательство, позволяющих конвертировать часть депозитов Фонда национального благосостояния (ФНБ) в капитал второго уровня банка. Такая потребность не удивительна, учитывая объем накопленных проблем после 2008-2009 года и необходимость реструктуризации кредитов, выданных в рамках подготовки к Сочи-2014. На 1 июля капитал ВЭБа составил 599,5 млрд руб. или 19,2% валюты баланса. Видимо, этого недостаточно: по данным СМИ, до 2020 года ВЭБу требуется докапитализация и выкуп активов на 1 трлн руб.

Привлекаются средства и с долговых рынков. В соответствии с уже согласованными ключевыми параметрами бюджета госкорпорации на 2014 год, с долговых рынков в следующем году планируется привлечь порядка 4,5 млрд долл. (150 млрд руб.), причем всего 30 млрд руб. в рублях, а остальное – в валюте. Несмотря на внушительную на первый взгляд цифру, это не так уж и много. В 2013 году, по нашим подсчетам, с рынка было привлечено более 190 млрд руб., включая текущее размещение. Из них более 80 млрд руб. в рублях, остальное – в долларах США.

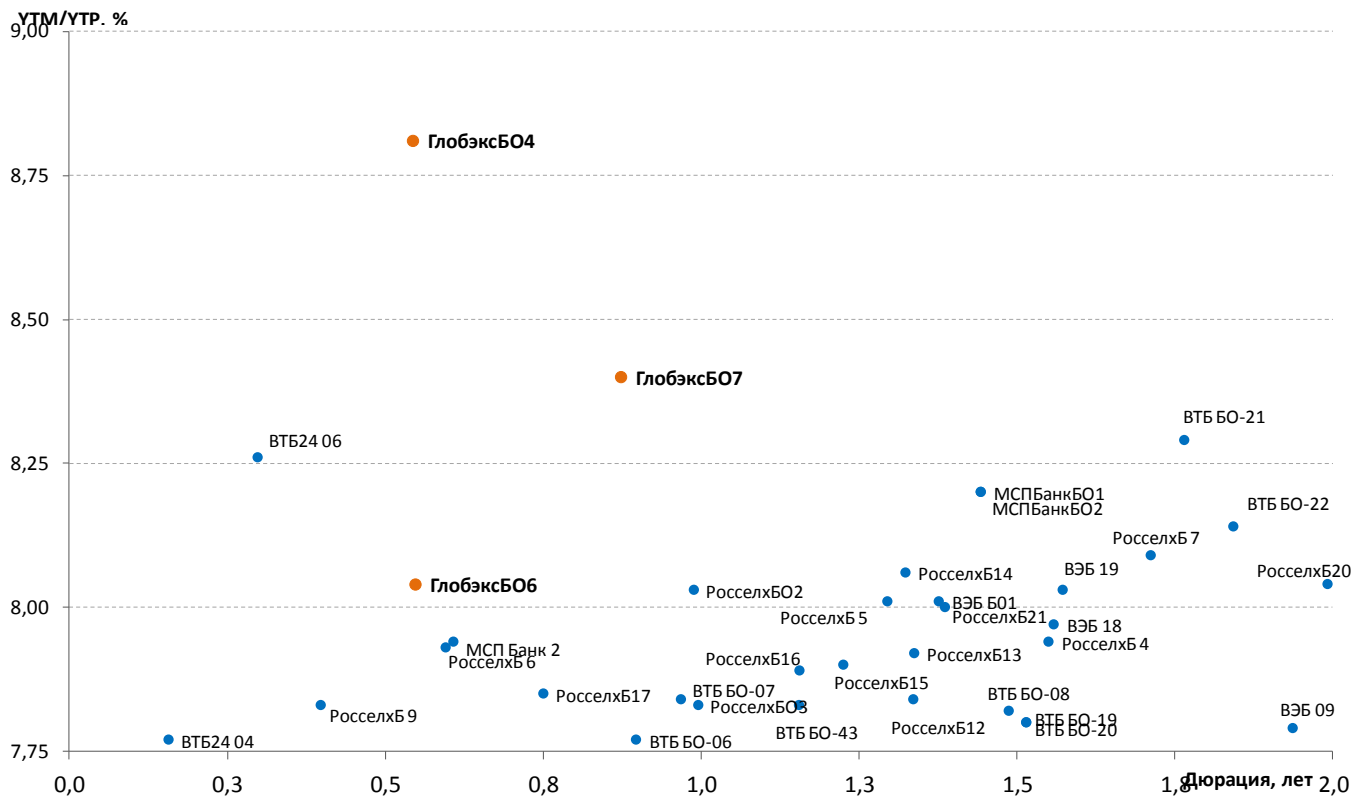
Тем не менее, в текущем году привлечения еще не закончены. Напомним, что вчера довольно успешно провел сбор заявок ВЭБ по облигациям серии БО-04 объемом не менее 10 млрд руб. (максимальный объем – 20 млрд руб.), в результате которого купон был определен на уровне 8,4% годовых (доходность - 8,67% годовых), то есть ближе к нижней границе первоначального диапазона.

Занимают и «дочки» ВЭБа: вчера же Глобэкс банк раскрыл информацию, что 23 декабря одним днем проведет сбор заявок на биржевые облигации серии БО-09 номинальным объемом 5 млрд руб. Ориентиров пока нет, однако традиционно Глобэкс предлагает 110-120 б.п. к госбанкам. Наиболее ликвидным выпуском, который может служить ориентиром, выступает заем серии БО-04. Очевидно,

20 декабря 2013

премия сохранится и при текущем размещении, несмотря на последнее снижение рейтинга со стороны S&P. При этом мы ожидаем, что Банк попытается разместить бумаги более «длинной» дюрацией – 2-3 года. То есть с офертой через 2 года или вовсе без нее.

Карта доходностей: облигации финансового сектора



Елена Федоткова

Газпром нефть (Ваа2/ВВВ-/ВВВ) увеличит инвестпрограмму на 32% в 2014 году.

«Газпром нефть», как и планировалось ранее, собирается увеличить инвестиционную программу на 2014 год на 32%. При этом в 2013 году планируется освоить 210 млрд рублей. На наш взгляд данная новость является нейтральной для облигаций компании, так как компания обладает сильным кредитным профилем и низкой долговой нагрузкой. В случае нехватки собственного операционного денежного потока в 2014 году компания сможет с легкостью занять деньги посредством облигаций или кредитных линий.

«Газпром нефть» как и планировалось ранее, собирается увеличить инвестиционную программу на 2014 год на 32% (до 278 млрд рублей).

Комментарий. «Газпром нефть» как и планировалось ранее, собирается увеличить инвестиционную программу на 2014 год на 32% (до 278 млрд рублей) по сравнению с текущим годом. При этом в 2013 году планируется освоить 210 млрд рублей. Ранее компания заявляла, что не планирует существенно снижать инвестпрограмму в 2013 году относительно намеченного плана - \$7,5 млрд. «Газпром нефть» аргументирует снижение затрат по сравнению с утвержденным бизнес-планом переносом сроков аукционов по месторождениям нераспределенного фонда.

В 2014 году около трети капиталовложений предполагается направить на инвестиции в проекты по разведке и добыче в традиционных регионах присутствия.

На наш взгляд данная новость является нейтральной для кредитного профиля компании и, соответственно, для ее облигаций, так как «Газпром нефть» обладает

20 декабря 2013

На наш взгляд данная новость является нейтральной для кредитного профиля компания и, соответственно, для ее бондов, так как «Газпром нефть» обладает сильным кредитным профилем и низкой долговой нагрузкой.

сильным кредитным профилем и низкой долговой нагрузкой. Операционный денежный поток в 2012 году составил 231 млрд рублей при капзатратах размером 160 млрд рублей в 2012 году и 210 млрд рублей, запланированных на 2013. Согласно отчетности МСФО за 9M2013 года, показатель Чистый Долг/LTM EBITDA составил всего лишь 0,66X, соответственно, в случае нехватки собственного операционного денежного потока, например, в 2014 году, компания сможет с легкостью занять деньги через бонды или кредитные линии.

Ключевые финансовые показатели, млрд руб	Газпромнефть (МСФО)		
	9M2012	9M2013	Изм. %
Выручка	914	938	3
Операционный денежный поток	179	220	23
EBITDA скорректированная	220	226	3
EBITDA margin	24%	24%	-
% расходы	8	9	13
Чистая прибыль (убыток)	141	141	-
margin	15%	15%	-
	2012	9M2013	Изм. %
Активы	1 328	1 453	9.4
Денежные средства и эквиваленты	79	70	-11.4
Долг	243	243	0.0
краткосрочный	77	47	-39.0
долгосрочный	166	196	18.1
Чистый долг	164	173	5.5
Долг/ LTM EBITDA	0.9	0.9	-
Чистый долг/ LTM EBITDA	0.64	0.66	-
EBITDA/% расходы	28.2	25.7	-

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Вадим Паламарчук

Уралкалий (Вааз/ВВВ-/ВВВ-): итоги 9 мес. 2013 г. по МСФО.

Уралкалий по-прежнему демонстрирует снижение показателей на фоне слабеющих цен на хлористый калий и сокращение объемов продаж. Как и ожидалось, стратегия максимальной загрузки мощностей и удержания конкурентно низких цен оказывает влияние на финансовое самочувствие компании. Долг компании за 3 кв. ощутимо вырос, что, вероятно, соответствующим образом отразилось и на кредитных метриках. В то же время у Уралкалия была сильная позиция ликвидности. Евробонд Uralkali-18 может несколько потерять в цене, хотя скорое закрытие акционерной сделки окажет некоторую поддержку котировкам.

Результаты были низкими на фоне снижения цен на хлористый калий и сокращение объемов продаж...

Комментарий. Вчера Уралкалий представил выборочные финансовые показатели за 3 кв. и 9 мес. 2013 г. по МСФО, которые по-прежнему демонстрируют снижение. Так, выручка сократилась на 25% до 2,5 млрд долл. (г/г) на фоне ослабления цен на хлористый калий (экспортные – на 20,9% до 299 долл./тн. из-за слабого спроса в Индии и Китае; внутренние – на 7,5% до 236 долл./тн.) и уменьшения объема продаж (на 9,2% до 6,9 млн тн. при загрузке мощностей на 80% (произведено 7,2 млн тн.)), хотя еще в 1 пол. загрузка была 70%). Для сравнения, Фосагро смог удержать выручку от падения, показав небольшой рост на 0,9% до 2,6 млрд долл.

В 2014 г. Уралкалий ожидает роста спроса на калий...

В 2014 г. Уралкалий ожидает роста спроса на калийные удобрения, прежде всего со стороны США и Европы, а также их устойчивого потребления в Бразилии, Китае, Индии и Юго-Восточной Азии (будет создано СП с Федеральным агентством по развитию земель Малайзии для укрепления продаж), в том числе благодаря более конкурентным ценам. Общий спрос на калий, по оценкам менеджмента Уралкалия, в

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

20 декабря 2013

2014 г. может достичь 58-60 млн тн. против прогнозируемых 53-54 млн тн. в 2013 г.

По итогам 9 мес. 2013 г. Уралкалий не раскрывает данные EBITDA и операционного денежного потока, но учитывая ослабление показателей в 1 пол. 2013 г. (на 39% и 19% соответственно), скорее всего, похожие цифры в динамике можно ожидать и за 9 мес. Тем не менее, за 6 мес. 2013 г. EBITDA margin была на высоком уровне 65%.

Ключевые финансовые показатели млрд долл.	Уралкалий (МСФО)			Фосагро (МСФО)		
	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	3,3	2,5	-25,0	2,5	2,6	0,9
Чистая выручка*	2,8	2,0	-26,7	-	-	-
Операционный денежный поток	n/a	n/a	-	0,7	0,5	-28,4
EBITDA	n/a	n/a	-	0,9	0,6	-28,0
EBITDA margin	-	-	-	34,3%	24,5%	-9,8 п.п.
Чистая прибыль	n/a	n/a	-	0,6	0,3	-53,2
margin	-	-	-	24,1%	11,2%	-12,9 п.п.
	2012	9 мес. 2013	Изм. %	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	14,3	n/a	-	3,8	3,8	-1,2
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	1,7	2,2	32,1	0,3	0,3	-14,5
Долг	3,9	5,8	47,1	1,2	1,5	24,9
краткосрочный	1,1	n/a	-	0,7	0,6	-22,9
долгосрочный	2,8	n/a	-	0,5	0,9	97,7
Чистый долг	2,3	3,6	58,1	0,9	1,2	39,1
Долг/EBITDA	1,7			1,1	1,7	
Чистый долг/EBITDA	1,0			0,8	1,4	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

*выручка за вычетом расходов на ж/д и морские перевозки

Долг вырос – Уралкалий привлекал кредиты в госбанках для рефинансирования короткого долга....

По итогам 9 мес. 2013 г. Уралкалий, похоже, заметно нарастил размер долга, который, по данным компании, достиг 5,8 млрд долл., что выше значения 2012 г. на 47%, и на 45% по итогам 1 пол. 2013 г. Напомним, Уралкалий планировал привлечь 5-летний кредит у VTB Capital в размере до 32,85 млрд руб. (чуть меньше 1 млрд долл.), а также 7-летнюю кредитную линию Сбербанка с лимитом 400 млн долл. для погашения краткосрочного долга.

Одновременно с ростом размера долга у компании усилилась позиция ликвидности – денежные средства на счетах выросли на 32% (к 2012 г.) до 2,2 млрд долл. (или 38% долга). Данные средства наверняка покроют короткий долг Уралкалия (за 9 мес. 2013 г. не раскрывается), который по итогам 1 пол. составлял 1,23 млрд долл. Кроме того, компания вполне сможет выплатить промежуточные дивиденды на сумму 6,5 млрд руб. (около 197 млн долл.). Что касается кредитных метрик, то, по нашим оценкам, по сравнению с 1 пол. 2013 г., когда соотношение Чистый долг/EBITDA составляло 1,5х, метрика могла возрасти до верхней границы в 2х (или чуть выше), на которую ориентировал менеджмент компании. Не исключено, что после погашения краткосрочных кредитов метрики могут улучшиться.

Евробонд Uralkali-18 может оказаться под давлением...

Публикация данных отчетности может оказать некоторое давление на Евробонд Uralkali-18 (4,759%/3,8 г.), в то же время скорое закрытие акционерной сделки (покупка 20% Уралкалия владельцами УралХима, должна состояться до конца 2013 г. – см. наш комментарий от 4.12.2013 г.) может поддержать котировки бумаг.

Александр Полютов

**Контакты:**

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<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

20 декабря 2013

© 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.