

Утренний Express-О

25 октября 2013 г.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Tele2 (-/-/BB+) переводит холдинговую компанию под российскую юрисдикцию. По облигациям будет выпущена обеспечительная оферта на 26 млрд руб.

АЛРОСА (Вааз/BB-/BB) на 100% закрывает книгу заявок на акции в рамках IPO.

Moody's подтвердило рейтинг Уралкалия (Вааз/BBB-/BBB-) на прежнем уровне, прогноз «Негативный».

Tele2 (-/-/BB+) переводит холдинговую компанию под российскую юрисдикцию. По облигациям будет выпущена обеспечительная оферта на 26 млрд руб.

Вчера стало известно, что Группа ВТБ переводит холдинговую компанию Tele2 под российскую юрисдикцию – ООО «Т2 Рус Холдинг» получит контроль над региональными подразделениями Tele2 Russia, а также выпустит обеспечительную оферту по облигациям на общую сумму 26 млрд руб. На наш взгляд, событие скорее нейтральное для бондов Теле2, поскольку сохранится обеспечение, причем от компании, контролирующей операционный бизнес оператора.

Tele2 переводит холдинговую компанию под российскую юрисдикцию...

По облигациям будет выпущена обеспечительная оферта на 26 млрд руб....

Событие скорее нейтрально для бондов Tele2...

Комментарий. Вчера Tele2 объявил о переводе холдинговой компании под российскую юрисдикцию – теперь все дочерние структуры оператора принадлежат ООО «Т2 Рус Холдинг» (контролируется Группой ВТБ). Ранее всеми операционными компаниями владела Tele2 Russia Holding AB (Швеция), которая была приобретена ВТБ в марте 2013 г. у шведской группы Tele2 AB. В рамках изменения юрисдикции весь существующий бизнес Tele2 Россия сохранен в полном объеме, а региональная структура группы изменений не претерпела.

При этом ООО «Т2 Рус Холдинг» выпустит обеспечительную оферту по всем облигациям Теле2-Санкт-Петербург (6 выпусков) на общую сумму 26 млрд руб. в связи с переводом оператора мобильной связи под российскую юрисдикцию. Напомним, ранее по бумагам поручителями по выпуску с безотзывными обязательствами выступали Tele2 Russia Holding AB и Tele2 Financial Services AB.

На наш взгляд, событие скорее нейтральное для бондов Теле2-Санкт-Петербург, поскольку сохранится обеспечение, причем от компании, контролирующей весь операционный бизнес оператора.

Александр Полюттов

АЛРОСА (Ва3/ВВ-/ВВ) на 100% закрывает книгу заявок на акции в рамках IPO.

По данным СМИ, АЛРОСА закрывает на 100% книгу заявок на акции в рамках проводимого IPO, причем, размещение, похоже, пройдет по нижней границе индикатива, то есть на сумму около 1,3 млрд долл. Напомним, что инвесторам было предложено 16% акций: примерно по 7% продадут Росимущество и принадлежащая правительству Якутии компания «РИК плюс», еще 2% – кипрская дочерняя структура АЛРОСА Wargan Holdings Limited. Таким образом, сама компания сможет привлечь порядка 160 млн долл. из 200 млн долл. возможных, согласно ранее обозначенному индикативу. В целом, для кредитного профиля эмитента привлечение любого объема денежных средств позитивный момент, поскольку позволит частично снизить уровень долга и рефинансировать его короткую часть.

АЛРОСА закрывает на 100% книгу заявок в рамках IPO на Московской бирже ...

Инвесторам предложено 16% акций...

Размещение, похоже, пройдет по нижней границе, на сумму 1,28 млрд долл...

В рамках IPO сама АЛРОСА может выручить 160 млн долл...

После IPO доля РФ совместно с Республикой Саха останется значительной (чуть менее 69%)...

Реакция агентств на IPO АЛРОСА, скорее всего, будет нейтральной...

Изменения в бумагах АЛРОСА, вероятно, будут сдержанными...

Комментарий. Газета «Ведомости» сообщает, что АЛРОСА закрывает на 100% книгу заявок на акции в рамках проводимого IPO на Московской бирже, причем, размещение, похоже, пройдет по нижней границе индикатива, то есть на сумму около 1,28 млрд долл. Напомним, что инвесторам было предложено 16% акций: примерно по 7% продадут Росимущество и принадлежащая правительству Якутии компания «РИК плюс», еще 2% – кипрская дочерняя структура АЛРОСА Wargan Holdings Limited. Таким образом, сама компания сможет привлечь порядка 160 млн долл. из 200 млн долл. возможных, согласно ранее обозначенному индикативу.

В целом, для кредитного профиля эмитента привлечение любого объема денежных средств позитивный момент, поскольку позволит частично снизить уровень долга и рефинансировать его короткую часть (см. наш комментарий к [отчетности за 1 пол. 2013 г. по МСФО](#)). Напомним, по итогам 1 пол. 2013 г. размер долга АЛРОСА был 141,6 млрд руб. (около 4,3 млрд долл.), метрика Долг/ЕБИТДА – 2,3х, Чистый долг/ЕБИТДА – 2,1х. При этом короткая часть долга составляла 42,7 млрд руб. (порядка 1,3 млрд долл.). В свою очередь, в сентябре АЛРОСА договорилась с Роснефтью о продаже группы нефтегазовых активов (ЗАО «Геотрансгаз» и ООО «Уренгойская газовая компания») за 1,38 млрд долл. Вырученные средства компания планировала направить на погашение долга, что стало поводом для рейтинговых действий Fitch, которое повысило рейтинг компании на 1 ступень до «ВВ».

Вместе с тем, сокращение доли Росимущества ниже контрольной (до IPO был пакет 50,9256%), вероятно, не приведет к негативным последствиям для кредитного профиля АЛРОСА, поскольку совместно с Республикой Саха (Якутия) 1-/ВВ+/ВВВ-/ доля РФ будет по-прежнему контролирующей (чуть менее 69%) и достаточной для сохранения уровня господдержки компании. Очевидно, мнение агентства Fitch на это счет аналогичное, учитывая последние позитивные рейтинговые действия.

На наш взгляд, изменения в котировках облигаций АЛРОСА на проведение IPO, скорее всего, будут сдержанными, если сравнивать реакцией на недавнее повышение рейтинга агентством Fitch.

Александр Полюттов

25 октября 2013

Moody's подтвердило рейтинг Уралкалия (Вааз/BBB-/BBB-) на прежнем уровне, прогноз «Негативный».

Подтверждение рейтинга «Вааз» отражает ожидания Moody's, что, несмотря на ухудшение финансовых показателей Компании за пределы пороговых значений, установленных для текущего рейтинга в 2013 году, Уралкалий сможет восстановить их в 2014 и 2015 годах. Агентство Moody's считает, что низкая себестоимость, стремление к сокращению доли заемных средств и твердая позиция по ликвидности и впредь будут поддерживать инвестиционный профиль Уралкалия, несмотря на ценовое давление и повышенную волатильность на мировом рынке калийных удобрений.

Такой результат длительного процесса пересмотра рейтингов Уралкалия, о котором Moody's сообщило 1 августа 2013 г., можно рассматривать как позитивную новость. По крайней мере, агентство много говорит о перспективах Компании, что позволяет инвесторам оптимистично смотреть в будущее. Соответственно, мы ждем, что сохранение рейтинга поддержит еврооблигации Уралкалия. Напомним, Uralkali-18 торгуется на уровне YTM_{4,54%} / 4,05 лет.

Комментарий. Moody's ожидает, что на конец 2013 г. левверидж Уралкалия (**Debt adj/EBITDA**) незначительно превысит 3,0х и покрытие долга нераспределенным денежным потоком (**Retained Cash Flow / Debt**) снизится ниже 30%. Это связано с прогнозируемым снижением выручки и рентабельности из-за давления на цены на продукцию Уралкалия. Причины:

1. ослабление экономик регионов-потребителей (таких, как Индия и азиатские страны),
2. нарушение распределения рынка, вызванное разрывом отношений с Белорусской Калийной Компанией;
3. растущее конкурентное давление со стороны North America's Canpotex.

Увеличение кредитного плеча также обусловлено ростом уровня долга во второй половине 2013 г., который превысил 6 млрд долл. (на конец 2012 г.: около 4 млрд долл.). Последнее стало результатом выкупа Уралкалием 188,8 млн. обыкновенных акций у одного из своих миноритарных акционеров на сумму около 1,3 млрд долл.

Moody's ожидает, что финансовые показатели Уралкалия будут восстановлены в 2014 и 2015 году: **Debt adj / EBITDA опустится ниже 2,0х** и **RCF/Debt превысит 40%** на фоне заявлений Уралкалия о новой финансовой политике, в рамках которой показатель **Net Debt / EBITDA должен оставаться на уровне 1,0-2,0х от Debt/Equity - 0,4х**. При этом в свои расчеты Компания закладывает ожидания, что:

1. цены на калий в среднесрочной перспективе будут около \$350/т,
2. Уралкалий работает на полную мощность или в режиме, близком к этому (около 13,3 млн. тонн в 2014 году и около 13,8 млн. тонн в 2015 г.), что должно частично компенсировать снижение цены на калий.

Кроме того, Moody's ожидает, что Уралкалий по-прежнему будет одним из самых низкокзатратных производителей в мире (себестоимость около \$60/т), что позволит ему поддерживать **EBITDA margin выше 50%**. Кроме того Компания приостановит свою программу выкупа акций до улучшения финансовых метрик.

Рейтинги также учитывают:

1. лидирующие позиции Компании на мировом рынке калийных удобрений, с рыночной долей около 17% N1 2013 г.,
2. ее вертикально интегрированную бизнес-модель,
3. доступ к одним из крупнейших в мире запасов калия, со сроком службы более 200 лет при сохранении текущего уровня производства.

Moody's считает, Уралкалий обладает сильными позициями по ликвидности по состоянию на конец Q3 2013 года. Компания, скорее всего, будет генерировать **положительный свободный денежный поток в ближайшие 12 месяцев**, начиная с 3 квартала 2013 года. Это вкпе с денежными средствами (коло 1,5 млрд долл.) и неиспользованных кредитных линий от российских государственных банков (около 3

25 октября 2013

млрд долл.) **будет достаточно, чтобы полностью покрыть потребности компании в обслуживании долга** (приблизительно 2,5 млрд долл.), сарех (600 млн долл.) и средствах на выплаты дивидендов.

«Негативный» прогноз по рейтингу Уралкалия отражает неопределенность:

1. относительно темпов восстановления финансовых показателей Компании до уровней, необходимых для рейтинга «Вааз»,
2. в отношении структуры калийного рынка при потенциально высокой ценовой волатильности после распада БКК и экономическом спаде на развивающихся рынках
3. стратегии полной загрузки производственных мощностей. «Негативный» прогноз также отражает неопределенность относительно возможных изменений в акционерной структуре ОАО «Уралкалий», его стратегии и финансовой политики.

Такой результат длительного процесса пересмотра рейтингов Уралкалия, о котором Moody's сообщило 1 августа 2013 г., можно рассматривать как позитивную новость. По крайней мере, агентство много говорит о перспективах Компании, что позволяет инвесторам оптимистично смотреть в будущее. Соответственно, мы ждем, что сохранение рейтинга поддержит еврооблигации Уралкалия. Напомним, Uralkali-18 торгуется на уровне YTM_{4,54%} / 4,05 лет.

Елена Федоткова

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 Кашеев 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 Полюттов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

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	Volozhev@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

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

25 октября 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.