

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Совкомфлот (Ba1/BB+/BB-): понижение рейтинга от Fitch.

Татарстан (Baaz/-/BBB-): Moody's повысило рейтинг Республике. Ак Барс?

Совкомфлот (Ba1/BB+/BB-): понижение рейтинга от Fitch.

На наш взгляд, новость окажет ограниченное давление на котировки бумаг: стоит отметить, что два других рейтинговых агентства пока держат более высокий уровень рейтинга (разница уже достигла двух ступеней). Однако, несомненно, отношение к обязательствам Компании будет настороженным в силу негативных прогнозов по долговой нагрузке и вероятности рейтинговых действий со стороны Moody's и S&P.

Комментарий. Агентство Fitch понизило рейтинг Совкомфлота с «BB» до «BB-», при этом прогноз рейтинга поставлен «Негативный». Снижение связано с ожиданиями, что показатели Совкомфлота в 2013-2015 годах будут хуже, чем прогнозировалось, в частности это касается величины чистого долга.

Ниже приведены более подробно причины снижения рейтинга:

- В 2012 году **Совкомфлот продемонстрировал более слабые, чем ожидалось, финансовые метрики.** Ожидается, что в 2013-2015 гг. они будут оставаться ниже ранее озвученного прогноза из-за конъюнктуры, объема инвестиций и переносимого IPO. В результате чистый скорректированный леверидж вырастет с 6,8х в 2012 году до 7,2х в 2013 году. Снижение показателя возможно к 2015 году (до 6х и ниже) в основном благодаря планируемому IPO, а также улучшению конъюнктуры.
- **Слабые показатели отрасли:** цены на перевозки в сегменте Совкомфлота останутся низкими в 2013 году, то есть на уровне 2012 года, который был исторически низким, из-за слабого спроса, избытка мощностей и изменения в региональной структуре спроса.
- **Поддержка со стороны государства:** рейтинг Совкомфлота сохраняет «+1» ступень (самостоятельный рейтинг Совкомфлота «B+») за счет сильных стратегических и операционных связей со 100% материнской структурой – Российской Федерацией, несмотря на планируемую частичную приватизацию.

Не добавляют оптимизма и вышедшие в конце прошлой недели и результаты по МСФО за 9 месяцев 2012 года. На фоне медленного восстановления рынка фрахта Компания получила 5,3 млн долл. чистого убытка (без учета немонетарных начислений резерва) против 2,4 млн долл. чистой прибыли годом ранее. Валовая выручка сократилась на 8% - до 960 млн долл., EBITDA снизилась на 10% до 301,7 млн долл.

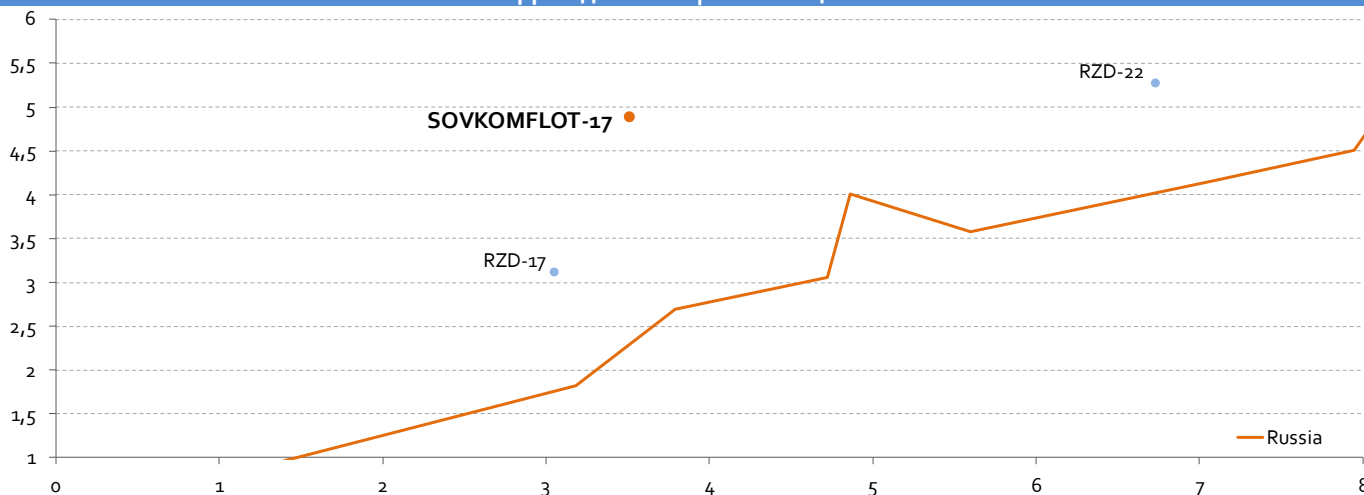
На этом фоне нельзя не отметить и уже продемонстрированный рост долговой нагрузки: показатель Чистый долг / EBITDA вырос с 4,1х на начало текущего года до 4,5х на 1 октября. Судя по отчету рейтингового агентства, в ближайшее время мы будем наблюдать ухудшение показателя.

Напомним, у Совкомфлота обращается выпуск еврооблигаций с погашением в 2017 году. На наш взгляд, новость окажет ограниченное давление на котировки бумаг:

25 ноября 2013

стоит отметить, что два других рейтинговых агентства пока держат более высокий уровень рейтинга (разница уже достигла двух ступеней). Однако, несомненно, отношение к обязательствам Компании будет настроенным в силу негативных прогнозов по долговой нагрузке и вероятности рейтинговых действий со стороны Moody's и S&P.

Доходности еврооблигаций



Финансовые показатели по МСФО

| Ключевые финансовые показатели, млн долл. | Совкомфлот | | |
|---|------------|----------|--------|
| | 9м 2012 | 9м 2013 | Изм. % |
| Выручка | 1 046,44 | 960,39 | -8,2% |
| Операционный денежный поток | 310,72 | 355,30 | 14,3% |
| EBITDA | 336,90 | 301,70 | -10,4% |
| EBITDA margin | 32,19% | 31,41% | - |
| % расходы | 88,96 | 99,35 | 11,7% |
| Чистая прибыль (убыток) | 42,45 | -8,63 | - |
| Net margin | 4,06% | отриц. | - |
| | 2012 | 9м 2013 | Изм. % |
| Активы | 6 459,66 | 6 503,00 | 1% |
| Основные средства | 5 047,03 | 5 180,26 | 3% |
| Денежные средства и эквиваленты | 308,45 | 284,60 | -8% |
| Долг | 2 183,70 | 2 198,75 | 1% |
| краткосрочный | 295,75 | 269,44 | -9% |
| долгосрочный | 1 887,95 | 1 929,31 | 2% |
| Чистый долг | 1 875,25 | 1 914,15 | - |
| Долг/EBITDA ltm | 4,78 | 5,21 | 0,4 |
| Чистый долг/EBITDA ltm | 4,10 | 4,54 | - |
| EBITDA/% расходы | - | 3,04 | - |

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

Татарстан (Вааз/-/BBB-): Moody's повысило рейтинг Республике. Ак Барс?

Moody's повысило рейтинг Татарстана на 1 ступень – с «Ва1» до «Вааз». Прогноз поставлен «Стабильный». Повышение рейтинга в первую очередь связано с решением о реструктуризации федеральными властями прямого долга республики, выплаты по которому откладываются на 9 лет. Повышение рейтинга может привести к пересмотру оценок в отношении Ак Барс Банка (B2/-/BB-), контролируемого Республикой.

Moody's повысило рейтинг Татарстана на 1 ступень – с «Ва1» до «Вааз».

Повышение рейтинга связано с реструктуризацией долга республики, выплаты по которому откладываются на 9 лет.

Повышение рейтинга может привести к пересмотру оценок в отношении Ак Барс Банка (B2/-/BB-), контролируемого Республикой.

Комментарий. Moody's повысило рейтинг Татарстана на 1 ступень – с «Ва1» до «Вааз». Прогноз поставлен «Стабильный». Повышение рейтинга в первую очередь связано с решением о реструктуризации федеральными властями прямого долга республики, выплаты по которому откладываются на 9 лет. Другой причиной является новая консервативная бюджетная политика Республики, согласно которой наращивание долга будет ограничено в 2014-2015 гг.

Выплаты по долгу переносятся на 2023-2032 гг. Весь прямой долг Республики, составляющий около 46% от операционной выручки на конец 212 года состоит из низкопроцентных кредитов, выданных на льготных условиях Российской Федерацией на развитие региональной инфраструктуры и агропромышленного сектора Республики. В результате переноса выплат Татарстану не придется выплачивать тело кредита до 2023 года, что нивелирует риски возникновения трудностей с рефинансированием кредитов в последующие 9 лет. Необходимо будет лишь выплачивать ежегодную процентную ставку на уровне 0,5%. Рейтинговое агентство ожидает, что соотношение долга к выручке у Республики будет иметь тенденцию к снижению, до 50% в 2015 году против 59% в 2012. Также ожидается, что Татарстан покажет более сильный рост ВРП: более 4% в 2012-2015 гг. против ожидаемых 3% по ВВП РФ. Это позволит увеличить долю прочих налоговых доходов, снизив зависимость от доминирующих на сегодняшний день налоговых доходов от нефтедобывающего и перерабатывающего секторов.

У самой Республики нет обращающихся бумаг. Тем не менее, они есть у Ак Барс Банка (B2/-/BB-), контролируемого Республикой. Повышение рейтинга может привести к пересмотру оценок в отношении Банка. Напомним, что рейтинг от Fitch у Кредитной организации на уровне «BB-», то есть на 2 ступени выше, что создает потенциал для оценок от Moody's. На наш взгляд, новость позитивна для бумаг Ак Барс Банка.

| Балансовые показатели АкБарс Банка по МСФО, млрд руб. | | 2011 | 2012 | Изм., % |
|---|----------------------------------|--------|-------|-----------|
| Активы | | 286,9 | 317,4 | 11% |
| Денежные средства | | 18,9 | 36,0 | 90% |
| | Доля в активах | 6,6% | 11,3% | - |
| Кредиты (net) | | 176,0 | 204,2 | 16% |
| Кредиты (gross) | | 194,2 | 225,1 | 16% |
| | Доля в активах | 61,3% | 64,3% | - |
| | NPL (180+), % | 4,6% | 5,2% | - |
| | Резервы (совокупн.) / NPL (180+) | 2,1 | 1,8 | - |
| | Доля кредитов физлицам | 15,5% | 19,8% | - |
| | Кредиты / Средства клиентов | 1,08 | 1,16 | - |
| Финансовые активы | | 50,9 | 33,6 | -34% |
| | Доля в активах | 17,7% | 10,6% | - |
| Инвестиционная собственность | | 25,7 | 26,5 | 3% |
| | Доля в активах | 8,9% | 8,3% | - |
| Total Capital Adequacy Ratio | | 11,8% | 13,6% | - |
| Показатели прибыльности, млрд руб. | | 2011 | 2012 | Изм., % |
| Создание резервов под обесценение | | 0,6 | -3,1 | - |
| Операционные доходы | | 1,5 | 12,6 | 722% |
| Прибыль за период | | -3,5 | 2,0 | - |
| Качественные показатели деятельности | | 2011 | 2012 | Изм., % |
| RoAA | | отриц. | 0,7% | - |
| RoAE | | отриц. | 7,2% | - |
| Cost / Income | | 414,7% | 56,4% | - |
| NIM | | 1,9% | 2,8% | +0,9 п.п. |

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Паламарчук Вадим, Федоткова Елена

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 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

25 ноября 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.