



Утренний Express-О

26 февраля 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Уралкалий (Вааз/BBB-/BBB-) может привлечь синдицированный кредит объемом не менее 500 млн долл.



НОВАТЭК (Вааз/BBB-/BBB-) по итогам 2013 г. продолжил наращивать EBITDA.

Уралкалий (Вааз/BBB-/BBB-) может привлечь синдицированный кредит объемом не менее 500 млн долл.

Вчера в СМИ появилась информация, что Уралкалий предлагает банкам организацию синдицированного кредита объемом не менее 500 млн долл. Похоже, компания прорабатывает вопрос рефинансирования долга, не забывая и о диверсификации кредитного портфеля по инструментам заимствования. Напомним, в апреле акционеры должны одобрить кредитную линию Сбербанка на 2 млрд долл. Судьба синдицированного кредита, скорее всего, будет зависеть от стоимости и срочности занимаемых средств. Компания может рассчитывать на ставку не ниже 4% годовых и срочность 3-5 лет. Новость нейтральна для евробонда Uralkali-18.

**Уралкалий прорабатывает возможность синдицированного кредита на сумму не менее 500 млн долл...**

**Похоже, компания решила диверсифицировать кредитный портфель по источникам заимствований...**

**Компания может рассчитывать на ставку не менее 4% годовых сроком 3-5 лет...**

**Кредитные средства, как предполагается, пойдут на рефинансирование, что не должно отразиться на уровне долга....**

**Комментарий.** Вчера в СМИ появилась информация, что Уралкалий разослал банкам приглашение к участию в организации синдицированного кредита. Компания хочет привлечь не менее 500 млн долл. Другие детали возможной сделки не приводятся.

Похоже, Уралкалий прорабатывает вопрос рефинансирования долга, в том числе не забывая и о диверсификации своего кредитного портфеля по инструментам заимствования. Напомним, в апреле акционеры должны одобрить кредитную линию Сбербанка на 2 млрд долл. под ставку трехмесячный LIBOR плюс 3,55% годовых со сроком погашения до конца 2019 г. Кредитные ресурсы необходимы для рефинансирования банковских кредитов.

Привлечение синдицированного кредита будет зависеть от стоимости и срочности занимаемых средств, насколько они могут быть конкурентными в сравнении с другими источниками заимствования. Впрочем, по ставке с госбанками будет затруднительно конкурировать: к примеру, стоимость кредитных ресурсов Сбербанка до 2019 г. составляет порядка 3,8% годовых, доходность евробондов Uralkali-18 – 4,32% годовых (дюрация 3,8 г.). В случае с синдицированным кредитом компания, скорее всего, сможет рассчитывать на ставку не ниже 4% годовых и срочность 3-5 лет.

Вместе с тем, новые кредиты, если они пойдут на рефинансирование долга, как это ожидается, не должны привести к наращиванию долга Уралкалия. В 1 пол. 2013 г. короткий долг компании составлял 1,2 млрд долл. против денежных средств на счетах 1,7 млрд долл. Но ситуация с тех пор могла измениться, в то время как по итогам 9 мес. 2013 г. цифра по текущим кредитам и займам не раскрывалась, общий размер долга был 5,8 млрд долл., показав заметный рост на 47% к 2012 г. Что касается кредитных метрик, то, по нашим оценкам, по сравнению с 1 пол. 2013 г., когда соотношение Чистый долг/EBITDA

26 февраля 2014

составляло 1,5x, метрика могла возрасти до верхней границы в 2x (или чуть выше), на которую ориентировал менеджмент компании.

Ключевые финансовые показатели млрд долл.	Уралкалий (МСФО)					
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	2,2	1,6	-27,8	3,3	2,5	-25,0
Чистая выручка*	1,9	1,3	-29,2	2,8	2,0	-26,7
Операционный денежный поток	1,1	0,9	-	n/a	n/a	-
ЕБИТДА	1,4	0,9	-	n/a	n/a	-
ЕБИТДА margin**	76,1%	65,0%	11,1 п.п.	-	-	-
Чистая прибыль	0,8	0,4	-	n/a	n/a	-
margin**	44,2%	29,5%	-14,7	-	-	-
	2012	1 пол. 2013	Изм. %	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	14,3	12,9	-	14,3	n/a	-
Денежные средства и эквиваленты,	1,7	1,3	-22,3	1,7	2,2	32,1
Долг	3,9	4,0	1,5	3,9	5,8	47,1
краткосрочный	1,1	1,2	9,2	1,1	n/a	-
долгосрочный	2,8	2,8	-1,5	2,8	n/a	-
Чистый долг	2,3	2,7	19,0	2,3	3,6	58,1
Долг/ЕБИТДА	1,7	2,2		1,7		
Чистый долг/ЕБИТДА	1,0	1,5		1,0		

Источники: данные компании, PSB Research

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

\*\*к чистой выручке

**Новость , скорее, нейтральная для евробонд Uralkali-18...**

На данном этапе новость, скорее всего, не отразится на котировках еврооблигаций Uralkali-18 (YTM 4,32%/3,8 г.), которые могут показать движение котировок вместе с рынком.

**Александр Полюттов**

## НОВАТЭК (Вааз/BBB-/BBB-) по итогам 2013 г. продолжил наращивать ЕБИТДА

**Рост продаж углеводородов, а также повышение цен на газ и на жидкие углеводороды – во многом благодаря увеличению доли поставок конечным пользователям – позволили НОВАТЭКу нарастить выручку по итогам 2013 г. на 41,3%. Скорректированная ЕБИТДА, не учитывающая крупные разовые поступления от продажи доли в Ямал СПГ и сделки по обмену активами, увеличилась при этом на 28%. Это позволило компании ограничить повышение коэффициентов долговой нагрузки, несмотря на общий рост долга. В целом позитивные результаты компании, по нашему мнению, окажут некоторую поддержку ее долговым бумагам на фоне общего сдержанного негатива на российском долговом рынке.**

**Скорректированная ЕБИТДА выросла на 28%, но маржа по ней упала до 40,85% с 45,11%...**

**Комментарий.** НОВАТЭК добился очередного роста годовой выручки по итогам 2013 г. – на 41,3% до 298,2 млрд руб. после роста на 20,7% годом ранее. Такая динамика во многом объясняется увеличением доли поставок конечным пользователям. При этом продажи природного газа возросли на 9% (включая продажи конечным пользователям), а стабильного газового конденсата – на 39,7%.

Минувший год оказался весьма насыщенным событиями для компании. В частности, была продана доля в проекте Ямал СПГ китайской CNPC, а также проведен сложный обмен 51% доли в Сибнефтегазе на 40% в Arctic Russia B.V., которой принадлежит доля в Северэнергии. В результате чистые поступления от продажи долей в дочерних компаниях и СП составили 37,7 млрд руб. в 2013 г. – весьма крупная сумма, искажающая общий итог финансовой деятельности за год. Стоит отметить, однако, что большая часть этой бухгалтерской прибыли связана именно со сделкой обмена активами, в то время как основные поступления средств от продажи доли в Ямал СПГ будут учтены в отчетности за 1 кв. 2014 г.

Между тем скорректированная чистая прибыль (без учета поступлений от продажи

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

26 февраля 2014

**Долг увеличился на 25%, что, однако, не вызывает обеспокоенности – в 1 кв. 2014 г. ожидаются новые транши по сделке-продаже доли в Ямал СПГ...**

**Коэффициенты долговой нагрузки остаются в зоне комфорта: Чистый долг / EBITDA – 1,3х, Долг / EBITDA – 1,36х...**

активов) увеличилась на 14,8% до 79,8 млрд руб., а скорректированная EBITDA – на 28% до 121,8 млрд руб. Эта положительная динамика опирается на рост доли жидких углеводородов в общем миксе продаж компании (напомним, что средняя цена продаж в этом сегменте повысилась), чему способствовало введение в эксплуатацию в июне 2013 г. комплекса Усть-Луга.

Выручка нарастала более высокими темпами, чем прибыль, и показатели рентабельности немного снизились, но при этом сохранились на высоких уровнях: маржа по скорректированной прибыли составила 26,77% против 32,95% годом ранее, по скорректированной EBITDA – 40,85% против 45,11%. Увеличение поставок конечным пользователям помимо того, что привело к росту цен продаж газа и конденсата, повлекло за собой и повышение транспортных расходов (на 69,7% по сравнению с 2012 г.).

Тем временем долг компании увеличился на 25% до 165,6 млрд руб., а чистый долг – на 38,3% до 157,5 млрд руб., что по большей части связано с крупными вложениями в проект Ямал СПГ. Однако, поскольку, как уже было отмечено выше, в 1 кв. текущего года компания ожидает поступления средств от продажи доли в этом проекте, зафиксированное увеличение долга не вызывает опасений. Кроме того, повышение EBITDA в 2013 г. позволило сдержать рост коэффициентов долговой нагрузки: соотношение Долг / EBITDA снизилось до 1,36х с 1,39х, а коэффициент Чистый долг / EBITDA поднялось до 1,30х с 1,20х в 2012 г.

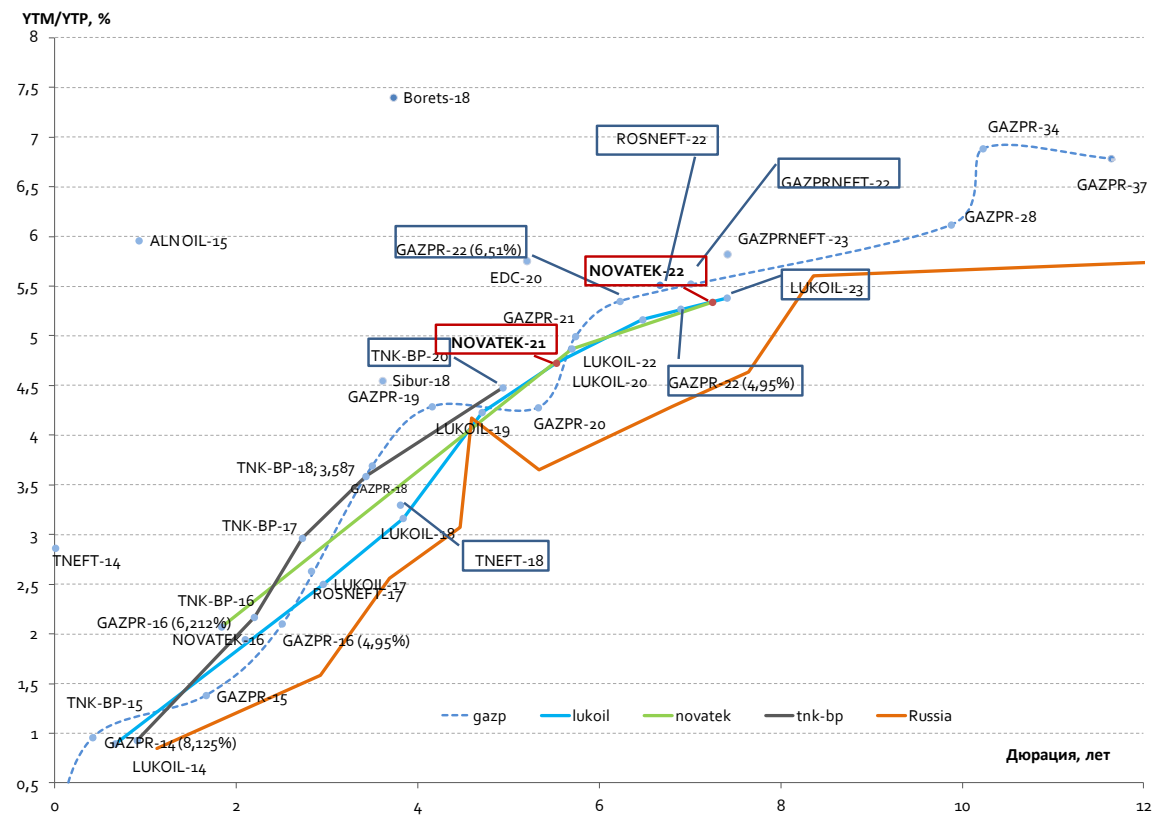
Мы ожидаем, что в целом положительная отчетность компании окажет поддержку ее долговым бумагам на фоне общего умеренно негативного настроения на российском долговом рынке.

Показатели отчетности ОАО НОВАТЭК по МСФО за 2011-2013 гг.

Финансовые показатели (млн. руб.)	2011	2012	2013	% изм 2012/2011	% изм 2013/2012
Выручка	174 811	210 973	298 158	20,7%	41,3%
EBITDA (скорректированная)	85 401	95 166	121 791	11,4%	28,0%
Чистая прибыль	119 655	69 458	110 006	-42,0%	58,4%
Скорректированная прибыль	56 707	69 518	79 825	22,6%	14,8%
Прибыль от операционной деятельности	141 608	85 334	143 926	-39,7%	68,7%
маржа по EBITDA	48,85%	45,11%	40,85%	-3,7 п.п.	-4,3 п.п.
маржа по Чистой прибыли	68,45%	32,92%	36,90%	-35,5 п.п.	4 п.п.
маржа по Скорректированной прибыли	32,44%	32,95%	26,77%	0,5 п.п.	-6,2 п.п.
Кап.затраты*	25 335	37 378	51 127	47,5%	36,8%
Поток денежн. средств от опер. деят-ти	71 907	75 825	88 525	5,4%	16,7%
Поток денежн. средств от инвест. деят-ти	46 643	84 124	100 492	80,4%	19,5%
Чистый операц. денеж. поток	25 264	-8 299	-11 967	-132,8%	-44,2%
<b>Балансовые показатели (млн руб.)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>% изм 2012/2011</b>	<b>% изм 2013/2012</b>
Активы	383 432	463 133	597 995	20,8%	29,1%
Денежные средства и эквиваленты	23 831	18 420	7 889	-22,7%	-57,2%
Долг	95 478	132 487	165 621	38,8%	25,0%
краткосрочный	20 298	34 682	24 026	70,9%	-30,7%
долгосрочный	75 180	97 805	141 595	30,1%	44,8%
Чистый долг	71 647	114 067	157 732	59,2%	38,3%
Чистый долг/LTM EBITDA	0,48	1,20	1,30	148,2%	8,1%
Долг / LTM EBITDA	0,64	1,39	1,36	116,3%	-2,3%

Источник: Данные компании, расчеты PSB Research

Карта доходностей российского нефтегазового сектора



Алина Арбекова

26 февраля 2014

**Контакты:****ОАО «Промсвязьбанк»****Управление исследований и аналитики**

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB Research****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

**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

**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

26 февраля 2014

© 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.