



Утренний Express-О

31 марта 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Газпромбанк (Вааз/BBB-/BBB-): умеренно-позитивные итоги по МСФО за 2013 год.



Русал (-/-/-): слабая отчетность за 2013 г.



Гидромашсервис (-/В/-): рейтинг от S&P снят с Credit Watch, оставлен без изменений, прогноз «Стабильный».

Газпромбанк (Вааз/BBB-/BBB-): умеренно-позитивные итоги по МСФО за 2013 год.

Группа представила умеренно-позитивные результаты: на фоне высоких темпов роста бизнеса динамика прибыли остается слабой. При этом маржинальность выросла, а качество кредитного портфеля улучшилось. Как риск отмечаем кредит Нафтогазу и возможные риски рефинансирования текущего валютного долга, привлеченного с международных площадок.

Среди интересных выпусков ГПБ отметим еврооблигации в долл. США с погашением в 2015 году, Z-спред по которым расширился заметно больше, чем по остальным бумагам, - до 200 б.п. к началу года.

**Комментарий.** Газпромбанк представил в пятницу умеренно-позитивную отчетность по МСФО за 2013 год. Среди ключевых моментов мы отмечаем:

**Высокие темпы роста бизнеса:** Темпы роста Банка в прошлом году были выше среднеотраслевых: активы увеличились на 28,4% (16% в целом по отрасли) - до 2,841 трлн руб., объем кредитов корпоративным клиентам - на 33,1% (на 12,7% по отрасли) до 2,147 трлн руб., розничным клиентам на 36,8% (на 28,7% по отрасли) - до 287,6 млрд руб. В отраслевом разрезе отметим рост кредитов нефтяной отрасли, и сокращение газовой, рост кредитов финансовым компаниям и строительной отрасли и сокращения кредитования электроэнергетики. Однако в целом высокая диверсификация кредитного портфеля сохраняется. Рост в 2013 году был качественным: NPL снизился с 1,2% до 0,9%. Из рисков отметим кредит Нафтогазу (Украина) - около 15% капитала Банка, по оценке Fitch.

**Привлечения с долговых рынков и рост задолженности перед ЦБ поддержали рост фондирования ГПБ.** Основу росту сформировали, безусловно, средства клиентов, объем которых увеличился на 31% до 2,3 трлн руб., в первую очередь средств госкомпаний. Однако ощутимое увеличение было и в привлечении с долговых рынков - порядка 80 млрд руб., столько же было получено от ЦБ. Однако если касательно второго источника фондирования мы не видим особых рисков в рамках рефинансирования, то в рамках фондирования с рынка могут быть встречены сложности, учитывая текущую негативную конъюнктуру. Напомним, что в 2014 году Банку нужно погасить заимствования на 109,4 млрд руб.: евробонды на 36,1 млрд руб. синдицированные займы - на 43,3 млрд руб. и облигации внутреннего займа на 30 млрд руб. Евробонды и синдицированные



31 марта 2014

## Русал (-/-/-) слабая отчетность за 2013 г.

В 2013 г. у Русала наблюдалось снижение по всем ключевым показателям, также был получен значительный чистый убыток, впрочем, сформированный преимущественно неденежными списаниями по инвестиционным проектам и затратами по закрытию неэффективных заводов. Слабые результаты были предсказуемы при низких ценах на алюминий и остановке ряда убыточных заводов. Очевидно, что компания существует исключительно за счет премий, а также дивидендов от Норникеля. В то же время Русал предпринял меры по сокращению издержек и добился неплохих результатов, которые в большей степени, похоже, проявятся в 2014 г. Ситуация с долгом остается тяжелой, одним из вариантов урегулирования может стать рефинансирование крупнейшими кредиторами. Отчетность окажет давление на облигации Русал Братск о8, поддержка котировкам может последовать в случае договоренности с кредиторами, но на это, похоже, потребуется время.

**Русал представил слабую отчетность за 2013 г. по МСФО...**

**Снижение показали ключевые финансовые показатели...**

**Комментарий.** В прошлую пятницу Русал представил отчетность за 2013 г. по МСФО, которую мы оцениваем как слабую. Впрочем, слабые результаты были предсказуемы при низких ценах на алюминий и остановке ряда убыточных заводов.

Так, выручка компании в 2013 г. снизилась на 10% до 9,76 млрд долл. (г/г), показатель EBITDA – на 29% до 651 млн долл., при этом EBITDA margin снизилась на 1,7 п.п. до 6,7%. Отметим, что цены на алюминий ослабли за 2013 г. на 9% до 1 845 долл./тонна (LME), при этом объем продаж Русала сократился на 10% до 3,79 млн тонн.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русал (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %
Объем реализации алюминия, тыс. тонн	4 203	3 788	-9,9
Себестоимость, долл./тонна	1 946	1 907	-2,0
Цена алюминия LME, долл./тонна	2 018	1 845	-8,6
Ср. премия к цене LME, долл./тонна	208	271	30,3
	2012	2013	Изм. %
Выручка	10 891	9 760	-10,4
Операционный денежный поток	1 092	408	-62,6
% расходы	-682	-754	10,6
EBITDA	915	651	-28,9
EBITDA margin	8,4%	6,7%	-1,7 п.п.
Чистый убыток	-528	-3 222	510,2
margin	отриц	отриц	
	2012	2013	Изм. %
Активы	25 210	20 580	-18,4
Денежные средства и эквиваленты	505	716	41,8
Долг	11 334	10 825	-4,5
краткосрочный	931	1 676	80,0
долгосрочный	10 403	9 149	-12,1
Чистый долг	10 829	10 109	-6,6
Долг/EBITDA	12,4	16,6	
Чистый долг/EBITDA	11,8	15,5	
EBITDA/% расходы	1,3	0,9	

Источники: данные компании, PSB Research

**Русал получил значительный убыток в 3,2 млрд долл., преимущественно неденежные списания...**

**Компания существует преимущественно за счет премий и дивидендов Норникеля...**

Русал предпринял меры по сокращению издержек, в частности закрыв 5 убыточных заводов, и добился неплохих результатов в снижении себестоимости (с 1 946 до 1 907 долл./тонна), наибольший эффект от которых, похоже, проявятся в 2014 г. Напомним, объем производства первичного алюминия у Русала уменьшился в 2013 году на 316 тыс. тонн («-7,6%» (г/г)) до 3,857 млн тонн.

Очевидно, что компания существует исключительно за счет премий (выросли в 2013 г. на 30% до 271 долл./тонна, в 2014 г. уже достигали 350 долл./тонна, по данным компании), а также дивидендов от Норникеля (в 2013 г. 807 млн долл.).

Отдельно отметим, что в 2013 г. Русал получил значительный убыток – 3,2 млрд долл.,

31 марта 2014

**Ситуация с долгом остается тяжелой, урегулирование возможно за счет рефинансирования кредиторами...**

**Русал рассчитывает в ближайшее время договориться о рефинансировании предэкспортного кредита на 4,75 млрд долл...**

**Согласилось на сделку около 95% кредиторов, по данным компании...**

**Новость окажет давление на облигации Русал Братск 08...**

который, впрочем, преимущественно (1,9 млрд долл.) был сформирован неденежными списаниями по инвестиционным проектам в связи с переносом их запуска на более поздний период (Тайшетский алюминиевый завод – 680 млн долл. и Богучанское электрометаллургическое объединение – 600 млн долл.) и затратами по закрытию неэффективных заводов.

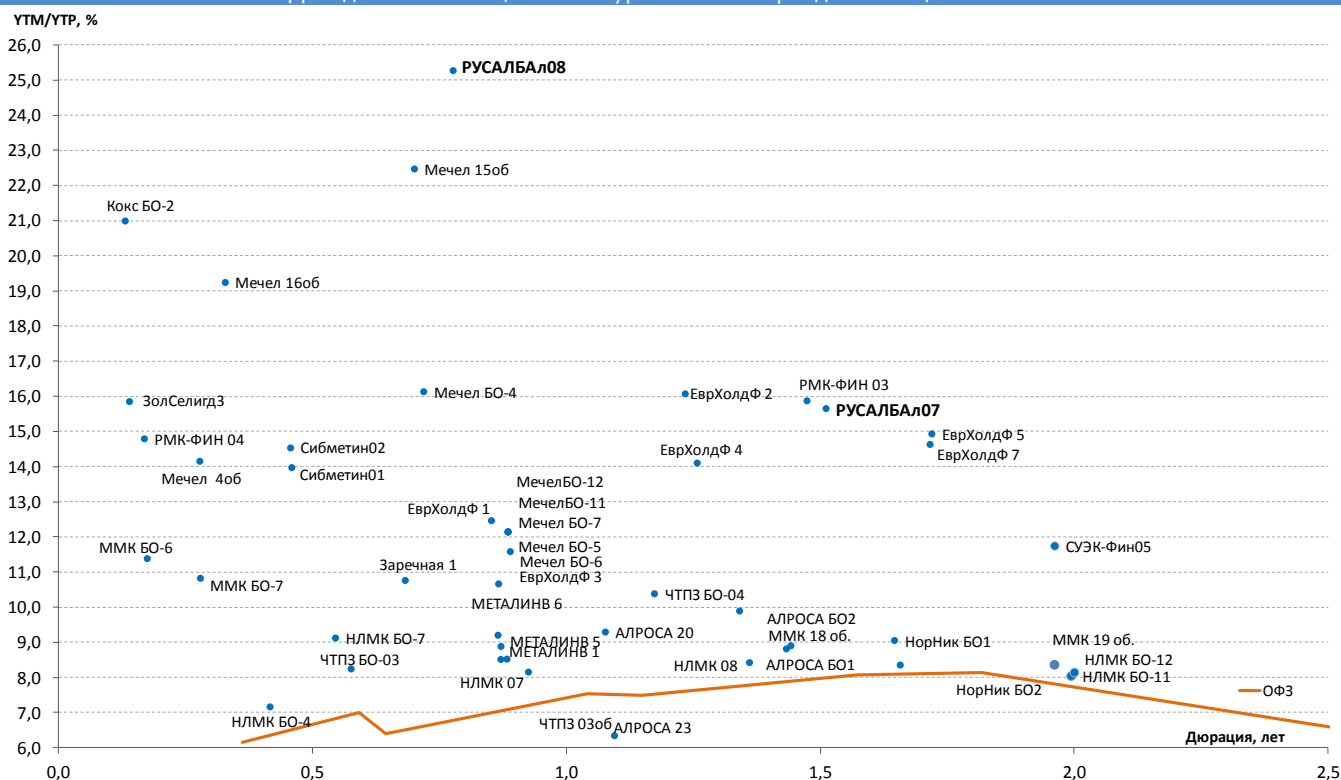
Ситуация с долгом и погашением его короткой части у Русала остается тяжелой. По итогам 2013 г. размер долг был 10,8 млрд долл. (снизился на 5% (г/г)), а его короткая часть составила 1,68 млрд долл. против денежных средств на счетах в 716 млн долл. Метрики Долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА были чрезмерно высокими – 16,6х и 15,5х соответственно. При этом ЕБИТДА едва хватало на процентные выплаты.

На наш взгляд, одним из вариантов урегулирования долга может стать его рефинансирование крупнейшими кредиторами. Напомним, ранее сообщалось, что Русал смог договориться о реструктуризации кредитов Сбербанка на 5,5 млрд долл., Газпромбанка на 242,7 млн долл. и 74,7 млн евро. Также компания рассчитывает в ближайшее время закрыть сделку по рефинансированию двух предэкспортных кредитов на 4,75 млрд долл. (осталось 3,68 млрд долл.), заявив о договоренности с 95% кредиторов (международные банки).

Вместе с тем, ранее в СМИ появлялась информация, что Русал может не успеть до конца марта договориться о рефинансировании долга с частью кредиторов (см. наш комментарий от [27 марта 2014 г.](#)), в частности с китайским China Development Bank и одним из инвестфондов. В связи с этим переговоры могут затянуться еще на 2-3 месяца, при этом в апреле компании нужно погасить 200 млн долл., выплату которых она рассчитывает «заморозить» на период переговоров. На это случай Русал также договорился с Glencore о предоплате по поставкам глинозема трейдеру в 2014-2016 гг. на сумму 400 млн долл.

Отчетность окажет давление на облигации Русал Братск 08 (УТР 25,27%/0,78 г.), которые итак торгуются с наивысшей в секторе доходностью. Поддержка котировкам может последовать в случае договоренности с кредиторами о рефинансировании долга, но на это, похоже, потребуется время. Отметим, что заем Русал Братск 07 был на 70% выкуплен с рынка в оферту 3 марта.

Доходности облигаций металлургических и горнодобывающих компаний



Александр Полюттов

31 марта 2014

## Гидромашсервис (-/В/-): рейтинг от S&P снят с Credit Watch, оставлен без изменений, прогноз «Стабильный».

S&P сняло с пересмотра рейтинг Гидромашсервиса, оставив его без изменений. Также был изменен прогноз с «Негативного» на «Стабильный». Напомним, в конце 2013 года рейтинг компании был поставлен в список на пересмотр с «Негативным» прогнозом в связи напряженной ситуацией с ликвидностью. S&P отмечает, что снять с пересмотра и вернуть стабильный прогноз позволило сокращение долга компании с 16,2 млрд руб. в 3 кв 2013 до 12,4 млрд руб. на конец года, изменение условий ковенант с рядом банков и удлинение дюрации своего долга. Скорректированный долг к EBITDA, согласно прогнозам S&P, составит около 2,5X.

**S&P сняло с пересмотра рейтинг Гидромашсервиса, оставив его без изменений на уровне «В». Также был изменен прогноз с «негативного» на «стабильный».**

**Удалось это благодаря тому, что компания успешно рефинансировала краткосрочный долг, смогла изменить условия ковенант с ключевыми банками кредиторами, что в итоге позволило удлинить дюрацию долга.**

**Данная позитивная новость окажет поддержку бондам ГМС в краткосрочном периоде.**

**Теперь основным риском остается недавно начатое дело относительно претензий к ГМСу, которое спровоцировало Кипрский суд временно заморозить активы головной компании ГМС на 400 млн евро.**

**Комментарий.** Подтверждение рейтинга на уровне «В» и установление «Стабильного» прогноза было достигнуто благодаря тому, что компания успешно рефинансировала краткосрочный долг, смогла изменить условия ковенант с ключевыми банками-кредиторами и привлечь новые кредитные линии, что в итоге позволило удлинить дюрацию общего долга, сделав ее более комфортной в плане обслуживания для Гидромашсервиса.

Гидромашсервис снизил размер долга с 16,4 млрд рублей в 3-ем квартале 2013 года до 12,4 млрд рублей на конец 2013 года, что позволило также улучшить ряд кредитных метрик. Снижение долга было в основном обеспечено за счет авансовых платежей от клиентов Гидромашсервиса по новым контрактам, что в том числе, снизило рабочий капитал. S&P прогнозирует уровень долговой нагрузки по показателю Долг/EBITDA на уровне 2,5X.

Также агентство отметило, что итоговый денежный поток ожидается в отрицательной зоне в ближайшие пару лет в связи с тем, что компания сохраняет планы по выплате существенных дивидендов. Также размер долга может сильно колебаться от квартала к кварталу за счет изменений в рабочем капитале.

S&P также ожидает, что, выручка компании, основываясь на размере портфеля твердых заказов, будет расти на 3-5% в 2014 и 2015 годах. Рентабельность по EBITDA при этом должна остаться на уровне 15-16%.

Таким образом, скорректированный показатель Долг/EBITDA ожидается на уровне 2,5-3,0X, а скорректированный показатель FFO/Долг – на уровне 20-25%.

В целом профиль бизнеса компании обозначен как «слабый», учитывая ограниченность географии бизнеса (основные клиенты – российские нефтедобывающие компании), а также то, что развитие компании довольно существенно зависит от цен на нефтепродукты.

В целом, на наш взгляд, данная новость является позитивной для бондов компании Гидромашсервис и окажет им поддержку в краткосрочной перспективе, так как рынок закладывал риски того, что агентство могло понизить рейтинг компании по окончании периода пересмотра.

Данное решение от S&P является первым позитивным событием в последнее время, учитывая риски, связанные с событиями на Украине, где расположена небольшая часть активов компании. Также не добавляли оптимизма и последние события, связанные с претензиями сторонних лиц (г-н Григоришин и другие истцы) к Гидромашсервису и решение Кипрского суда о заморозке активов и счетов головной компании (и главных управляющих фигур) на сумму до 400 млн евро (около половины годовой выручки ГМС). На наш взгляд, данное делопроизводство будет являться главным риском, оказывающим давление на бонды Гидромашсервиса.

31 марта 2014

Ключевые финансовые показатели, млн руб.	Гидромашсервис (МСФО)				Изм. %
	1 пол. 12	1 пол. 13	9 мес. 2012	9 мес. 2013	
Выручка	14 939	15 455	23 563	24 066	2%
Операционный денежный поток	2 337	-1 344	1 902	-480	-
ЕБИТДА	2 472	2 172	4 021	3 658	-9%
ЕБИТДА margin	16,50%	14,10%	17,06%	15,20%	-
Чистая прибыль (убыток)	966	914	1 494	427	-71%
margin	6,50%	5,90%	6,34%	1,77%	-
	2012	1 пол. 13	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	39 719	43 212	-	n/a	-
Денежные средства и эквиваленты	1 402	2 428	-	1 040	-26%
Долг	13 428	17 333	-	16 202	21%
краткосрочный	2 198	3 509	-	4 567	108%
долгосрочный	11 230	13 824	-	11 635	4%
Чистый долг	12 026	14 905	-	15 162	26%
Долг/ЕБИТДА ltm	2,1	2,9	-	2,8	-
Чистый долг/ЕБИТДА ltm	1,9	2,5	2,5	2,6	-

Источники: данные Компании, PSB Research

Вадим Паламарчук

**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**

<b>Николай Кащеев</b> Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
<b>Роман Османов</b> Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
<b>Илья Фролов</b>	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
<b>Олег Шагов</b>	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

<b>Игорь Голубев</b>	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
<b>Елена Федоткова</b>	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
<b>Алексей Егоров</b>	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
<b>Вадим Паламарчук</b>	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
<b>Александр Полюттов</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
<b>Алина Арбекова</b>	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

<b>Пётр Федосенко</b>	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
<b>Богдан Круть</b>	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
<b>Иван Хмелевский</b>	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
<b>Ольга Целинина</b>	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

<b>Юлия Рыбакова</b>	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
<b>Анатолий Павленко</b>	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
<b>Андрей Воложев</b>	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
<b>Евгений Жариков</b>	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
<b>Денис Семеновых</b>	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
<b>Дмитрий Грицкевич</b>	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

**ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**

<b>Андрей Скабелин</b>	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
<b>Иван Заволоснов</b>	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
<b>Сурпин Александр</b>	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-3924
<b>Виктория Давитиашвили</b>	davitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

<b>Игорь Федосенко</b>	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
<b>Павел Науменко</b>	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
<b>Виталий Туруло</b>	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ**

<b>Миленин Сергей</b>	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
<b>Бараночников Александр</b>	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

31 марта 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.