



# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Societe Generale и Росбанк (Вааз/-/BBB+): итоги 1 полугодия 2013 по МСФО.

Мечел (Вз/-/-) продал ферросплавные активы за 425 млн долл.

Moody's поместило рейтинг Уралкалия «Вааз» на пересмотр с возможностью понижения.

## Societe Generale (A2/A/A) и Росбанк (Вааз/-/BBB+):

итоги 1 полугодия 2013 по МСФО.

**Прирост прибыли SG обеспечил инвестиционный бизнес, в остальном же мы видим отрицательную динамику. На этом фоне российский бизнес, не принеший, как в прошлом году, неприятных сюрпризов по списаниям, смотрелся позитивно.**

*... Группа закончила полугодие с положительной динамикой.*

*... во-вторых, хороший рост продемонстрировал корпоративный и инвестиционный бизнес.*

*... стало следствием восстановления на глобальных рынках здорового уровня активности для структурированных продуктов и деривативов.*

*... российский розничный сегмент принес Группе 29 млн евро или 21% прибыли всего розничного направления.*

**Комментарий.** Вчера Группа SG представила инвесторам итоги за 2 квартал и 1 полугодие 2013 года. Вкратце отметим, что ритейл, как во Франции (из-за низкого спроса на кредиты и кризиса в экономики), так и в других странах показал снижение операционных доходов, однако в целом по чистой прибыли Группа закончила полугодие с положительной динамикой. Добиться этого позволили два основных фактора: во-первых, не было списания goodwill по российскому подразделению (250 млн евро во 2 квартале прошлого года), во-вторых, хороший рост продемонстрировал корпоративный и инвестиционный бизнес. Это стало следствием восстановления на глобальных рынках здорового уровня активности для структурированных продуктов и деривативов. Сегмент «Финансирование и консультативная деятельность» по-прежнему извлекает пользу из лидирующих позиций в структурном финансировании.

Впрочем, в своем отчете SG приводит, что данный позитив был компенсирован обратным движением в стоимости риска и Реструктуризацией ряда секьюритизированных инструментов в Q2 13, проданных в течение июля 2013 года.

Среди положительных моментов отметим рост во 2 квартале достаточности капитала Core Tier 1 ratio по Базелю III с 8,7% до 9,4%, при этом таргет на конец года сохранен на уровне 9,5% (min 7%).

В российском подразделении картина заметно позитивнее. Во-первых, как мы уже отметили, не было списания по goodwill. Напомним, что оно в прошлом году было связано с более медленным, чем ожидалось, ростом в России: банк испытывал последствия после реорганизации бизнеса в России, когда прошло объединение Росбанка и БСЖВ, а ДельтаКредит и Русфинанс банк стали дочерними банками образовавшейся структуры.

Во-вторых, мы видим в розничном направлении SG в России рост доходов (Net banking income «+4%»), сокращение затрат (Operating expenses «-8%») и снижение стоимости риска. В результате, российский розничный сегмент принес Группе 29 млн евро или 21% прибыли всего розничного направления. Рост эффективности деятельности подтверждается снижением показателя C/I с 85% до 75% (1H 2012 vs 1H 2013).

2 августа 2013

*...наиболее интересны бумаги дочерних банков Росбанка (ДельтаКредит и Русфинанс банка), предоставляющие дополнительную премию до 60 б.п. к выпускам материнской структуры.*

В целом (включая остальные направления) российский бизнес (включая Росбанк и «дочек», Societe Generale Insurance, ALD Automotive) дал Societe Generale в 1 полугодии 2013 года 65 млн евро

Среди тенденций второго квартала отметим: устойчивый приток депозитов – «+8,8%» по сравнению с Q2 12, розничный портфель вырос на 20,5%, чистая прибыль – на 10,3%. За тот же период, расходы оставались под контролем (+2,2%), несмотря на инфляцию, близкую к 5%, что свидетельствует об эффективности мер, реализованных Группой в течение нескольких кварталов.

Отметим, что на долговом рынке российские банки из Группы SG были также активны: в 2013 году было привлечено более 32 млрд руб. На наш взгляд, наиболее интересны бумаги дочерних банков Росбанка (ДельтаКредит и Русфинанс банка), предоставляющие дополнительную премию до 60 б.п. к выпускам материнской структуры.

### Финансовые показатели Группы SG по МСФО

(in millions of euros)	2011	2012	Q1 13	Q2 12	Q2 13	Q2 vs Q2	1H 12	1H 13	1H 13 vs 1H 12
Net banking income	25 636	23 110	5 088	6 272	6 233	-0,6%	12 583	11 321	-10,0%
Operating expenses	-17 036	-16 418	-4 067	-3 982	-3 908	-1,9%	-8 311	-7 975	-4,0%
<b>Gross operating income</b>	<b>8600</b>	<b>6692</b>	<b>1021</b>	<b>2290</b>	<b>2325</b>	<b>1,5%</b>	<b>4272</b>	<b>3346</b>	<b>-21,7%</b>
Net cost of risk	-4 330	-3 935	-927	-822	-986	20,0%	-1 724	-1 913	11,0%
<b>Operating income</b>	<b>4270</b>	<b>2757</b>	<b>94</b>	<b>1468</b>	<b>1339</b>	<b>-8,8%</b>	<b>2548</b>	<b>1433</b>	<b>-43,8%</b>
Net income from other assets	12	-504	448	-22	0	-	-7	448	-
Net income from companies accounted for by the equity method	94	154	39	14	37	164,3%	61	76	24,6%
Impairment losses on goodwill	-265	-842	0	-450	0	-	-450	0	-
Income tax	-1 323	-341	-119	-441	-306	30,6%	-741	-425	-42,6%
<b>Net income</b>	<b>2788</b>	<b>1224</b>	<b>462</b>	<b>569</b>	<b>1070</b>	<b>88,0%</b>	<b>1411</b>	<b>1532</b>	<b>8,6%</b>
O.w. non controlling interests	403	434	98	133	115	-13,5%	240	213	-11,3%
Group net income	2 385	790	364	436	955	119,0%	1 171	1 319	12,6%
Average allocated capital	39 483	41 770	41 298	41 937	41 761	-0,4%	41 769	41 530	-0,6%
<b>Group ROE (after tax)</b>	<b>6,0%</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>-</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-</b>
C/I ratio (excluding revaluation of own financial liabilities)	69,6%	67,4%	66,3%	65,6%	63,2%				

Источник: данные SG, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

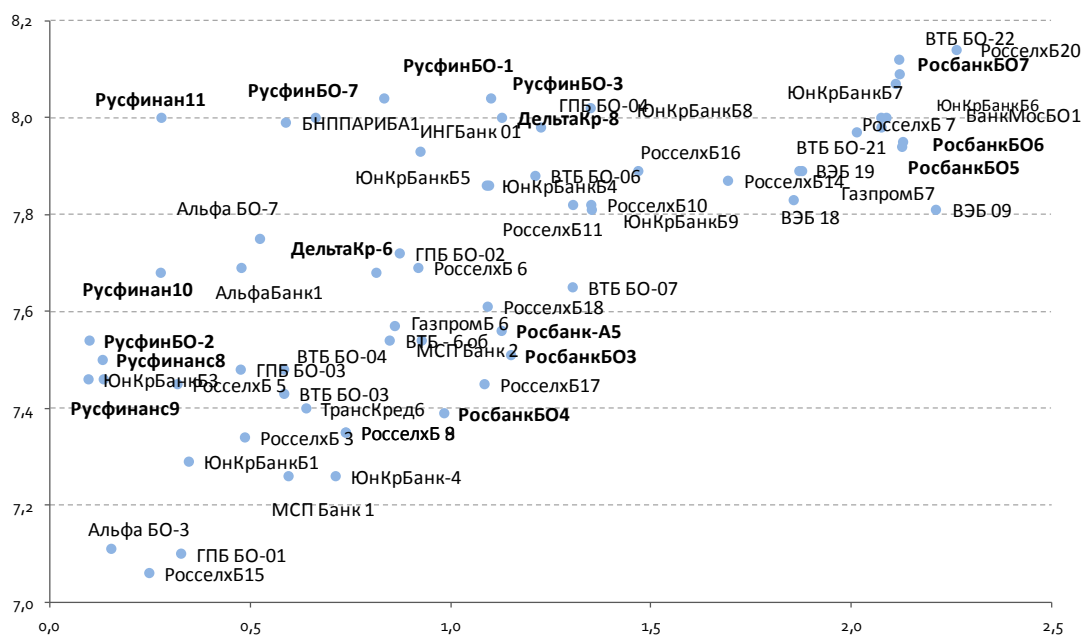
### Финансовые показатели розничного подразделения SG в России по МСФО

(in millions of euros)	2010	2011	2012	2Q '13 / '13	2Q '12	1H '11	1H '12	1H '13	1H '13 / 1H '12
Net banking income	925	973	1010	256	2%	492	491	510	4%
Operating expenses	-651	-807	-811	-190	-6%	-399	-416	-384	-8%
<b>Gross operating income</b>	<b>274</b>	<b>166</b>	<b>199</b>	<b>66</b>	<b>35%</b>	<b>93</b>	<b>75</b>	<b>126</b>	<b>68%</b>
Net cost of risk	-339	-134	-186	-49	-35%	-78	-130	-77	-41%
<b>Operating income</b>	<b>-65</b>	<b>32</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>-</b>	<b>15</b>	<b>-55</b>	<b>49</b>	<b>-</b>
Net profits or losses from other assets	-2	-1	-3	0	-	1	-2	1	-
Impairment losses on goodwill	0	0	-250	0	-	0	-250	0	-
<b>Group net income</b>	<b>-35</b>	<b>5</b>	<b>-252</b>	<b>10</b>	<b>-</b>	<b>3</b>	<b>-291</b>	<b>29</b>	<b>-</b>
Cost / Income ratio	70%	83%	80%	74%	-6%	81%	85%	75%	-10%

\*Включает в себя Росбанк, ДельтаКредит и их «дочек» (в ритейле) и 25% Русфинанса

Источник: данные SG, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

## Облигации финансового сектора



Елена Федоткова

Мечел (Вз/--) продал ферросплавные активы за 425 млн долл.

Продажу активов, хоть и со значительным дисконтом к цене их покупки, можно рассматривать как позитивное событие для кредитного профиля компании. В последнее время менеджмент прилагает активные усилия для реструктуризации активов и снижению долга, который вызывает серьезные опасения. Новость может несколько уменьшить давление на котировки бондов Мечела, которые предлагают самую высокую доходность в секторе.

**Мечел продает  
ГОК «Восход» и ТФЗ  
за 425 млн долл.,...**

**... и может списать  
порядка 750-800 млн долл.**

**Вырученные средства  
пойдут на погашение  
высокого долга...**

**... в 1 кв. 2013 г. метрика  
Чистый долг/ЕБИТДА  
достигла 8,7х**

**Комментарий.** Вчера Мечел сообщил о продаже двух ферросплавных активов – казахского ГОК «Восход» и российского Тихвинского ферросплавного завода (ТФЗ). Покупателем предприятий выступила турецкая Yildirim Group, которая заплатит за них 425 млн долл. Для завершения сделки ее должны одобрить регуляторы России и Казахстана. Вместе с тем, ферросплавные активы обошлись Мечелу в 2008 г. за 1,5 млрд долл. Учитывая текущую цену продажи, компании, вероятно, придется списать порядка 750-800 млн долл.

Гендиректор Мечела Евгений Михель заявил, что сделка с Yildirim проходит в «рамках стратегии по реструктуризации активов группы», а вырученные средства пойдут на сокращение долговой нагрузки.

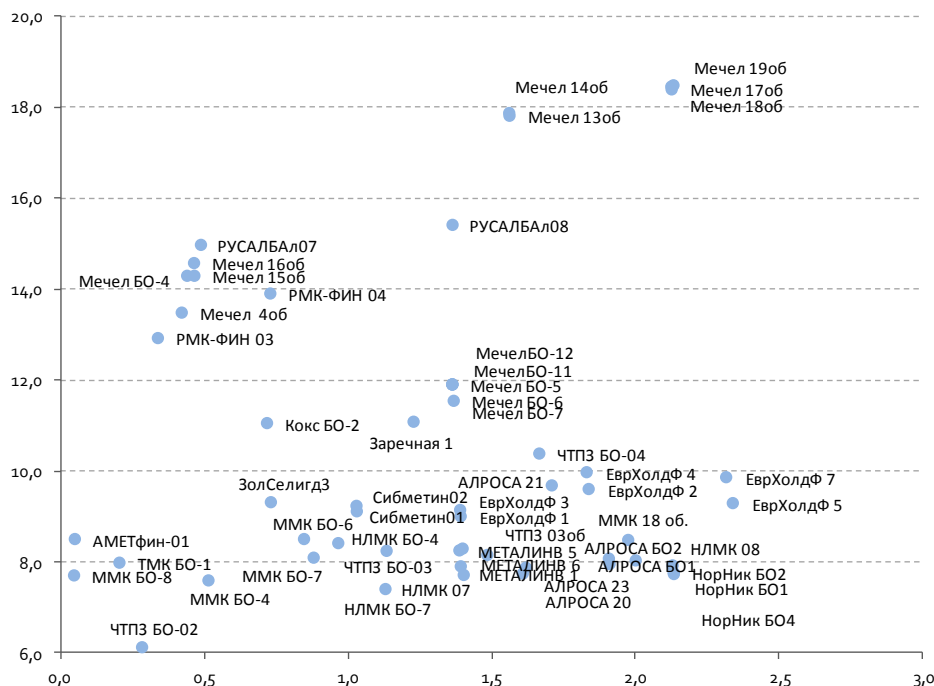
Напомним, что менеджмент Мечела в последнее время сосредоточил усилия по реструктуризации активов и снижению размера долга, который у компании зашкаливал – Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2012 г. составил 7,2х, а в 1 кв. 2013 г. уже достиг 8,7х (размер долга составил 9,3 млрд долл., денежные средства на счетах – 170 млн долл.). Полученные от продажи 425 млн долл., безусловно, поспособствуют снижению долга, но, тем не менее, вопрос высокой долговой нагрузки остается актуальным для компании.

Отметим, что наряду с ферросплавными активами Мечел также вел переговоры о продаже американских угольных активов Bluest

**Новость отчасти ослабит давление на котировки облигаций Мечела, но эффект может носить временный характер**

как с точки зрения оптимизации и сосредоточения усилий на основных российских угольных активах, так и попыток снизить долг. Безусловно, новость может отчасти уменьшить давление на котировки облигаций Мечела, которые предлагают самую высокую доходность в секторе (на уровне 18% по старшим выпускам). Тем не менее, данный эффект может носить временный характер, если компания не будет в дальнейшем демонстрировать конкретные шаги по реструктуризации активов.

### Облигации металлургического и горнодобывающего секторов




**Александр Полютков**

## Moody's поместило рейтинг Уралкалия «Вааз» на пересмотр с возможностью понижения.

2 августа 2013

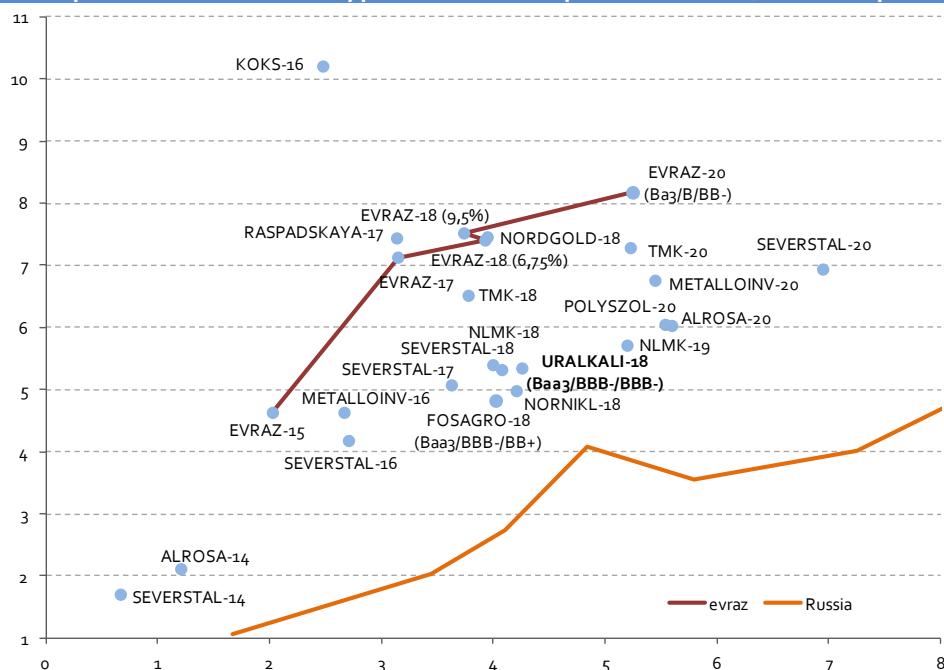
**После действий Moody's  
может последовать  
реакция Fitch и S&P**

**Евробонды Uralkali-18  
вновь могут оказаться в  
«красной зоне»**

событий, о чем мы уже писали в нашем обзоре . Мы считаем, что перспективы финансового состояния Уралкалия во многом будут зависеть от оперативности налаживания цепочки сбыта калия (по нашим оценкам, может занять 3-6 месяцев) и падения цен в секторе (Уралкалий ожидает снижения до 300 долл./т против текущих 400 долл./т.). Оба данных фактора остаются на данном этапе неопределенными, что, очевидно, не вызывает оптимизма у рейтингового агентства. Не исключено, что S&P и Fitch также в скором времени выскажут свое мнение на последние события вокруг Уралкалия, которые серьезным образом отразятся на отрасли. Напомним, что Fitch еще до заявления компании 11 июля 2013 г. пересмотрело прогноз по рейтингу Уралкалия «BBB-» на «Негативный».

Безусловно, действия Moody's отразятся на котировках бумаг Уралкалия, в первую очередь, в евробондах Uralkali-18, который вновь может оказаться в «красной зоне». Тем не менее, реакция рынка, скорее всего, будет более сдержанной в сравнении с первыми двумя днями падения после событий, когда бумага потеряла в цене 2,5 п.п. до 92,27%, а доходность выросла на 50-60 б.п. до 5,536% годовых.

### Еврооблигации металлургического и горнодобывающего секторов



Александр Полютов

## Контакты:

### ОАО «Промсвязьбанк»

#### Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

## РУКОВОДСТВО

<b>Николай Кашеев</b>	Директор департамента	<a href="mailto:KNI@psbank.ru">KNI@psbank.ru</a>	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	--	---------------

## НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

<b>Евгений Локтюхов</b>	Руководитель направления	<a href="mailto:LoktyukhovEA@psbank.ru">LoktyukhovEA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:FrolovIG@psbank.ru">FrolovIG@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:Shagov@psbank.ru">Shagov@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Владимир Гусев</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:GusevVP@psbank.ru">GusevVP@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Екатерина Крылова</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:KrylovaEA@psbank.ru">KrylovaEA@psbank.ru</a>	доб. 77-67-31

## НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

<b>Игорь Голубев</b>	Руководитель направления	<a href="mailto:GolubevIA@psbank.ru">GolubevIA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:FedotkovaEV@psbank.ru">FedotkovaEV@psbank.ru</a>	доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:EgorovAV@psbank.ru">EgorovAV@psbank.ru</a>	доб. 77-47-48
<b>Вадим Паламарчук</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:PalamarchukVA@psbank.ru">PalamarchukVA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-81
<b>Александр Полютов</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:PolyutovAV@psbank.ru">PolyutovAV@psbank.ru</a>	доб. 77-67-54

© 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.