



Утренний Express-О

13 августа 2013 г.

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**НЛМК (Вааз/BB+/BBB-): результаты 2 кв. и 1 пол. 2013 г. по US GAAP.**

**Банк Интеза (Ва1/-/-) представил итоги по МСФО за 1 полугодие 2013 года.**

## НЛМК (Вааз/BB+/BBB-): результаты 2 кв. и 1 пол. 2013 г. по US GAAP.

НЛМК во 2 кв. показал улучшение прибыльности бизнеса и операционного денежного потока в сравнении с 1 кв., хотя полугодовые результаты выглядят довольно слабо на фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры. Уровень долга вырос, но доля его короткой части снизилась практически вдвое к 2012 г. Позитивным для кредитного профиля можно назвать более чем двукратное сокращение сарех компании относительно прошлогоднего уровня.

**НЛМК во 2 кв. показал улучшение прибыльности и рост операционного денежного потока...**

**Комментарий.** Вчера НЛМК представил неплохие результаты за 2 кв. в сравнении с 1 кв. в части улучшения прибыльности бизнеса (EBITDA margin составила 14,1% («+3,0 п.п.» (кв/кв)) и роста операционного денежного потока («+31,5%» до 330 млн долл.), несмотря на неблагоприятную конъюнктуру (цены на металлопрокат снизились на 6-8% (кв/кв)) и уменьшение выручки на 1% до 2,8 млрд долл.

Основную поддержку рентабельности НЛМК оказал стальной дивизион, где EBITDA выросла почти в 3 раза на фоне расширения спреда металлопродукция-сырье, в то время как в сегменте зарубежного проката рентабельность упала за квартал с «-3%» до «-9%».

**Операционный профиль компании выглядит неплохо ...**

Операционно компания выглядит неплохо: наращиваются производственные мощности в России (НЛМК Калуга уже в этом году может произвести до 250 тыс. тонн) в расчете на рост внутреннего рынка, выпуск стали стабильно держится на уровне 3,6-3,8 млн тонн уже в течение длительного времени. На данный момент загруженность мощностей компании достигает 94%. По заявлению менеджмента, уже в 3 кв. производство должно вырасти на 4% за счет ввода в строй мощностей на заводе НЛМК Калуга. Дальнейшее снижение цен на глобальных рынках планируется компенсировать ростом спроса со стороны строительной отрасли в России. Хотя мы позитивно смотрим на вклад российских продаж в финрезультат НЛМК, отметим, что ключевым фактором их роста в ближайшие кварталы все же остаются мировые цены на сырье.

**За 1 пол. 2013 г. результаты НЛМК выглядят ожидаемо слабо...**

Вместе с тем, за 1 полугодие 2013 г. результаты НЛМК выглядят довольно слабо на фоне прошлогодних уровней, что, в прочем, после 1 кв. было ожидаемо: выручка сократилась на 10,5% до 5,685 млрд долл., показатель EBITDA – на 30,2% до 718 млн долл., а EBITDA margin потеряла порядка 3,6 п.п. до 12,6%. Положительным моментом в условиях нестабильной конъюнктуры является стремление компании обеспечить контроль над общими, административными и коммерческими расходами, а также сокращение сарех более чем в вдвое (за 6 мес. 2013 г. до 375 млн долл.) относительно прошлого года, что несколько сдерживает рост уровня долга.

**Метрика Чистый долг/EBITDA выросла до 2,2х с 1,9х в 2012 г...**

Тем не менее, долговая нагрузка НЛМК на фоне роста размера долга («+3,3%» к 2012 г. до 4,786 млрд долл.) и снижения прибыльности бизнеса возросла – метрика Долг/EBITDA составила 3,0х против 2,4х в 2012 г., Чистый долг/EBITDA – 2,2х против 1,9х соответственно, что является умеренным уровнем. При этом компания заплатила во 2 кв. 2013 г. дивиденды за 2012 г. в размере 111 млн долл., что впрочем, не стало затруднительным для компании, на счетах которой по итогам 1 пол. было

1,24 млрд долл. денежных средств.

| Ключевые финансовые показатели<br>млн долл. | НЛМК (US GAAP) |            |          |             |             |           |
|---|----------------|------------|----------|-------------|-------------|-----------|
|   | 1 кв. 2013     | 2 кв. 2013 | Изм. %   | 1 пол. 2012 | 1 пол. 2013 | Изм. %    |
| Выручка                                     | 2 856          | 2 829      | -0,9     | 6 351       | 5 685       | -10,5     |
| Операционный денежный поток                 | 251            | 330        | 31,5     | 807         | 581         | -28,0     |
| ЕБИТДА                                      | 318            | 400        | 25,8     | 1 028       | 718         | -30,2     |
| ЕБИТДА margin                               | 11,1%          | 14,1%      | 3,0 п.п. | 16,2%       | 12,6%       | -3,6 п.п. |
| Чистая прибыль                              | 35             | 33         | -5,7     | 451         | 72          | -84,0     |
| margin                                      | 1,2%           | 1,2%       | 0,0 п.п. | 7,1%        | 1,3%        | -5,8 п.п. |
|   | 1 кв. 2013     | 2 кв. 2013 | Изм. %   | 2012        | 1 пол. 2013 | Изм. %    |
| Активы                                      | 18 510         | 17 638     | -4,7     | 18 458      | 17 638      | -4,4      |
| Денежные средства и эквиваленты             | 1 220          | 1 241      | 1,7      | 951         | 1 241       | 30,4      |
| Долг  | 4 943          | 4 786      | -3,2     | 4 632       | 4 786       | 3,3       |
| краткосрочный                               | 1 484          | 994        | -33,0    | 1 816       | 994         | -45,3     |
| долгосрочный                                | 3 459          | 3 792      | 9,6      | 2 816       | 3 792       | 34,7      |
| Чистый долг                                 | 3 723          | 3 545      | -4,8     | 3 680       | 3 545       | -3,7      |
| Долг/ЕБИТДА                                 | 2,8            | 3,0        |          | 2,4         | 3,0         |           |
| Чистый долг/ЕБИТДА                          | 2,1            | 2,2        |          | 1,9         | 2,2         |           |

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Не исключено, что долговая нагрузка НЛМК может еще несколько подрасти в 3 кв., но к концу года кредитные метрики улучшатся в случае реализации нашего базового сценария – отсутствия новой волны снижения цен на сталь и формирования условий для восстановления мировых цен во 2 пол. Мы полагаем, что НЛМК также сможет сгенерировать положительный свободный денежный поток даже при полной реализации программы капзатрат 2013 г. в 1 млрд долл. (реализована на 37,5%).

Позитивным моментом в структуре долга НЛМК можно выделить заметное сокращение его короткой части – на 45,3% до 994 млн долл. к 2012 г. или 20,8% всего кредитного портфеля, которые полностью перекрывались запасом ликвидности (денежные средства составили 1,24 млрд долл. и невыбранные кредитные линии – 2,33 млрд долл.). Таким образом, риски рефинансирования короткого долга НЛМК являются невысокими.

Напомним, в июне НЛМК досрочно погасил два выпуска облигаций серий БО-02 и БО-03 общим объемом 10 млрд руб., а уже в начале августа довольно успешно разместил два бонда серий БО-11 и БО-12 на те же 10 млрд руб. Выпуски на вторичном рынке подросли в цене до 100,1-100,28% (УТР 8,12-8,05%/982 дн.) и вряд ли стоит ждать дальнейшего роста, учитывая довольно агрессивные уровни уже при первичном размещении.

**Евгений Локтюхов**  
**Александр Полютков**  
**Никита Зевакин**

**Структура долга улучшилась – короткая часть сократилась вдвое до 0,99 млрд долл. или 21% кредитного портфеля...**

## Банк Интеза (Ba1/-/-) представил итоги по МСФО за 1 полугодие 2013 года.

**Полугодие для Банка прошло без особых изменений, при этом отсутствовала какая-либо динамика в балансовых показателях на фоне снижения доходов. Бонды Эмитента остаются слабликвидным инструментом и маловероятно, что несколько негативные, на наш взгляд, результаты окажут на них заметное влияние.**

**Комментарий.** Банк Интеза представил инвесторам отчетность по МСФО за 1 полугодие 2013 года. Среди ключевых моментов мы отмечаем:

- **Высокий уровень достаточности капитала.** Банк традиционно отличается высоким уровнем достаточности капитала, что можно расценивать как дополнительный запас прочности. По состоянию на 1 июля 2013 года по Базелю II он составил 22,7%, по РСБУ (Н1) – 15,33%. Учитывая структуру капитала, можно утверждать, что Эмитент готов к введению Базеля III.
- **Сокращение масштабов бизнеса.** Отметим, что последнее время можно наблюдать тенденцию сокращения валюты баланса Банка. В отчетном

**Банк традиционно отличается высоким уровнем достаточности капитала...**

**В 1 полугодии 2013 года маржинальность бизнеса Эмитента находилась под давлением...**

**...поскольку в 2012 году кредитный портфель сокращался, можно предположить, что произошло его «вызревание»...**

**...Эмитент сохраняет сильную зависимость от фондирования со стороны аффилированных структур...**

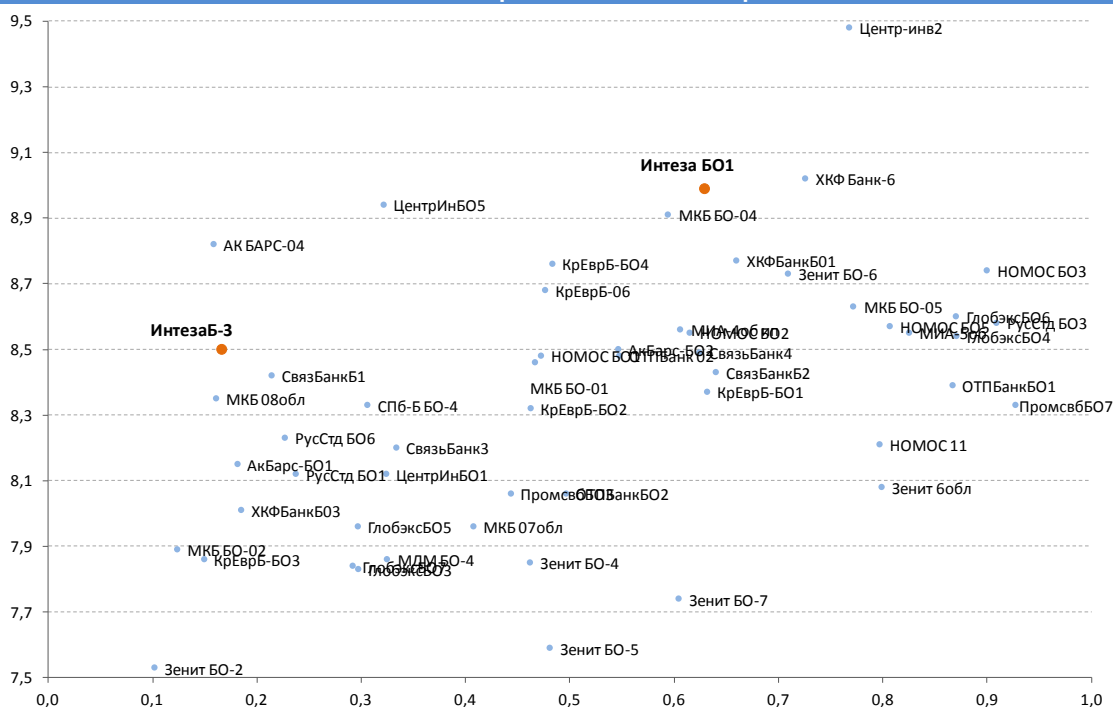
**...мы не ждем, что вышедшие несколько негативные результаты окажут заметное влияние на бумаги Банка...**

периоде это происходило в основном за счет уменьшения подушки ликвидности, при этом кредитный портфель несколько вырос – «+2%». Это заметно ниже среднеотраслевого уровня – «+7,6%», однако и эти темпы смотрятся позитивно, принимая во внимание, что в прошлом году кредитный портфель Банка сократился на 16,7%.

- **Снижение маржинальности.** В 1 полугодии 2013 года маржинальность бизнеса Эмитента находилась под давлением. Во-первых, снижались процентные доходы, что стало, вероятно, следствием сокращения активных операций в предыдущие периоды. Во-вторых, стоимость фондирования росла, в том числе благодаря размещенным ценным бумагам. Прибавим к этому еще увеличение отчислений в резервы в 2 раза. В итоге, чистая прибыль по итогам 6 месяцев упала на 65%, уведя к минимальным значениям показатели рентабельности активов и капитала: RoAA и RoAE - 0,6% и 3,1% соответственно.
- **Ухудшение качества кредитного портфеля?** Эмитент в своей отчетности не раскрывает долю неработающих кредитов. Тем не менее, поскольку в 2012 году кредитный портфель сокращался, можно предположить, что произошло его «вызревание». Учитывая при этом некоторое ухудшение макроэкономической конъюнктуры в России, скорее всего, качество активов снизилось. Косвенно это подтверждает упомянутое увеличение отчислений в резервы, при этом доля резервирования по портфелю за полгода выросла с 6,7% до 7,2%.
- **Операции со связанными сторонами.** Напомним, доля операций со связанными сторонами в обязательствах Банка Интеза составляет 47,9% (46% на начало года). Таким образом, в своей деятельности Эмитент сохраняет сильную зависимость от фондирования со стороны аффилированных структур. Впрочем, в активах доля таких операций также ощутима – 16% (13% на начало года). Отметим, что по обоим сторонам баланса зависимость в отчетном периоде несколько усилилась.

В настоящее время в обращении у Банка Интеза находится два облигационных займа. Они торгуются с существенной премией (до 100 б.п.) к крупным российским банкам, несмотря на более высокий рейтинг. Бонды характеризуются довольно скромной ликвидностью. Учитывая это, а также зависимость от материнской структуры, мы не ждем, что вышедшие несколько негативные результаты окажут заметное влияние на бумаги Банка.

### Облигации финансового сектора



13 августа 2013

**Финансовые показатели Банка Интеза по МСФО**

| Балансовые показатели, млн руб.           | 2011   | 2012   | 1H 2012 | 1H 2013 | 1H'13 / 2012   |
|---|--------|--------|---------|---------|----------------|
| ASSETS                                    | 87 712 | 78 671 | n/a     | 77 574  | -1%            |
| Cash and cash equivalents                 | 3 184  | 6 887  | n/a     | 4 222   | -39%           |
| % assets                                  | 3,6%   | 8,8%   | n/a     | 5,4%    | -              |
| Loans                                     | 62 226 | 53 274 | n/a     | 54 153  | 2%             |
| Loans (gross)                             | 68 558 | 57 117 | n/a     | 58 340  | 2%             |
| % assets                                  | 70,9%  | 67,7%  | n/a     | 69,8%   | -              |
| NPL (90+), %                              | n/a    | n/a    | n/a     | n/a     | -              |
| allowance for loan impairment / NPL (90+) | n/a    | n/a    | n/a     | n/a     | -              |
| Loans / Customer accounts                 | 3,15   | 2,80   | n/a     | 2,96    | -              |
| allowance for loan impairment             | 9,2%   | 6,7%   | n/a     | 7,2%    | -              |
| NIL                                       | 1 573  | 1 111  | n/a     | 1 040   | -6%            |
| % assets                                  | 1,8%   | 1,4%   | n/a     | 1,3%    | -              |
| Customer accounts                         | 19 752 | 19 027 | n/a     | 18 296  | -4%            |
| % assets                                  | 22,5%  | 24,2%  | n/a     | 23,6%   | -              |
| Financial assets                          | 3 404  | 3 122  | n/a     | 2 431   | -22%           |
| % assets                                  | 3,9%   | 4,0%   | n/a     | 3,1%    | -              |
| Total Capital Adequacy Ratio (Basel II)   | 19,3%  | 23,0%  | n/a     | 22,7%   | -1,3%          |
| Показатели прибыльности, млн руб.         | 2011   | 2012   | 1H 2012 | 1H 2013 | 1H'13 / 1H'12  |
| Provisions charge for loan impairment     | -159   | -138   | -244    | -501    | 106%           |
| Operating income                          | 5 340  | 5 704  | 3 096   | 2 792   | -10%           |
| Profit for the year                       | 1 005  | 1 194  | 650     | 229     | -65%           |
| Качественные показатели деятельности      | 2011   | 2012   | 1H 2012 | 1H 2013 | 1H'13 vs 1H'12 |
| RoAA                                      | 1,2%   | 1,4%   | n/a     | 0,6%    | -              |
| RoAE                                      | 7,6%   | 8,3%   | n/a     | 3,1%    | -              |
| Cost / Income                             | 73,9%  | 70,5%  | 65,7%   | 71,5%   | 5,81%          |
| NIM                                       | 7,1%   | 6,9%   | n/a     | 6,6%    | -              |

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

## 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 &lt;GO&gt;

<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.