

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Fitch повысило рейтинг Лукойла до суверенного «BBB», прогноз «Стабильный».

НОМОС-БАНК (Ва3/-/BB-): итоги 1 полугодия 2013 года.

Fitch поменяло на «Негативный» прогноз рейтинга Рязанской области, подтвердив его на уровне «B+».

Alliance Oil Company (-/B+/B) - отчетность за 1 первое полугодие 2013 года.

Fitch повысило рейтинг Лукойла до суверенного «BBB», прогноз «Стабильный».

Эксперты Fitch отмечают сильные позиции компании в переработке, разведке и добыче, а также стабильную структуру ее долга. Учитываются также крупные запасы углеводородов эмитента, его лидирующие позиции на российском рынке и глубина переработки нефти. Рейтинг Лукойла ограничен суверенным рейтингом России. Позитивные рейтинговые действия окажут некоторую поддержку евробондам компании в условиях негативной конъюнктуры.

Fitch повысило рейтинг Лукойла до суверенного «BBB», прогноз «Стабильный» ...

Эксперты отмечают сильные позиции в переработке, разведке и добыче, а также стабильную структуру долга компании...

Действия Fitch окажут некоторую поддержку евробондам Лукойла в условиях негативной конъюнктуры ...

Комментарий. Вчера вечером агентство Fitch повысило кредитный рейтинг Лукойла с «BBB-» до суверенного «BBB», прогноз «Стабильный».

Эксперты Fitch объясняют повышение рейтинга Лукойла сильными позициями компании в области переработки (downstream), разведки и добычи (upstream) нефти и газа, а также стабильной структурой долга. Напомним, что по итогам 1 кв. 2013 г. уровень долговой нагрузки Лукойла оставался низким – размер долга составил 6,6 млрд долл., метрики Долг/EBITDA – 0,4х и Чистый долг/EBITDA – 0,2х. При этом короткий долг в размере 627 млн долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах в объеме 2,68 млрд долл.

Агентство полагает, что данная ситуация сохранится в среднесрочной перспективе. Кроме того, рейтинг учитывает крупные запасы углеводородов компании, а также ее лидирующие позиции на российском рынке и большую относительно крупнейших российских компаний глубину переработки нефти. Fitch ожидает сохранения или даже роста добычи углеводородов в среднесрочном периоде (сейчас добыча составляет 2,2 млн барр./сутки).

Рейтинг Лукойла ограничен суверенным рейтингом России – собственный рейтинг компании находится между нижней и средней границей рейтингов категории «А».

В целом, повышение рейтинга Лукойла агентством Fitch до суверенного «BBB» – положительный момент для компании и более чем отвечает ее текущему крепкому кредитному профилю. Вместе с тем, мы не ждем заметной реакции в котировках евробондов Лукойла, поскольку у эмитента уже с апреля 2013 г. был рейтинг «BBB» от S&P. В то же время позитивные рейтинговые действия могут оказать некоторую поддержку евробондам Лукойла в условиях негативной конъюнктуры.

Александр Полюттов

НОМОС-БАНК (Ва3/-/ВВ-): итоги 1 полугодия 2013 года.

Финансовые показатели Банка за отчетный период выглядят слабее, чем годом ранее. Отдельно мы обращаем внимание на темпы роста операций с финансовыми инструментами и убытки по ним в 1 полугодии 2013 года, а также на снижение уровня резервирования NPL. Напомним, что недавно Fitch понизил рейтинг Банка на 1 ступень, при этом бумаги Кредитной организации оставались под давлением.

...начисление резервов выросло на 67% до 3,6 млрд руб. ...

... уровень резервирования данных «неработающих» кредитов по сравнению с 1 июля прошлого года упал с 88% до 60%.

Наибольший вклад внесли корпоративные облигации и еврооблигации, объем которых увеличился в 2,5 раза до 50 млрд руб.

...учитывая проводимую реорганизацию во вновь формируемой структуре, не удивительно, что расходы находятся под давлением...

На наш взгляд, бумаги Кредитной организации останутся под давлением.

Комментарий. По итогам отчетного периода прибыль НОМОС-БАНКа по сравнению с аналогичным периодом прошлого года сократилась на 27% до 6,1 млрд руб. На наш взгляд, три фактора оказали основное давление на финансовый результат Эмитента.

Во-первых, начисление резервов выросло на 67% до 3,6 млрд руб. В целом, конъюнктура в российской экономике, действительно, не слишком оптимистичная, поэтому многие кредитные организации рапортуют о росте отчислений в резервы. Однако здесь мы хотели бы обратить внимание на следующий момент: NPL (90 дней - 1 год) по корпоративному сегменту вырос на 40,1% до 8,4 млрд руб. При этом уровень резервирования данных «неработающих» кредитов по сравнению с 1 июля прошлого года упал с 88% до 60%. По нашему мнению, в дальнейшем это может привести к доначислению резервов и дополнительным убыткам.

Во-вторых, убыток по операциям с ценными бумагами составил 1,8 млрд руб. против прибыли в 0,7 млрд руб. за а.п.п.г. В основном, ключевой негатив был получен во втором квартале текущего года, когда рынки были особенно волатильными. Напомним, что за 2 квартал 2013 года ОФЗ 26207, для примера, потеряла 5 п.п. в цене. Тем не менее, здесь мы бы хотели также остановиться на одном моменте: у НОМОС-БАНКа за последние 12 месяцев портфель бумаг, оцениваемых по справедливой стоимости, значительно вырос – в 2 раза до 121 млрд руб. (без учета деривативов). Наибольший вклад внесли корпоративные облигации и еврооблигации, объем которых увеличился в 2,5 раза до 50 млрд руб. Таким образом, чувствительность финансового результата Банка к изменениям ситуации на рынке ценных бумаг возрос, при том, что НОМОС-БАНК не дает в отчетности расшифровку качества (скажем, разбивку по рейтингам) сформированного портфеля.

В третьих, операционные расходы Эмитента возросли на 12% до 10,7 млрд руб. Показатель Cost / Income увеличился с 43,1% до 48,2%. В своем пресс-релизе Банк отмечает, что расходы находятся под строгим контролем, однако, учитывая проводимую реорганизацию во вновь формируемой структуре, не удивительно, что расходы находятся под давлением.

Напомним, что недавно агентство Fitch понизило рейтинг НОМОС-БАНКа на 1 ступень до «ВВ-», при этом ключевым драйвером данного действия были не столько финансовые результаты, сколько долги ФК «Открытие» и потенциальное перераспределение долгов на НОМОС-БАНК. Впрочем, согласно представленной отчетности, объем операций со связанными сторонами пока вырос незначительно.

Отметим, что НОМОС-БАНК является активным участником долгового рынка и в качестве эмитента. За последний год спрэд бумаг Банка к госдолгу расширился, и сейчас выпуски торгуются с премией к другим крупным частным банкам. На наш взгляд, бумаги Кредитной организации останутся под давлением.

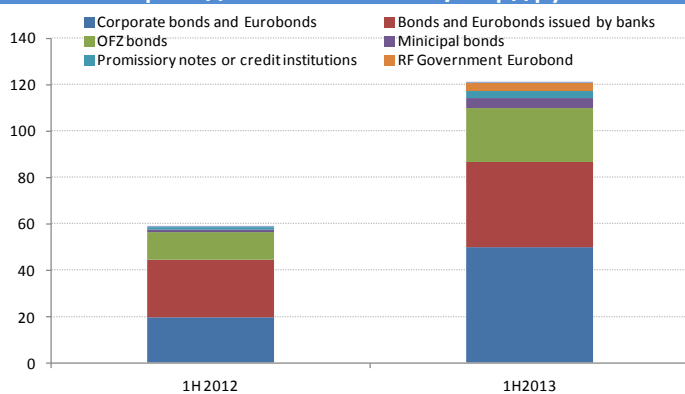
Финансовые показатели по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2012	1Н 2012	1Н 2013	1Н '13 / 2012
Активы	662	900	699	977	9%
Кредиты (net)	448	591	509	703	19%
Кредиты (gross)	468	612	529	726	18%
доля в активах	67,6%	65,6%	72,8%	71,9%	-
NPL (>90дн.)	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%	-
Покрытие NPL резервами	2,1	1,8	1,7	1,4	-
Кредиты / Средства клиентов	1,2	1,3	1,4	1,3	-
Вложения в финансовые активы	88	109	73	125	14%
доля в активах	13,3%	12,2%	10,4%	12,8%	-

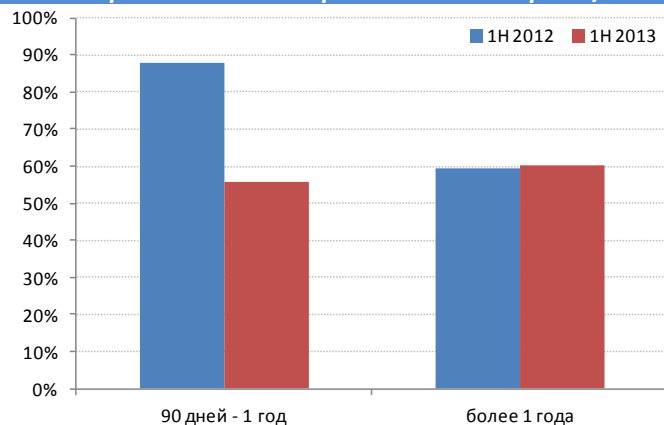
Инвестиционная недвижимость	4	5	4	5	1%
	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	-
Средства клиентов	382	472	375	555	18%
доля в активах	57,8%	52,4%	53,6%	56,8%	-
Коэффициент достаточности общего капитала (CAR)	16,2%	16,3%	15,5%	15,5%	-
Показатели прибыльности, млрд руб.					
Создание резервов под обесценение	-8,4	-5,9	-2,2	-3,6	67%
Операционные доходы**	41,2	45,5	22,3	22,3	0%
Операционные расходы	-17,3	-21,4	-9,6	-10,7	12%
Прибыль	12,1	15,0	8,3	6,1	-27%
Качественные показатели деятельности					
Рентабельность активов (RoAA)	2,0%	1,9%	2,4%	1,3%	-1,1%
Рентабельность собственных средств (RoAE)	18,2%	18,1%	20,7%	13,0%	-7,8%
C/I	41,9%	47,0%	43,1%	48,2%	5,2%
NIM	5,3%	4,5%	4,9%	4,2%	-0,7%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Promsvyazbanka

Портфель ценных бумаг, отражаемых по справедливой стоимости, млрд руб.

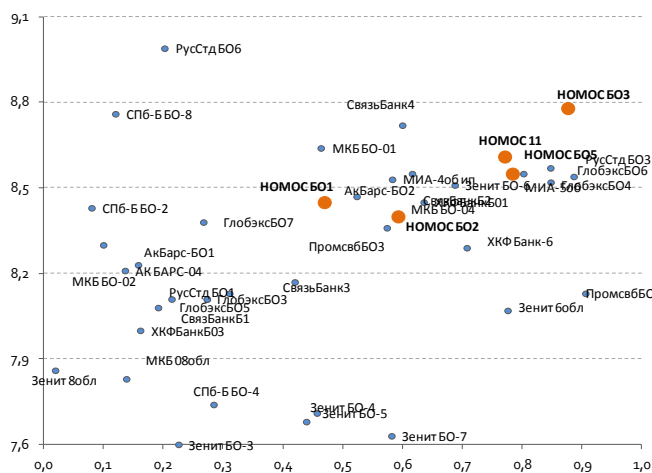


Покрытие «неработающих» кредитов резервами: Резервы по NPL за период / NPL за период, %

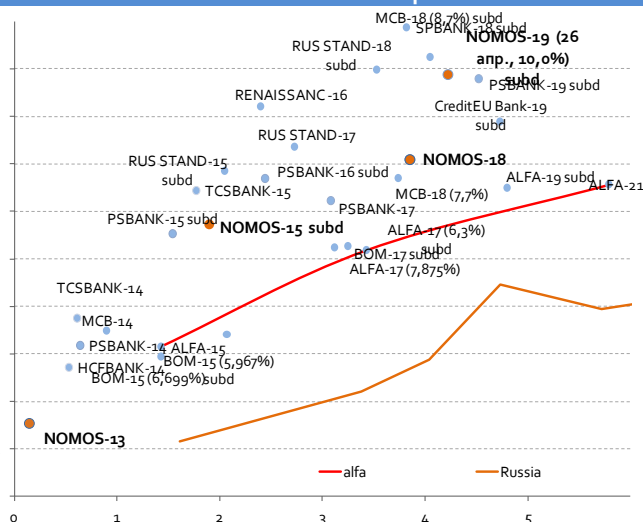


Источник: данные НОМОС-БАНКа, оценки Аналитического департамента Promsvyazbanka

Карта доходностей облигаций: Финансовый сектор



Карта доходностей еврооблигаций: Финансовый сектор



Елена Федоткова

Fitch поменяло на «Негативный» прогноз рейтинга Рязанской области, подтвердив его на уровне «В+».

Пересмотр прогноза Fitch связывает с ростом прямого долга области, а также увеличением рисков рефинансирования в 2014 г. Высокая задолженность региона отражается на уровне рейтинга «В+», который является самым низким среди рейтингуемых российских регионов. Безусловно, новость окажет давление на котировки облигаций Рязанской области, но реакция будет незначительной, поскольку бумаги неликвидные.

Fitch изменило на «Негативный» прогноз рейтинга Рязанской области «В+»...

Комментарий. Агентство Fitch изменило прогноз по рейтингам Рязанской области со «Стабильного» на «Негативный», подтвердив сам рейтинг на уровне «В+». Рейтинговые действия также распространяется на облигации Рязанской области серий 34001 и 34002 общим объемом 4 млрд руб.

Эксперты Fitch ожидают превышения прямого риска (прямой долг плюс прочая задолженность) у Рязанской области до 80% от текущих доходов к концу 2013 г. по сравнению с уже высоким уровнем в 72% на конец 2012 г. Высокая задолженность Рязанской области отражается в долгосрочных рейтингах «В+», которые являются самыми низкими среди рейтингуемых Fitch российских регионов.

Эксперты ожидают повышения долга в 2013 г., рисков рефинансирования – в 2014 г. ...

Кроме того, Fitch оценивает краткосрочные потребности региона в рефинансировании как умеренные на уровне около 17% прямого риска на 1 июля 2013 г. При этом потребности в рефинансировании в 2014 г. составляют 47% прямого риска. Высокая ликвидность сглаживает риски рефинансирования. В целом, администрация области улучшила управление долгом за счет ухода от зависимости от краткосрочных банковских кредитов к привлечению кредитов из федерального бюджета под низкие процентные ставки, среднесрочных банковских кредитов и выпуску облигаций.

Руководство региона добилось хороших результатов в развитии базы налогообложения...

Fitch отмечает, что администрация Рязанской области достигла хороших результатов в развитии местной базы налогообложения. Налоговые доходы региона в среднем увеличивались на 16% в 2010-2012 гг. В то же время текущие трансферты из федерального бюджета сокращались теми же темпами в указанный период. Тем не менее, операционная маржа региона оставалась стабильной на уровне около 5% в 2011-2012 гг.

Ключевые бюджетные показатели	6м2012	6м2013	Изм. %	2013П	Испол-е %
Доходы	17,1	17,1	-0,4	34,7	49,2
Соб.доходы	10,9	11,6	6,6	27,4	42,4
Налог на прибыль	3,5	3,4	-4,0	8,5	39,9
НДФЛ	3,2	3,6	12,6	8,5	42,2
Соб.доходы/Доходы	63,6%	68,1%	4,5 п.п.	79,1%	-
Безвозмездные перечисления	6,2	5,5	-12,7	7,2	75,3
Расходы	17,7	18,5	4,8	41,6	44,6
Дефицит/профицит	-0,5	-1,5	172,7	-6,9	-
млрд руб.	2012	6м2013	Изм. %	2013П	Изм. %
Госдолг	21,0	19,8	-6,0	25,3	28,2
Госдолг/Соб.доходы	91,1%	83,1%	-8,8	92,3%	-

Источники: данные Минфина Рязанской области, расчеты Промсвязьбанка

В целом, действия Fitch выглядят вполне логично, учитывая, что долговая нагрузка у Рязанской области является весьма высокой по меркам российских регионов (по нашим оценкам, Госдолг в собственных доходах составлял порядка 83% на 1 июля 2013 г.), при этом перспективы ее снижения неочевидны. Напротив, госдолг региона в 2013 г. может еще подрасти, учитывая предусмотренный законом о бюджете на 2013 г. дефицит в размере 6,9 млрд руб. (или 19,9% всех доходов), который на фоне снижения перечислений из федерального бюджета, скорее всего, будет покрыт новыми заимствованиями.

Отметим, что возрастающие риски рефинансирования короткого госдолга, как у Рязанской области в 2014 г., довольно актуальны на сегодняшний день для субъектов РФ. Вместе с тем, финансовые власти региона, на наш взгляд, предпринимают верные решения по удлинению госдолга за счет размещения облигаций и привлечения среднесрочных кредитов. Тем не менее, вопрос остается открытым для области и создает риски

Решение Fitch окажет давление на котировки облигаций региона, но они практически неликвидные...

рефинансирования долга в следующем году.

Решение Fitch, безусловно, окажет давление на котировки облигаций Рязанской области серий 34001 (YTM 8,47%/295 дн.) и 34002 (YTM 8,67%/930 дн.). В то же время выпуски практически неликвидные, поэтому реакция будет весьма сдержанной.

Александр Полютов

Alliance Oil Company (-/B+/B) - отчетность за 1 первое полугодие 2013 года.

Компания показала неплохой второй квартал, однако в сравнении с полугодие прошлого года норма прибыли показала снижение. Структура долга, а также запас ликвидность создает комфорт инвесторам.

Комментарий.

Ликвидность остается на высоком уровне...

...полностью покрывая короткие обязательства

Структура долга комфортная – 82% длинный долг...

Debt/EBITDA – 3.05

Ситуация на Дальнем Востоке может негативно сказаться на результатах компании...

Бумаги АОС покупать рано...

Результаты компании, полученные во втором полугодии, мы оцениваем как умеренно положительные. Основных успехов Alliance Oil Company (АОС) удалось достичь именно во втором квартале, где эмитент показал как рост выручки, так и нормы прибыли. Вместе с тем, по сравнению с полугодием 2012 года, рентабельность продемонстрировала отрицательную динамику, что было тенденцией, присущей нефтегазовым компаниям, и обусловленной, в том числе, снижением цен, а также большим фискальным бременем за отчетные шесть месяцев. Довольно важным моментом, по нашему мнению, является уверенная ликвидная позиция АОС, которая на конец июня составляла 397,8 млн долл., при этом, по сообщению компании, на середину августа сумма остатков на счетах достигала 454,13 млн долл. В отчетности эмитент не раскрывает данную строку, поэтому не очень ясно, насколько свободно АОС может использовать данные средства, однако, в любом случае, данный факт добавляет комфорта инвесторам, особенно принимая во внимание, что сумма покрывает короткий долг с запасом.

В части структуры обязательств отметим, что компания увеличила процент длинных долгов - теперь структура портфеля выглядит следующим образом: 82% - длинные бумаги, 18% - короткие обязательства. Большая часть длинного долга погашается более чем через 2 года. В абсолютных значениях сумма обязательств не значительно изменилась и составила 2,158 млрд долл. против 2,076 на начало текущего года. Значение Debt/LTM EBITDA составило 3,05 против показателя на конец прошлого года в 2,94%.

Мы считаем, что текущая ситуация на Дальнем Востоке может иметь негативное отражение на второе полугодие. Напомним, что большую часть выручку компания получает именно за счет нефтепереработки, а основной регион сбыта - Дальний Восток.

Бумаги АОС традиционно дают весомую премию к другим представителям нефтегазового сегмента. Сегодня котировки еврооблигаций с погашением в 2020 году стоят с доходностью в 7,20%. Однако на фоне глобальной распродажи инвестировать в любой актив развивающихся рынков пока рано.

Игорь Голубев

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

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

Николай Кашеев	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	--	---------------

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	Руководитель направления	LoktyukhovEA@psbank.ru	доб. 77-47-61
Илья Фролов	Главный аналитик	FrolovIG@psbank.ru	доб. 77-47-06
Олег Шагов	Главный аналитик	Shagov@psbank.ru	доб. 77-47-06
Владимир Гусев	Ведущий аналитик	GusevVP@psbank.ru	доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	Ведущий аналитик	KrylovaEA@psbank.ru	доб. 77-67-31

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев	Руководитель направления	GolubevIA@psbank.ru	доб. 77-47-29
Елена Федоткова	Главный аналитик	FedotkovaEV@psbank.ru	доб. 77-47-16
Алексей Егоров	Ведущий аналитик	EgorovAV@psbank.ru	доб. 77-47-48
Вадим Паламарчук	Ведущий аналитик	PalamarchukVA@psbank.ru	доб. 77-47-81
Александр Полютов	Ведущий аналитик	PolyutovAV@psbank.ru	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.