



Утренний Express-О

27 августа 2014 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Банк Пересвет (-/B+/-): первичное размещение.



Металлоинвест (Ba2/BB/BB): отчетность за 1 пол. 2014 г. по МСФО.



Райффайзенбанк (Baaz/BBB/BBB) отчетность по МСФО за 1 пол. 2014 г.: хуже, чем в прошлом году, но лучше рынка.



ТМК (B1/B+/-): результаты 1 пол. 2014 г. по МСФО.



Акрон (B1/-/B+) отчитался за 1 пол. 2014 г.



Группа ЛСР (B2/B/-) раскрыта сильные результаты по МСФО-отчетности за I полугодие 2014 г.

Банк Пересвет (-/B+/-): первичное размещение.

Сегодня, 27 августа, пройдет book-building на выпуск серии БО-02 АКБ «Пересвет» объемом 2 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 12,2-12,3% (квартальный купон), что соответствует доходности 12,77-12,88% к годовой оферте. Напомним, в конце июня 2014 года прошло размещение дебютного выпуска Банка серии 03 объемом 2 млрд руб. с купоном 12,3% (полугодовой купон) и полугодовой офертой. Премия к ОФЗ составила 460 б.п.

По сути, сейчас Банк на год предлагает те же уровни по купону на более долгий срок, несмотря на конъюнктуру. Предпосылок для этого не так много: предоставленная отчетность за 1 полугодие 2014 года была нейтральной. При этом на данных уровнях уже торгуются бумаги ЛОКОБнкБО5 – 12,86%/0,87 (B2/-/B+) и ВнешпрБО-3 – 12,57%/0,8 (B2/B+/-), уже входящие в перечень РЕПО с дисконтом 20%. Новый выпуск может быть интересен, несмотря на негативную конъюнктуру и наличие вероятности поднятия ключевой ставки ЦБ, при условии пересмотра S&P своих оценок рейтингов Банка. Последнее не исключено на фоне усиления капитала и высоких качественных метриках.

**Комментарий.** Сегодня, 27 августа, пройдет book-building на выпуск серии БО-02 АКБ «Пересвет» объемом 2 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 12,2-12,3% (квартальный купон), что соответствует доходности 12,77-12,88% к годовой оферте. Напомним, в конце июня 2014 года прошло размещение дебютного выпуска Банка серии 03 объемом 2 млрд руб. с купоном 12,3% (полугодовой купон) и полугодовой офертой. Премия к ОФЗ составила 460 б.п. Сейчас выпуск торгуется на уровне номинала.

По сути, Банк по новому займу на год предлагает те же уровни по купону на более долгий срок, несмотря на конъюнктуру. Предпосылок для этого не так много: предоставленная

27 августа 2014

отчетность за 1 полугодие 2014 года была нейтральной. При этом на данных уровнях уже торгуются бумаги ЛОКОБнкБО5 – 12,86%/0,87 (B2/-/B+) и ВнешпрБО-3 – 12,57%/0,8 (B2/B+/-), уже входящие в перечень РЕПО с дисконтом 20%, выступая конкурентоспособной альтернативой текущему размещению.

Что касается недавно предоставленных финансовых итогов первого полугодия 2014 года, то, как мы отметили выше, их можно назвать вполне нейтральными, принимая во внимание в целом не вполне благоприятный фон для банковского сектора:

- **В целом прибыль осталась на прежних уровнях**, продемонстрировав небольшое снижение по сравнению с полугодием прошлого года – 1 млрд руб. (-4%). При этом доходы от основной деятельности показали рост (процентные доходы после начисления резервов выросли на 17%), в то время как ситуация на финансовых рынках привела к убыткам по операциям с валютой и ценными бумагами (-569 млн руб.), что и оказало, в конечном счете, давление на прибыль.
- **Качество кредитного портфеля на прежнем уровне** – показатель NPL (90+) остался на уровне 1%.
- **Отток корпоративных депозитов**. Из моментов, на которые стоит обратить внимание, мы отмечаем отток средств клиентов – «-5%» до 63,8 млрд руб. Произошло это за счет депозитов корпоративных клиентов. Впрочем, мы не исключаем, что это было связано с активизацией вопроса вокруг банков, в которых могут размещать средства госкомпании. Пока требование к капиталу не было определено на уровне 10 млрд руб. в ходе обсуждения данной величины можно было наблюдать волатильность остатков на счетах госкомпаний в небольших банках. Отдельно банк отмечает, что на 15 августа совокупный объем корпоративных средств на счетах банка вырос до 55,012 млрд руб. (56,4 млрд руб. на начало года, 52,1 млрд руб. на отчетную дату).
- **Структура фондирования – на пути диверсификации**. По итогам полугодия произошли некоторые изменения в структуре фондирования. Так, доля физлиц в средствах клиентов выросла с 16% до 18%. Усилилось значение заимствований от банков – с 10,3 млрд руб. до 15,2 млрд руб. (с 10% до 15%). При этом отметим, что треть краткосрочных депозитов приходится на один банк (с рейтингов «BBB-», по данным Пересвета). Кроме того в отчетный период попадает размещение дебютного облигационного займа, в результате чего доля заимствований через долговые бумаги (включая векселя) увеличивается с 2% до 3,4% в пассивах. Таким образом структура становится более диверсифицированной.
- **Капитал – хорошо и будет еще лучше**. Достаточность капитала (по РСБУ) на конец 1 полугодия составляла: H1.0 – 13,07% (min 10%), H1.1 – 9,73% (min 5%), H1.2 – 10,23% (min 5,5%). При этом в августе 2014 года ЦБ РФ зарегистрировал решение об увеличении уставного капитала Банка до 1,8 млрд руб. Пересвет планирует увеличение уставного капитала путём доразмещения акций Банка на сумму 0,8 млрд руб. Также в августе 2014 года Банк заключил договор о привлечении субординированного займа в сумме 150 000 тыс. долл. с номинальной процентной ставкой 9% годовых, который планируется включить в основной капитал.

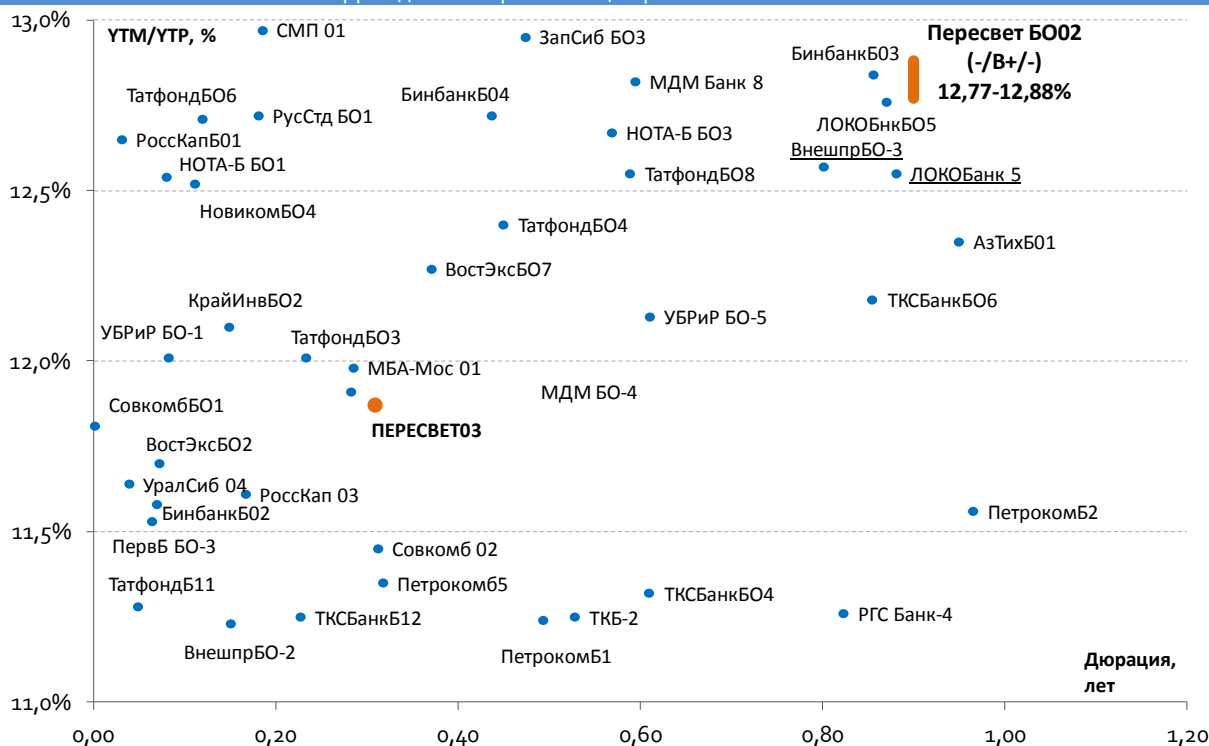
Новый выпуск может быть интересен, несмотря на негативную конъюнктуру и наличие вероятности поднятия ключевой ставки ЦБ, при условии пересмотра S&P своих оценок рейтингов Банка. Последнее не исключено на фоне усиления капитала и высоких качественных метриках. Напомним, не так давно Moody's отозвал свой рейтинг, который, в отличие от S&P был на низком уровне («B3»).

27 августа 2014

**Финансовые показатели АКБ «Пересвет»**

Балансовые показатели, млн руб.	2012	2013	1Н 2013	1Н 2014	Изм. в % к 2013 году
Активы	82 958,2	102 447,0	91 291,6	102 103,2	0%
Денежные и приравненные к ним средства	13 586,1	12 820,8	13 937,6	10 167,9	-21%
доля в активах	16,4%	12,5%	15,3%	10,0%	---
Кредиты, выданные клиентам	55 144,9	74 122,5	62 881,4	75 882,6	2%
Кредиты, выданные клиентам (gross)	57 115,0	75 136,6	64 577,1	76 842,0	2%
доля в активах	66,5%	72,4%	68,9%	74,3%	---
NPL (90+)	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	---
доля кредитов физлицам	5,0%	4,5%	55,9%	5,1%	---
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	3,5	1,2	2,7	1,2	---
Кредиты / Средства клиентов	1,0	1,1	1,0	1,2	---
Финансовые активы	13 444,5	13 540,1	13 507,4	14 337,1	6%
доля в активах	16,2%	13,2%	14,8%	14,0%	---
Достаточность капитала (Н1)	12,16%	12,95%	11,72%	13,07%	1%
Показатели прибыльности, млн руб.	2012	2013	1Н 2013	1Н 2014	Изм. в % к 1Н2013
Чистые убытки от обесценения кредитов	-5,8	635,5	108,9	-11,3	---
Операционные доходы*	2 961,3	3 674,6	1 641,5	1 733,0	6%
Прибыль	1 748,1	2 716,4	1 064,4	1 016,7	-4%
Качественные показатели деятельности	2012	2013	1Н 2013	1Н 2014	Изм. к 1Н2013
RoAA	2,4%	2,9%	2,4%	2,0%	0%
RoAE	28,7%	31,4%	28,1%	19,1%	-9%
Cost / Income	26,4%	25,0%	26,8%	27,7%	0,9%
NIM	4,6%	4,7%	4,7%	4,5%	-0,2%

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

**Доходности еврооблигаций российских эмитентов**


Елена Федоткова

27 августа 2014

## Металлоинвест (Ba2/BB/BB): отчетность за 1 пол. 2014 г. по МСФО.

На фоне падения цен на железную руду ожидаемо слабые данные показал горнорудный сегментMetalлоинвеста, что сказалось на общих результатах холдинга. Так, выручка сократилась на 7% (г/г) до 3,5 млрд долл., показатель EBITDA – на 12% до 1,09 млрд долл., при этом компании удалось удержать EBITDA margin выше 30%. Отчасти поддержку финансамMetalлоинвеста оказал металлургический сегмент. Долговая нагрузкаMetalлоинвеста кардинально не изменилась – метрика Чистый долг/EBITDA составила 2,3х против 2,4х в 2013 г. главным образом благодаря продаже части пакета Норникеля за 490 млн долл., что позволило улучшить позицию ликвидности – денежные средства на счетах выросли на 90% до 993 млн долл. и полностью покрывали короткий долг 950 млн долл. Результаты 1 пол. 2014 г. скорее нейтральные для евробондовMetalлоинвеста, в том числе в свете продажи части пакета Норникеля – движения котировок возможны вместе с рынком. В рамках стратегии buy&hold интерес может представлять рублевый бондMetalлоинвест 01 (YTP 10,46%/0,53 г.) по цене ниже номинала.

**Metalлоинвест представил отчетность за 1 пол. 2014 г. ...**

**У компании наблюдалось снижение показателей из-за падения мировых цен на железную руду...**

**Отчасти поддержку финансам холдинга оказал металлургический сегмент...**

**Комментарий.** Вчера Metalлоинвест представил отчетность за 1 пол. 2014 г. по МСФО. На фоне падения мировых цен на железную руду (на 17,2% г/г – по средней за период цене) ожидаемо слабые данные показал горнорудный сегментMetalлоинвеста (приходится более половины бизнеса), что сказалось на общих результатах холдинга. Так, выручка компании сократилась на 7% (г/г) до 3,5 млрд долл., показатель EBITDA – на 12% до 1,09 млрд долл., при этом компании удалось удержать EBITDA margin выше 30%.

Отчасти поддержку финансамMetalлоинвеста оказал металлургический сегмент, для которого падение цен на сырье идет на пользу, впрочем эффект был ограничен структурными изменениями в продажах (выросла отгрузка чугуна и сократилась поставка стальной продукции, поскольку были закрыты устаревшие мощности на Уральской Стали).

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Metalлоинвест (МСФО)			ММК (МСФО)			Северсталь (МСФО)		
	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %
Выручка	3 807	3 533	-7,2	4 444	4 090	-8,0	6 661	6 191	-7,1
Операционный денежный поток	706	770	9,1	423	538	27,2	665	1 172	76,3
EBITDA	1 230	1 087	-11,6	678	693	2,2	909	1 140	25,4
EBITDA margin	32,3%	30,8%	-1,5 п.п.	15,3%	16,9%	1,6 п.п.	13,6%	18,4%	4,8 п.п.
Чистая прибыль	621	549	-11,6	-136	80	-	4	-762	-
margin	16,3%	15,5%	-0,8 п.п.	отриц	1,96%	-	0,06%	отриц	-
	2013	1 пол.14	Изм. %	2013	1 пол.14	Изм. %	2013	1 пол.14	Изм. %
Активы	10 451	11 088	6,1	12 148	11 835	-2,6	14 534	12 661	-12,9
Денежные средства и эквиваленты	523	993	90,0	154	497	222,7	1 036	780	-24,7
Долг	5 965	5 848	-2,0	3 173	3 194	0,7	4 754	3 860	-18,8
краткосрочный	190	951	400,0	1 010	1 010	0,0	628	151	-75,9
долгосрочный	5 775	4 897	-15,2	2 163	2 184	1,0	4 127	3 708	-10,1
Чистый долг	5 443	4 855	-10,8	3 019	2 697	-10,7	3 718	3 080	-17,2
Долг/EBITDA	2,7	2,8		2,6	2,6		2,3	1,7	
Чистый долг/EBITDA	2,4	2,3		2,5	2,2		1,8	1,3	

Источники: данные компаний, PSB Research

**Долговая нагрузка кардинально не изменилась – Долг/EBITDA составила 2,3х против 2,4х в 2013 г. ...**

**Компания заметно улучшила позицию ликвидности за счет продажи 1,5% Норникеля за 490 млн долл. ...**

Отметим, что цены на железную руду по-прежнему остаются на минимуме за последние 2 года – это может продолжить оказывать давление на финансы горнорудного сегментаMetalлоинвеста, впрочем, у компании сохраняется достаточный запас прочности по рентабельности, также отчасти негативный эффект падения цен на сырье может нивелировать металлургический сегмент.

Несмотря на снижение прибыльности, Metalлоинвест за 6 мес. 2014 г. нарастил операционный денежный поток на 9% до 770 млн долл. благодаря улучшениям в оборотном капитале.

Долговая нагрузкаMetalлоинвеста кардинально не изменилась – метрика Чистый долг/EBITDA составила 2,3х против 2,4х в 2013 г. главным образом благодаря продаже части пакета Норникеля за 490 млн долл. (доля снизилась с 5% до 3,5%), что позволило

27 августа 2014

**Металлоинвест сократил инвестпрограмму 2014 г. с 750 до 600 млн долл...**

**Мы не ждем особой реакции в евробондах Metalloinvest, движения возможны вместе с рынком...**

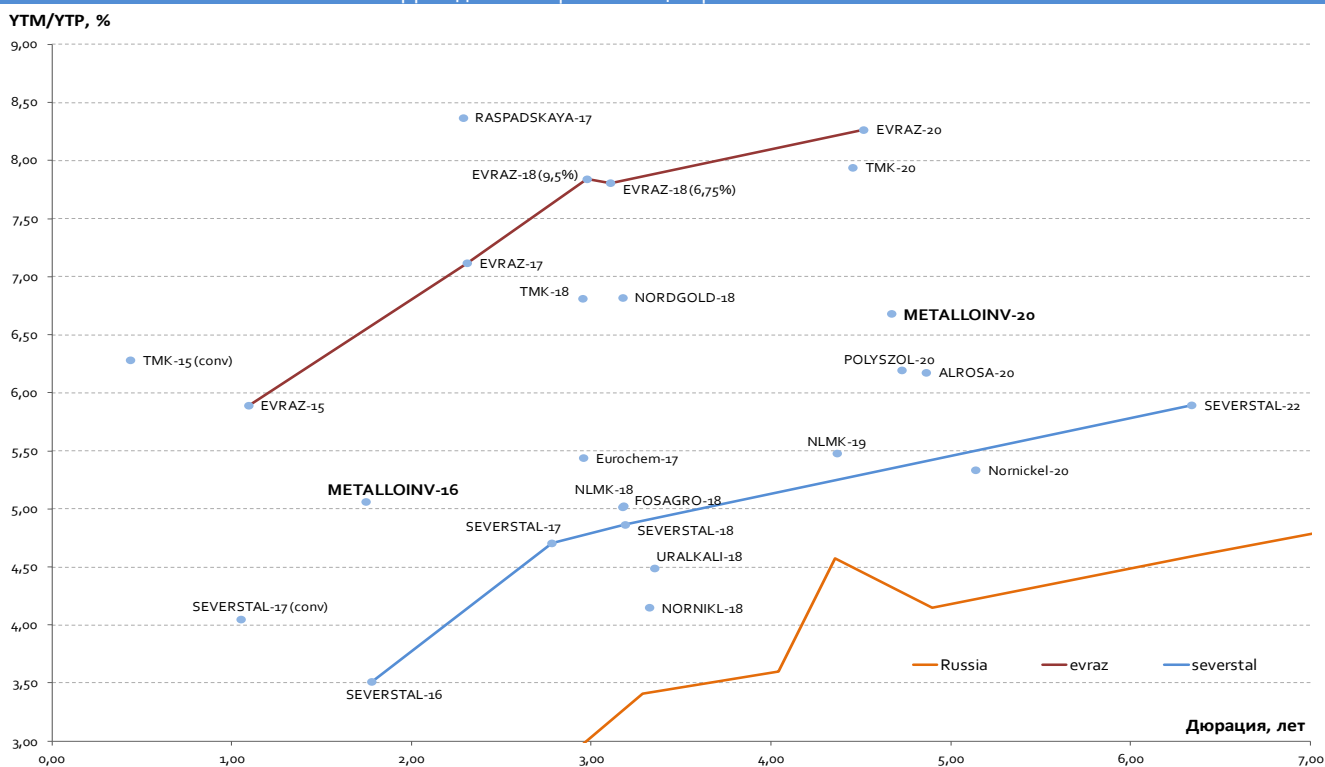
**В рамках стратегии buy&hold интерес может составить выпуск Metalloinvest 01...**

заметно улучшить позицию ликвидности холдинга – денежные средства на счетах выросли на 90% до 993 млн долл. и полностью покрывали короткий долг 950 млн долл. У Metalloinvestа сохраняется запас прочности в виде портфельного пакета акций Норникеля (3,5%), продажа которых может поддержать финансовое положение компании в случае необходимости.

Отметим, что Metalloinvest на фоне низких цен на железную руду скорректировал свою инвестиционную программу, сократив ее с 750 млн долл. до 600 млн долл., что мы оцениваем положительно, поскольку не потребует привлечь дополнительные средства на ее реализацию и повысит устойчивость кредитного профиля холдинга в непростых условиях низких цен на руду.

В целом, результаты 1 пол. 2014 г. скорее нейтральные для евробондов Metalloinvestа, в том числе в свете новости о продаже части пакета Норникеля – движение котировок возможны вместе с рынком. В рамках стратегии buy&hold интерес может представлять рублевый бонд Metalloinvest 01 (УТР 10,46%/0,53 г.) по цене ниже номинала (99,36-99,40%).

## Доходности еврооблигаций российских эмитентов



Александр Полютов

27 августа 2014

Райффайзенбанк (Вааз/ВВВ/ВВВ) отчетность по МСФО за 1 пол. 2014 г.: хуже, чем в прошлом году, но лучше рынка.

Ухудшение операционной среды оказало негативное влияние на финансовые показатели Райффайзенбанка. В то же время кредитные метрики Банка продолжают оставаться по многим параметрам лучше, чем в среднем по отрасли. Чистая прибыль Райффайзенбанка в первом полугодии 2014 г. сократилась на 11% г/г. и составила 10,2 млрд руб. Несмотря на снижение прибыльности, показатели эффективности все еще находятся на высоком уровне: ROAE=17,8%, Cost/Income=43.1%.

Собственные средства в результате выплаты дивидендов за 2013 г. в размере 12,1 млрд руб. сократились. Общий коэффициент достаточности капитала по Базель III снизился с 19,3% до 18,1%.

На облигации Райффайзенбанка опубликованная отчетность вряд ли сможет оказать влияние. Единственный выпуск облигаций серии БО-1 котируется с доходностью 9,74% к оферте 29.10.2015 г., что предполагает премию к ОФЗ 138 б.п. и соответствует, на наш взгляд, справедливому уровню.

#### Комментарий.

*В первом полугодии 2014г. активы Райффайзенбанка выросли на 5,2%.*

В первом полугодии 2014 г. активы Райффайзенбанка выросли на 5,2% до 748,7 млрд руб. В структуре баланса опережающими темпами рос запас ликвидности, объем которого увеличился на 6,9% с начала года и составил 247,5 млрд руб. или 33% от валюты баланса. В составе ликвидных активов Банк сократил портфель ценных бумаг, генерирующий в текущих условиях отрицательную переоценку, и нарастил запас денежных средств и эквивалентов со 154,5 млрд руб. до 187,3 млрд руб.

*Запас денежных средств и эквивалентов увеличился, а портфель ценных бумаг сократился. Ликвидная позиция сохраняется на комфортном уровне*

Кредитный портфель Райффайзенбанка с начала года рос умеренными темпами, прирост составил 4,8%. В структуре кредитного портфеля опережающими темпами росла выдача кредитов физическим лицам (+7,5% до 195,3 млрд руб.) и кредитов МСБ (+16% до 20,6 млрд руб.). Корпоративный кредитный портфель рос слабее остальных сегментов – всего +2,7% с начала года до 256,8 млрд руб.

*Доля индивидуально обесцененных кредитов выросла за полугодие на 0,7 процентных пункта до 5,4%.*

Доля индивидуально обесцененных кредитов выросла за полугодие на 0,7 процентных пункта до 5,4%. На фоне ухудшения качества кредитов Банк увеличил отчисления в резервы на возможные потери на 3,1 млрд руб., что вместе со снижением доходов по торговым операциям стало причиной снижения чистой прибыли на 11% г/г.

*Чистая прибыль сократилась на 11% г/г. Тем не менее показатели эффективности Райффайзенбанка сохраняются выше среднеотраслевых*

Несмотря на снижение прибыльности, показатели эффективности Райффайзенбанка сохраняются на высоком уровне (ROAE=17,8%, Cost/Income=43.1%) и превосходят среднеотраслевые значения. Так средний показатель рентабельности собственного капитала по банковской системе России по итогам первого полугодия текущего года составил 13,4%.

*Обеспеченность собственным капиталом на высоком уровне.*

Устойчивая способность генерировать значительную прибыль позитивно влияет на капитализацию Райффайзенбанка. В то же время выплата дивидендов за 2013 г. в размере 12,1 млрд руб. (что ниже полученной прибыли за 6м2014 г.) обусловила сокращение собственного капитала со 115,8 млрд руб. до 113,9 млрд руб. Общий коэффициент достаточности капитала по Базель III снизился с 19,3% до 18,1%. Коэффициент достаточности собственных средств (Н1.0) по российским стандартам на 01.07.2014 составил 11,9%. Коэффициенты Н 1.1. и Н 1.2. (по Базель III в соответствии с методологией ЦБ РФ) находятся на высоком уровне и по состоянию на 01.07.2014 составили 10,9%.

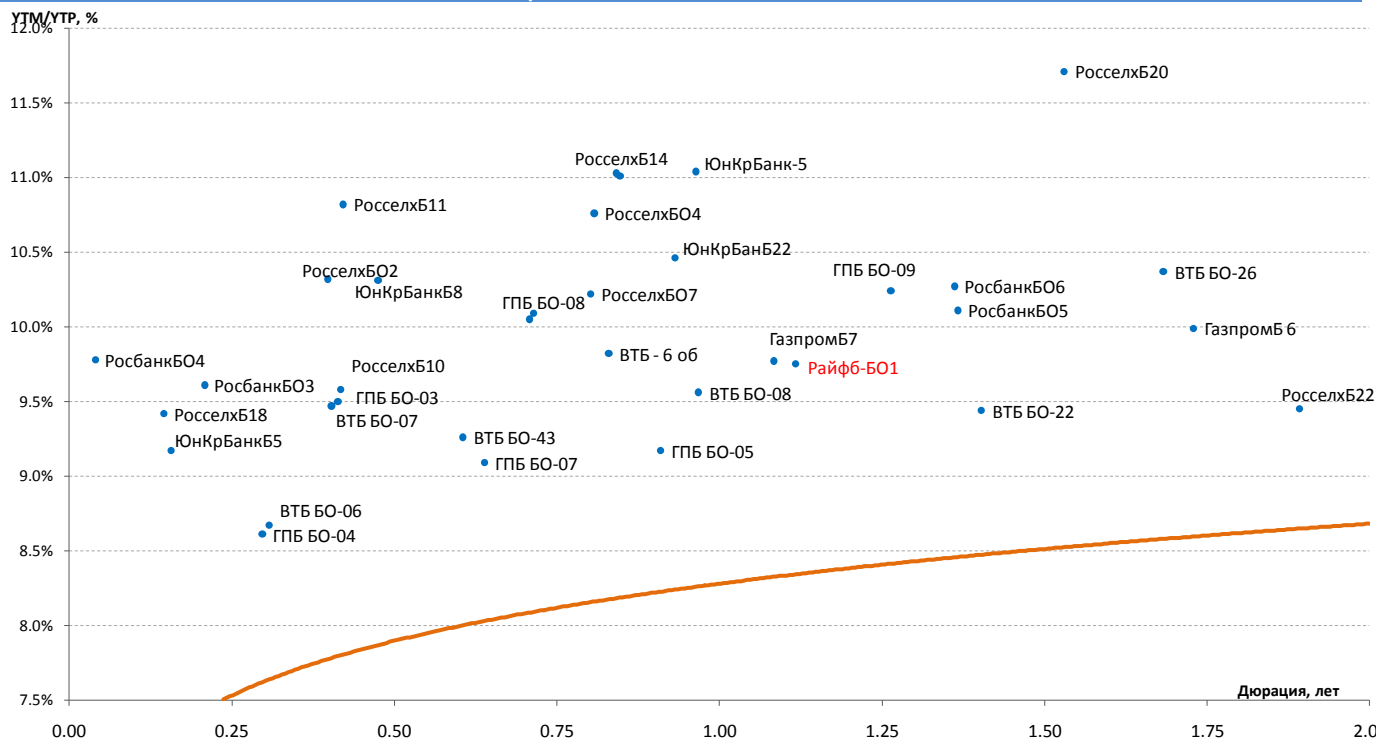
*Ресурсная база растет низкими темпами. Средства клиентов за 6м2014 г. выросли всего на 2,2%.*

Средства клиентов за 6м2014 г. выросли на 2,2% и составили 462,6 млрд руб. При этом объем средств, привлеченных от физлиц сократился на 1,8% до 256,7 млрд руб. Главными источниками, роста ресурсной базы стали средства корпоративных клиентов и заимствования в ЦБ РФ.

27 августа 2014

У Райффайзенбанка в обращении находится один выпуск рублевых облигаций серии БО-1. Ограниченный объем предложения и сильные кредитные метрики Райффайзенбанка поддерживают спрос на облигации. На наш взгляд, вышедшая отчетность будет оказывать нейтральное влияние на облигации Райффайзенбанка, которые торгуются с минимальной премией к кривой ОФЗ.

## Карта доходности облигаций



## Ключевые финансовые показатели Райффайзенбанка, млрд руб. (МСФО-отчетность)

Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2011	2012	2013	6м2014	6м2014/2013
ASSETS	512.7	605.1	637.2	711.4	748.7	5%
Cash and cash equivalents	145.2	139.5	154.3	154.5	187.3	21%
% assets	28%	23%	24%	22%	25%	
Loans	244.5	354.7	368.2	432.2	453.1	5%
% assets	48%	59%	58%	61%	61%	
NPL (90+)	8.2%	4.7%	4.5%	4.7%	5.4%	
Финансовые активы	65.0	74.1	61.3	77.4	61.0	-21%
доля в активах	13%	12%	10%	11%	8%	
Customer accounts	259.1	399.5	399.8	452.4	462.6	2%
% assets	51%	66%	63%	64%	62%	-3%
EQUITY	79.1	95.8	107.5	115.8	113.9	-2%
% assets	15%	16%	17%	16%	15%	-7%
Total Capital Adequacy Ratio	18.0%	15.2	19.3	19.3	18.1	-6%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2011	2012	6м2013	6м2014	6м2014/6м2013
Net interest income	30.8	24.4	24.9	17.4	20.4	17%
Fee and commission income (net)	6.5	7.8	9.1	5.0	5.2	4%
Provisions charge for loan impairment	-15.3	1.2	-0.9	0.2	-3.1	-19.6
Operating income	38.6	37.6	45.1	24.7	27.4	11%
Operating expenses	-16.7	-20.5	-21.3	-10.9	-11.8	8%
Profit for the period	5.4	13.9	17.9	14.0	12.5	-11%
Качественные показатели деятельности	2009	2011	2012	2013	6м2014	
RoAE	7.1%	15.3%	17.6%	18.3%	17.8%	
Cost / Income	43.2%	54.5%	47.3%	46.1%	43.1%	

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

**Дмитрий Монастыршин**

## ТМК (В1/В+/-): результаты 1 пол. 2014 г. по МСФО.

ТМК отчитался несколько ниже консенсус-прогнозов – выручка компании в 1 пол. 2014 г. сократилась на 12% (г/г) до 2,98 млрд долл., показатель EBITDA – на 28% до 375 млн долл., EBITDA margin снизилась до 12,6% («-2,9 п.п.» г/г). Влияние на финансы ТМК оказали негативные ценовые тенденции на рынке бесшовных труб и снижение продаж ТБД в России. Поддержка в основном последовала от американского дивизиона, где наблюдался рост продаж и цен на бесшовные трубы. Во 2 пол. 2014 г. ТМК ожидает улучшения финансов за счет роста спроса на ТБД в России после запуска проекта Газпрома «Сила Сибири», а также буровой активности в США. Долговая нагрузка ТМК подросла и оставалась довольно высокой – метрика Чистый долг/EBITDA составила 4,5х против 3,8х в 2013 г. Короткий долг преимущественно покрывался невыбранными кредитными линиями в объеме 1 млрд долл. Отчетность может стать поводом для умеренной коррекции в евробондах ТМК, впрочем ожидания улучшения результатов во 2 пол. за счет участия в проекте «Сила Сибири» должно оказать некоторую поддержку котировкам.

**ТМК представил отчетность за 1 пол. 2014 г. по МСФО...**

**Результаты оказались ниже консенсус-прогнозов, влияние оказали низкие цены на бесшовные трубы и снижение продаж ТБД в России...**

**Отчасти поддержку финансам ТМК оказал американский дивизион, где был спрос на трубы со стороны нефтебуровых компаний...**

**Долговая нагрузка подросла и была довольно высокой – Чистый долг/EBITDA составила 4,5х против 3,8х в 2013 г...**

**Короткий долг в основном покрывался невыбранными кредитами на 1 млрд долл...**

**Комментарий.** Вчера ТМК раскрыл финансовые результаты за 1 пол. 2014 г. по МСФО. Компания отчиталась несколько ниже консенсус-прогнозов – выручка в 1 пол. 2014 г. сократилась на 12% (г/г) до 2,98 млрд долл., показатель EBITDA – на 28% до 375 млн долл., EBITDA margin снизилась до 12,6% («-2,9 п.п.» г/г).

Влияние на финансы ТМК оказали негативные ценовые тенденции на рынке бесшовных труб и снижение продаж ТБД в России, поддержка в основном последовала от американского дивизиона (приходится треть выручки), где наблюдался рост продаж и цен на бесшовные трубы – по данным ТМК, спрос был со стороны нефтебуровых компаний, активность которых возросла на фоне улучшения конъюнктуры в нефтедобыче.

Во 2 пол. 2014 г. ТМК ожидает улучшения своих финансовых результатов за счет роста спроса на ТБД в России после запуска проекта Газпрома «Сила Сибири», в частности компания уже стала одним из победителей тендера газовой монополии на поставку труб на сумму около 70 млн долл. Также ТМК ожидает сохранения буровой активности в США.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ТМК (МСФО)		
	1 пол. 2013	1 пол. 2014	Изм. %
Выручка	3 374	2 982	-11,6
Операционный денежный поток	286	244	-14,8
EBITDA	523	375	-28,3
EBITDA margin	15,5%	12,6%	-2,9 п.п.
Чистая прибыль	125	45	-64,0
margin	3,70%	1,51%	-2,2 п.п.
	2013	1 пол. 2014	Изм. %
Активы	7 419	7 308	-1,5
Денежные средства и эквиваленты	93	122	31,2
Долг	3 694	3 753	1,6
краткосрочный	398	741	86,4
долгосрочный	3 296	3 012	-8,6
Чистый долг	3 600	3 631	0,8
Долг/EBITDA	3,9	4,7	
Чистый долг/EBITDA	3,8	4,5	

Источники: данные компании, PSB Research

По итогам 1 пол. 2014 г. долговая нагрузка компании подросла и была довольно высокой – метрика Чистый долг/EBITDA составила 4,5х против 3,8х в 2013 г. и 4,1х в 1 кв. 2014 г. Короткий долг (741 млн долл.) покрывался денежными средствами (124 млн долл.) и невыбранными кредитными линиями (около 1 млрд долл.).

Отметим, что ТМК подтвердила намерение сократить размер Capex на 2014 г. на 20% с ранее запланированных 400 млн долл., то есть до 320 млн долл. Корректировка инвестпрограммы вполне оправданный шаг в текущей ситуации, что мы оцениваем позитивно для ТМК с учетом высокого уровня долга, а также в свете намерения

27 августа 2014

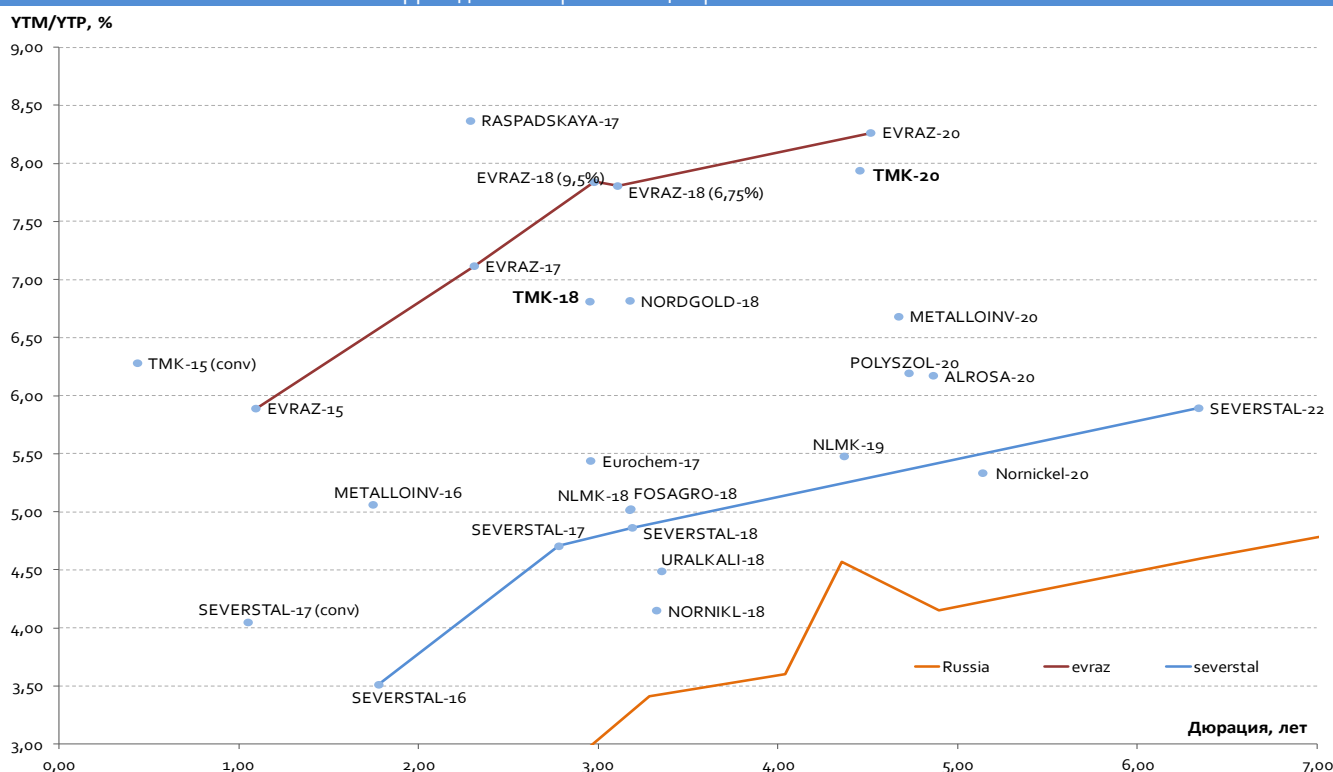
**ТМК сократил инвестпрограмму 2014 г. с 400 до 320 млн долл...**

**Отчетность может привести к умеренным продажам в евробондах ТМК...**

компании выплатить промежуточные дивиденды (не менее 25% чистой прибыли). Напомним, что в августе также стало известно о привлечении в капитал ТМК Роснано через допэмиссию 6% акций, которые оценивались в 4,6 млрд руб. Средства должны пойти на новый совместный проект по производству высокопрочных хладостойких стальных труб с повышенной стойкостью к коррозии для шельфа и суши на мощностях Северского трубного завода. Событие позитивное для ТМК, поскольку компания привлекает денежные средства на модернизацию производственных мощностей через капитал, что соответственно не приведет к росту уровня долга.

Публикация отчетности может стать поводом для умеренной коррекции в евробондах ТМК, впрочем ожидания улучшения результатов компании во 2 пол., в том числе за счет участия в проекте «Сила Сибири» должно оказать некоторую поддержку котировкам.

#### Доходности еврооблигаций российских эмитентов



**Александр Полютов**

**Акрон (B1/-/B+) отчитался за 1 пол. 2014 г.**

Выручка Акрона за 1 пол. 2014 г. выросла на 4,4% г/г, а чистая прибыль увеличилась на 25,1%. Зафиксированный рост финансового результата связан, однако, по большей части с сокращением финансовых расходов и разовыми поступлениями в связи с продажей пакета акций ОАО «Уралкалий». Показатель EBITDA между тем снизился на 2,6% до 8,6 млрд руб. на фоне роста себестоимости продукции и снижения цен на минеральные удобрения. При этом с учетом роста общего долга на 13,5% до 57 млрд руб. коэффициент Долг/EBITDA повысился до 3,8х с 3,3х. Мы полагаем, что, несмотря на рост выручки и чистой прибыли, представленная отчетность может сохранить умеренное давление на котировки облигаций Акрона, в частности на более ликвидный выпуск Акрон-БО-01.

**Комментарий.** Выручка Акрона за 1 пол. 2014 г. выросла на 4,4% г/г до 35,7 млрд руб., а чистая прибыль выросла на 25,1% до 6,6 млрд руб. Однако, зафиксированный рост финансового результата связан по большей части с сокращением финансовых расходов и разовыми поступлениями в связи с продажей пакета акций ОАО «Уралкалий» - прибыль от реализации инвестиций составила 3,2 млрд руб. за отчетный период (48% от чистой прибыли).

**Рост прибыли во многом связан с продажей пакета в ОАО «Уралкалий»...**

27 августа 2014

Показатель EBITDA между тем снизился на 2,6% до 8,6 млрд руб., что связано с ростом себестоимости проданной продукции и снижением цен на минеральные удобрения.

Что касается долговой нагрузки: общий объем долга Акрона на конец 1 пол. 2014 г. вырос на 13,5% до 57 млрд руб., причем доля короткого долга составляла 54%. При этом соотношение Долг/EBITDA повысилось до 3,8х с 3,3х на конец 2013 г., а коэффициент Чистый долг/EBITDA – до 2,5х с 2,4х – менее значительный рост показателя связан с наращением объема денежных средств на 40,7% до 19,1 млрд руб. (покрывает 62% короткой части долга).

Ухудшение долговых метрик нельзя назвать воодушевляющим. Однако следует учитывать, что в конце 2 кв. 2014 г. наметилась смена тренда в ценах на удобрения, в частности по карбамиду и аммиачной селитре, что может оказать поддержку Акрону в следующие периоды. Кроме того, результаты компании пока не отражают в полной мере эффекта от частичного замещения приобретаемого у третьих сторон сырья собственным.

В то же время давление на кредитные метрики может оказать довольно масштабная программа инвестиций Акрона. Так, 2014 г. компания планирует инвестиции в объеме 400 млн долл. (14,45 млрд руб., или 94% от EBITDA за 2013 г., составившей 15,39 млрд руб.), а в 2015 г. – 300 млн долл. Основные инвестиционные проекты Акрона:

- Аммиак-4 Запуск планируется в 2015 г. (требуется доинвестировать 250 млн долл.) – должен еще больше снизить зависимость Акрона от сторонних поставщиков сырья.
- ГОК «Олений ручей» - вторая очередь планируется к запуску в 2017 г.; инвестиции должны составить 350 млн долл. без учета уже совершенных вложений.
- Талицкий ГОК – планируемый срок ввода в эксплуатацию – не позднее 2021 г., при этом общий объем инвестиций в проект должен составить 2 млрд долл.

Мы полагаем, что, несмотря на рост выручки и чистой прибыли, представленная отчетность может сохранить умеренное давление на котировки облигаций Акрона: было отмечено небольшое ухудшение кредитных метрик компании, в то время как программа инвестиций продолжит оказывать давление на свободный денежный поток компании.

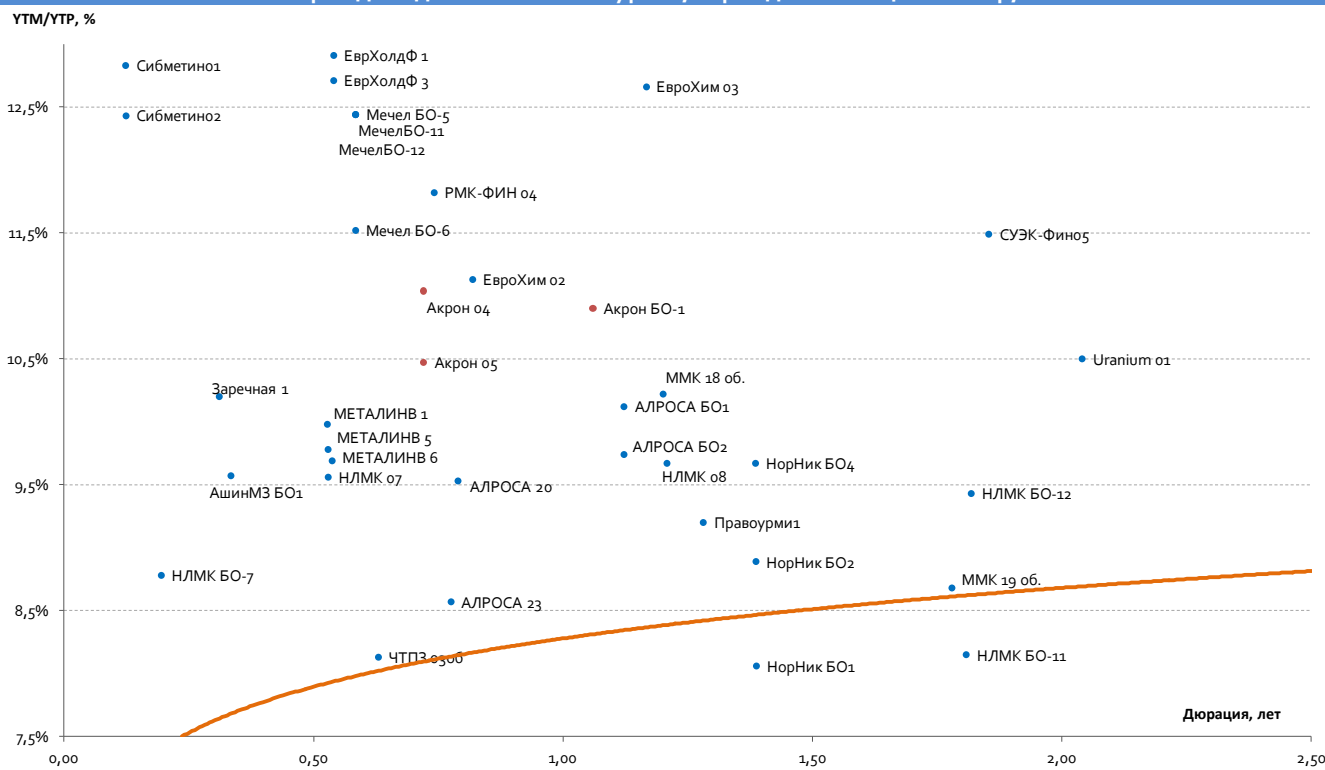
*...общий долг увеличился на 13,5%, а соотношение Долг/EBITDA поднялось до 3,8х с 3,3х...*

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Акрон (МСФО)		
	1 пол. 2013	1 пол. 2014	Изм. %
Выручка	34,3	35,7	4,4
Операционный денежный поток	8,6	2,5	-70,4
EBITDA	8,8	8,6	-2,6
EBITDA margin	25,7%	24,0%	-1,7 п.п.
Чистая прибыль	5,2	6,6	25,1
margin	15,3%	18,3%	3,0 п.п.
	2013	1 пол. 2014	Изм. %
Активы	146,1	159,7	9,3
Денежные средства и эквиваленты	13,6	19,1	40,7
Долг	50,2	57,0	13,5
краткосрочный	27,5	31,0	12,7
долгосрочный	22,7	26,0	14,5
Чистый долг	36,6	37,9	3,4
Долг/EBITDA	3,3	3,8	
Чистый долг/EBITDA	2,4	2,5	

Источники: данные компании, PSB Research

27 августа 2014

## Карта доходностей: Metallургия, горнодобывающий сектор, химия



Алина Арбекова

## Группа ЛСР (В2/В/-) раскрыта сильные результаты по МСФО-отчетности за I полугодие 2014 г.

В первом полугодии 2014 года компания продемонстрировала рост основных финансовых показателей. Выручка Группы ЛСР увеличилась на 55% до 32,4 млрд рублей. EBITDA выросла на 87% до 5,4 млрд рублей. Рентабельность по EBITDA составила 17%. Совокупная прибыль за отчетный период составила 1,1 млрд руб. против убытка 930 млн руб. годом ранее. Чистый долг компании сократился на 26% до 20,7 млрд рублей. Соотношение чистый долг/EBITDA уменьшилось с 2,4 до 1,46.

Операционные показатели также демонстрируют сильный рост. В 1-ом полугодии 2014 года предприятия «Группы ЛСР» в Санкт-Петербурге, Москве и Екатеринбурге построили 513 тыс. кв. м домов из сборного железобетона. По сравнению с аналогичным периодом 2013 года объем выполненных строительно-монтажных работ вырос на 35%.

Несмотря на сильные финансовые показатели, в текущих условиях ожидаем нейтральной реакции в облигациях ЛСР, которые торгуются с премией 220 -250 б.п. к кривой доходности ОФЗ.

В первом полугодии 2014г.

**Группа ЛСР продемонстрировала улучшение ключевых финансовых показателей:**

**Выручка увеличилась на 55%, EBITDA выросла на 87%**

**Рентабельность по EBITDA выросла на 17%  
Совокупная прибыль составила 1,1 млрд руб.**

**Комментарий.** Группа ЛСР в первом полугодии 2014 года продемонстрировала рост основных финансовых показателей. Выручка Компании увеличилась на 55% до 32,4 млрд рублей. EBITDA выросла на 87% до 5,4 млрд рублей. Рентабельность по EBITDA выросла до 17% по сравнению с 14% годом ранее. Совокупная прибыль за отчетный период составила 1,1 млрд руб. против убытка 930 млн руб. годом ранее.

В структуре баланса мы также отмечаем позитивные изменения. Рост продаж позволил компании аккумулировать свободные денежные средства и сократить долговую нагрузку. Чистый долг компании сократился на 26% до 20,7 млрд рублей. Соотношение чистый долг/EBITDA уменьшилось с 2,4 до 1,46. Сокращение чистого долга произошло в результате увеличения запаса денежных средств и эквивалентов до 14,6 млрд руб. по сравнению с 4,1 млрд руб. годом ранее.

По состоянию на 30 июня 2014 года совокупный долг Компании составил 35,3 млрд руб.

27 августа 2014

**Соотношение Чистый долг/EBITDA снизилось с 2,40 до 1,46**

**Обеспеченность собственным капиталом поддерживается на высоком уровне**

**Объем новых контрактов на продажу недвижимости вырос на 60% г/г**

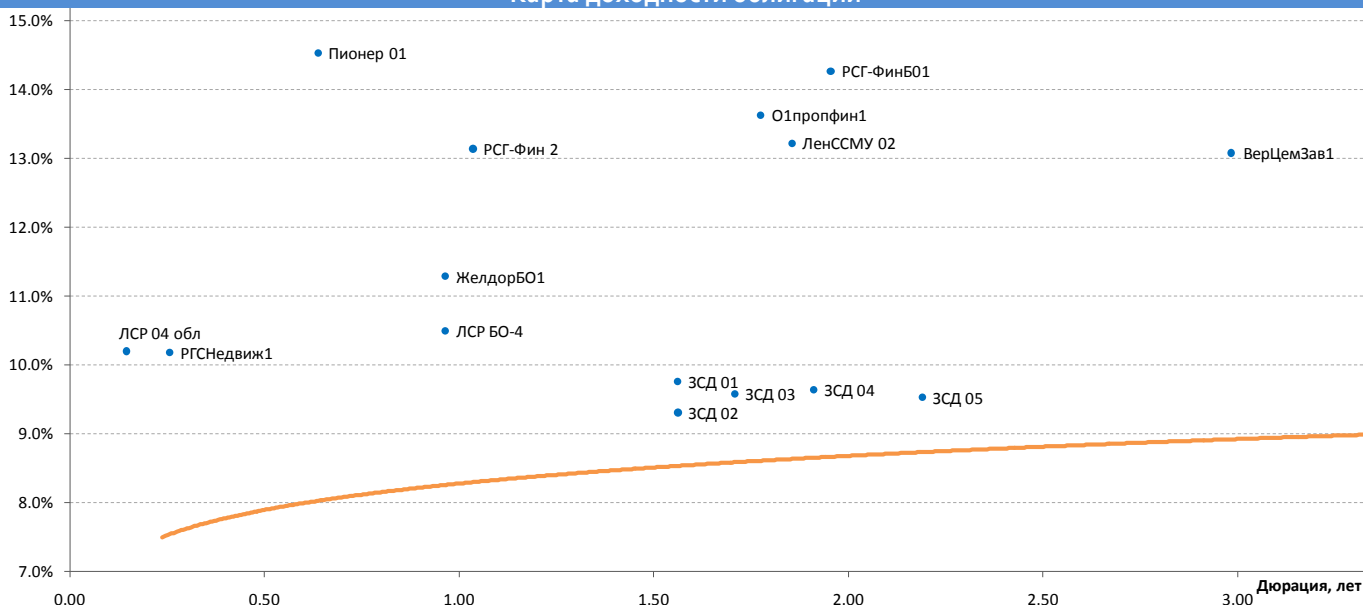
**Объем выполненных строительных работ вырос на 35% г/г.**

Основную часть долгового портфеля (81%) составляли банковские кредиты и займы. Основными банками-партнерами компании в 1-ом полугодии 2014 года являлись ВТБ, Внешэкономбанк, Россельхозбанк и Сбербанк. На рублевые облигации приходится 18% финансового долга.

Операционные показатели Группы ЛСР также демонстрируют сильный рост. В 1-ом полугодии 2014 года Группа ЛСР заключила с покупателями новые контракты на продажу 453 тыс. кв. м (+60% г/г). Стоимость заключенных контрактов на продажу квартир и прочих помещений составила 38,8 млрд руб. (+67% г/г). С использованием ипотеки было заключено 43% всех контрактов. В течение 1-го полугодия Группа ЛСР ввела в эксплуатацию 209 тыс. кв. м. недвижимости против 42 тыс. кв. м в первом полугодии 2013 г. В 1-ом полугодии 2014 года предприятия «Группы ЛСР» в Санкт-Петербурге, Москве и Екатеринбурге построили 513 тыс. кв. м домов из сборного железобетона. По сравнению с аналогичным периодом 2013 года объем выполненных строительно-монтажных работ вырос на 35%.

Несмотря на сильные финансовые показатели, в текущих условиях ожидаем нейтральной реакции в облигациях ЛСР, которые торгуются с премией 220 -250 б.п. к кривой доходности ОФЗ. Данный спред является минимальным среди выпусков облигаций строительного сектора с кредитным рейтингом «В»/ «В+».

Карта доходности облигаций



Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР, млрд руб. (МСФО-отчетность)

	2012	2013	Изм. %	6м2013	6м2014	Изм. %
Выручка	61.1	65.3	7%	20.8	32.4	55%
Операционный денежный поток	5.2	14.2		0.9	8.1	
ЕБИТДА	13.4	14.2	6%	2.9	5.4	87%
ЕБИТДА margin	22%	22%		13.9%	16.7%	
Чистая прибыль	4.9	5.2	7%	-0.9	1.1	
margin	8%	8%		-4%	3%	
	2012	2013	Изм. %	6м2013	6м2014	Изм. %
Активы	137.8	155.4	13%	144.5	175.0	21%
Денежные средства и эквиваленты	4.0	5.9	49%	4.1	14.6	256%
Долг	39.5	34.1	-14%	42.9	35.3	-18%
краткосрочный	5.5	7.9	44%	9.4	10.8	15%
долгосрочный	33.9	26.1	-23%	33.5	24.5	-27%
Чистый долг	35.5	28.2	-20.7	28.2	20.7	-26.6
Чистый долг/ЕБИТДА	2.7	2.0		2.4	1.5	

Источники: данные компании, PSB Research

Дмитрий Монастыршин

27 августа 2014

**Контакты:**
**ОАО «Промсвязьбанк»**  
**PSB Research**

 114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
 e-mail: RD@psbank.ru  
 Bloomberg: PSBF <GO>

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

<b>Николай Кашеев</b> Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
<b>Роман Османов</b> Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34
<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

<b>Игорь Голубев</b>	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
<b>Александр Полютов</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
<b>Алина Арбекова</b>	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17
<b>Дмитрий Монастыршин</b>	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
<b>Дмитрий Грицкевич</b>	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**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>Ольга Целинина</b>	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

<b>Юлия Рыбакова</b>	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
<b>Евгений Жариков</b>	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
<b>Денис Семеновых</b>	SemenovkhDD@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14
<b>Николай Фролов</b>	FrolovN@psbank.ru	+7 (495) 228-39-23
<b>Борис Холжигитов</b>	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

<b>Андрей Скабелин</b>	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 411-51-34
<b>Александр Сурпин</b>	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
<b>Виктория Давитиашвили</b>	DavitiashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

<b>Алексей Кулаков</b>	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
<b>Михаил Маркин</b>	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ**

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

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

<b>Павел Науменко</b>	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
<b>Сергей Устиков</b>	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
<b>Александр Орехов</b>	OrekhovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
<b>Игорь Федосенко</b>	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
<b>Виталий Туруло</b>	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

27 августа 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.