



Утренний Express-О

28 августа 2014 г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Национальный Стандарт (Вз/-/-): первичное размещение.



Башнефть (Ва2/-/ВВ) отчиталась за 1 пол. 2014 г.



Русал (-/-/-): итоги 1 пол. 2014 г. по МСФО.

Национальный Стандарт (Вз/-/-): первичное размещение.

Первого сентября одним днем будет открыта книга на дополнительный выпуск Национального стандарта серии БО-02. Объем размещения – 1 млрд руб. (в обращении – 2 млрд руб. по номиналу). Купон составляет 12% годовых, ближайшая оферта – январь 2015 года. Само размещение намечено на 3 сентября.

Отметим плюсы выпуска – это короткая оферта (через 5 месяцев), бумаги сразу выходят в обращение, выпуск уже в перечне РЕПО, что удобно с точки зрения ликвидности.

Среди минусов – довольно слабая динамика показателей, низкий рейтинг («Вз»), небольшие масштабы бизнеса Банка. Кроме того, вчера закрыл книгу Пересвет (-/В+/-) с доходностью 12,88% к годовой оферте, ведет премаркетинг Запсибкомбанк (-/В+/-), обозначив пока купон 13% при полугодовой оферте. Таким образом в целом, у предложения Национального Стандарта (конечный бенефициар Л.Кветной, владелец Новоросцемента) есть более интересные альтернативы.

Комментарий. Первого сентября одним днем будет открыта книга на дополнительный выпуск Национального стандарта серии БО-02. Объем размещения – 1 млрд руб. (в обращении – 2 млрд руб. по номиналу). Купон составляет 12% годовых, ближайшая оферта – январь 2015 года. Само размещение намечено на 3 сентября.

Отметим плюсы выпуска – это короткая оферта (через 5 месяцев), бумаги сразу выходят в обращение, выпуск уже в перечне РЕПО, что удобно с точки зрения ликвидности.

Среди минусов – довольно слабая динамика показателей, низкий рейтинг («Вз»), небольшие масштабы бизнеса Банка. Кроме того, вчера закрыл книгу Пересвет (-/В+/-) с доходностью 12,88% к годовой оферте, ведет премаркетинг Запсибкомбанк (-/В+/-), обозначив пока купон 13% при полугодовой оферте.

Таким образом в целом, у предложения Национального Стандарта (конечный бенефициар Л.Кветной, владелец Новоросцемента) есть более интересные альтернативы. Однако зайти в бумагу на короткий срок может быть интересно в свете

28 августа 2014

возможного роста ключевой ставки ЦБ осенью 2014 года.

Напомним, Национальный стандарт занимает 97 место по активам, специализируется на корпоративном кредитовании. Основу кредитного портфеля составляет задолженность сегмента «Недвижимость и финансовая аренда» - 23%, «Финансовый сектор» – 16%, «Торговля» – 15%. Уровень NPL (90+) очень низкий – 0,2%. При этом, по данным МСФО, условия по 10% кредитов на отчетную дату были пересмотрены. Соответственно, не вполне понятно, были они пересмотрены потому, что в противном случае вышли бы на просрочку, или потому, что были иные предпосылки для пересмотра условий. Уровень резервирования на конец полугодия 2014 года составлял 4,3%.

Небольшой прибыли на фоне скромных размеров бизнеса хватает, чтобы продемонстрировать довольно высокую рентабельность – 1,5% по итогам 1 полугодия, показатель NIM был на уровне 4%, по нашим подсчетам.

Основу фондирования составляют средства клиентов (56% пассивов), большей частью юридических лиц. Отмечаем существенную долю задолженности ЦБ в пассивах – 17% (8,6 млрд руб.).

Финансовые показатели Банка Национальный Стандарт

Показатели отчетности, млн руб.	2013	1H2014	Изм. за 1H '14, %
Активы	60 616	50 460	-16,8%
Денежные средства	2 966	1 797	-39,4%
Доля в активах	4,9%	3,6%	
Кредиты (net)	32 555	32 603	0,1%
Кредиты (gross)	33 957	34 066	0,3%
Доля в активах	53,7%	64,6%	
NPL (>90дн.)	0,2%	0,2%	
Резервы / NPL	22,6	25,3	
Кредиты / Средства клиентов	0,99	1,15	
Уровень резервов	4,1%	4,3%	
Вложения в финансовые активы	17 192	12 372	-28,0%
доля в активах	28,4%	24,5%	
Средства клиентов	32 872	28 293	-13,9%
Доля в активах	54,2%	56,1%	
Капитал	5 318,0	5 681,8	6,8%
Доля в пассивах	8,8%	11,3%	
Достаточность общего капитала (H1.0)	12,1%	14,3%	
Показатели прибыльности, млрд руб.	1H2013	1H2014	Изм. за 1H '14, %
Чистые процентные доходы (до резервов)	1 065,2	1 007,1	-5,5%
Чистые комиссионные доходы	63,7	86,0	34,9%
Создание резервов под обесценение	-584,9	-60,6	-89,6%
Операционные доходы	1 236,7	1 339,7	8,3%
Операционные расходы	-577,3	-757,6	31,2%
Прибыль	55,2	413,4	649,3%
Качественные показатели деятельности	1H2013	1H2014	Изм. за 1H '14, %
Рентабельность активов (ROA)	-	1,5%	-
Рентабельность капитала (ROE)	-	15,0%	-
Cost / Income ratio	-	56,6%	-
NIM	-	4,0%	-

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

28 августа 2014

... компания сохранила стабильный кредитный профиль...

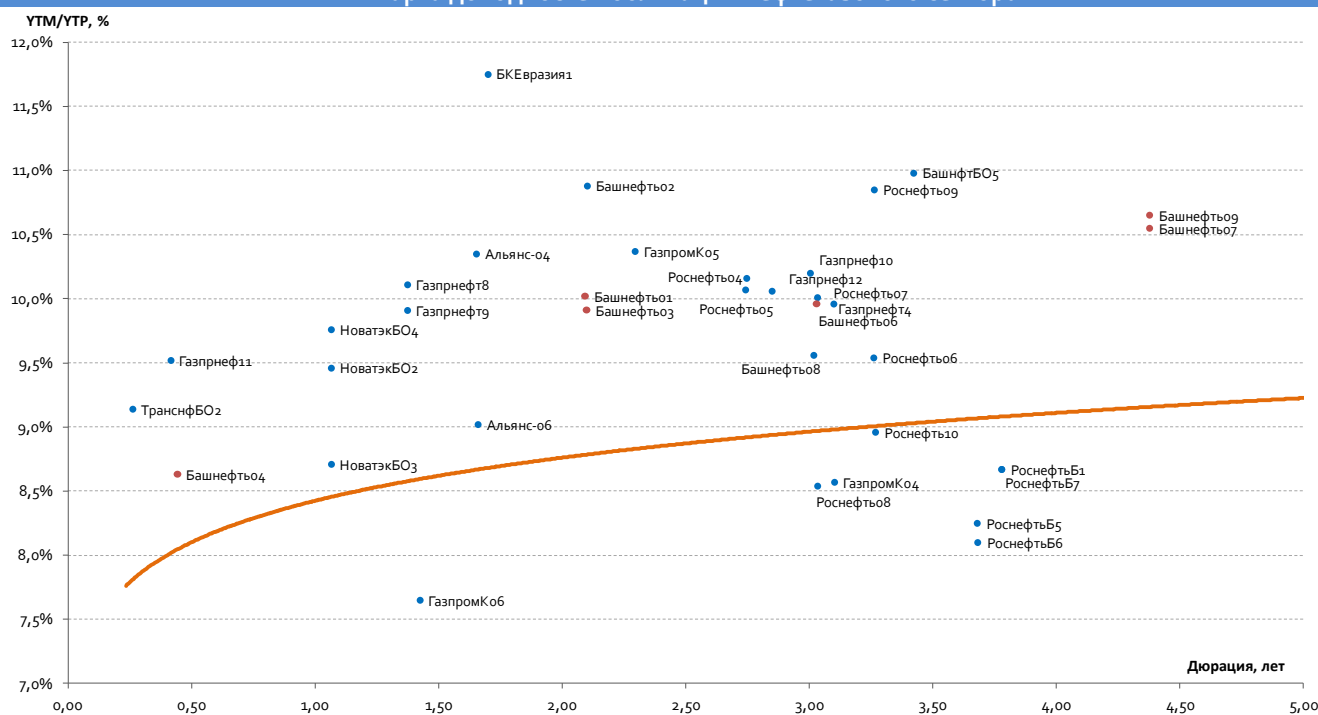
Что касается статей, которые могут оказать давление на финансовые метрики до конца года: капзатраты компании увеличились в 1 пол. на 31,7% до 18,8 млрд руб., что связано главным образом с разработкой месторождения им. Требса и Титова и программой модернизации НПЗ. Всего в 2014 г. компания планировала инвестиции в объеме 48 млрд руб., что соответствует операционному потоку компании за 1 пол. 2014 г.

Мы полагаем, что отчетность окажет нейтральное влияние на котировки облигаций Башнефти: положительные моменты в плане роста выручки и EBITDA уравновешены увеличением долговой нагрузки. Наиболее ликвидные выпуски Башнефть-07 и Башнефть-09, по нашему мнению, продолжают торговаться в боковом тренде.

Показатели отчетности Башнефть по МСФО

Ключевые показатели млрд. руб.	1 пол. 2013	1 пол. 2014	% изм
Выручка от реализации	260,5	309,8	18,9%
EBITDA	44,0	53,4	21,4%
Скорр. EBITDA	44,1	55,0	24,6%
Чистая прибыль	25,2	29,2	16,0%
Операционная прибыль	34,8	42,6	22,3%
EBITDA margin	16,9%	17,2%	+ 30 б.п.
Net margin	9,7%	9,4%	-20 б.п.
EBITDA margin adj.	16,9%	17,7%	+80 б.п.
Operational margin	13,4%	13,7%	+40 б.п.
Кап.затраты	14,3	18,8	31,7%
Операционный денежный поток	22,8	47,1	107,1%
	на 31 дек. 2013	на 30 июня. 2014	% изм
Активы	447,8	502,9	12,3%
Денежные средства и эквиваленты	16,4	57,5	250,6%
Долг	90,8	164,6	81,3%
краткосрочный	11,9	24,1	102,1%
долгосрочный	78,9	140,5	78,1%
Чистый долг	74,4	107,1	43,9%
Чистый долг / EBITDA	0,79	0,97	-
Долг / LTM EBITDA	0,96	1,48	-
Чистый долг / Скорр. LTM EBITDA	0,75	0,93	-
Долг / Скорр. LTM EBITDA	0,91	1,43	-

Карта доходностей облигаций нефтегазового сектора



Алина Арбекова

28 августа 2014

Русал (-/-/-): итоги 1 пол. 2014 г. по МСФО.

Финансовые результаты Русала за 2 кв. и 1 пол. 2014 г., которые оказались ниже консенсус-прогноза. Выручка за 6 мес. 2014 г. снизилась на 15,7% (г/г) до 4,384 млрд долл., показатель EBITDA – на 6,4% до 393 млн долл. из-за сокращения отгрузки на 12,6% (г/г) и слабых цен на алюминий на LME («-8,7%» (г/г) до 1 753 долл./тонна). Поддержку финансам оказал рост премий за прямые поставки на 29% до 347 долл./тонна. В итоге, EBITDA margin Русала в 1 пол. 2014 г. показала рост до 9% против 8,1% годом ранее. Вклад в прибыльность внесли меры по сворачиванию неэффективных производств. Позитивным моментом отчетности Русула стала чистая прибыль за 2 кв. в размере 116 млн долл. Чистый долг Русала кардинально не изменился, показав рост на 4,8% до 10,6 млрд долл., долговая нагрузка по-прежнему остается чрезмерно высокой (Чистый долг/EBITDA около 17х). В августе Русал завершил рефинансирование синдицированных кредитов в размере 4,75 млрд долл. и 400 млн долл., продлив средний срок погашения долга с 2 лет до 4,4 лет и льготный период до 2016 г. Несмотря на то, что показатели оказались несколько ниже прогнозов, мы позитивно оцениваем результаты Русала, что вкпе с завершением процесса рефинансирования кредитов может стать поводом для роста котировок облигаций Русал-Братск, в первую очередь более ликвидного выпуска серии o8 (УТР 17,63%/о,61 г.).

Вчера Русал отчитался за 1 пол. 2014 г. по МСФО...

EBITDA оказалась ниже прогнозов, но EBITDA margin компании подросла до 9%...

Влияние на результаты оказало снижение отгрузки и цен на алюминий, ...

...поддержка последовала от растущих премий прямых поставок, мер сворачивания неэффективных производств...

Компания во 2 кв. получила чистую прибыль...

Долговая нагрузка кардинально не изменилась и осталась весьма высокой... Позитивным событием для Русала стало завершение рефинансирования синдицированных кредитов...

Комментарий. Вчера Русал представил финансовые результаты за 2 кв. и 1 пол. 2014 г. по МСФО, которые оказались ниже консенсус-прогноза. Выручка за 6 мес. 2014 г. снизилась на 15,7% (г/г) до 4,384 млрд долл., показатель EBITDA – на 6,4% до 393 млн долл. на фоне сокращения объемов отгрузки на 12,6% (г/г) и цен на алюминий на LME – на 8,7%. до 1 753 долл./тонна. Поддержку финансам оказал рост премий за прямые поставки на 29% до 347 долл./тонна.

В итоге, EBITDA margin Русала в 1 пол. 2014 г. показала рост до 9% против 8,1% годом ранее, причем во 2 кв. она достигла 9,7%. Свой вклад в прибыльность также внесли меры по сворачиванию неэффективных производств, в результате себестоимость производства уменьшилась на 9,8% до 1 752 долл./тонна. Позитивным моментом результатов Русула стала чистая прибыль за 2 кв. в размере 116 млн долл., хотя за 1 пол. все еще был убыток 209 млн долл.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русла (МСФО)		
	1 пол. 2013	1 пол. 2014	Изм. %
Объем продаж первич. алюминия, тыс. тонн	1 998	1 747	-12,6
Себестоимость, долл./тона	1 942	1 752	-9,8
Цена на алюминий на LME, долл./тонна	1 919	1 753	-8,7
Ср. премия к цене, долл./тонна	269	347	29,0
Выручка	5 203	4 384	-15,7
Операционный денежный поток	256	183	-28,5
EBITDA	420	393	-6,4
EBITDA margin	8,1%	9,0%	0,9 п.п.
Чистая прибыль	-154	-40	-
margin	отриц	отриц	-
	2013	1 пол. 2014	Изм. %
Активы	20 480	19 995	-2,4
Денежные средства и эквиваленты	716	377	-47,3
Долг	10 825	10 971	1,3
краткосрочный	1 676	10 478	525,2
долгосрочный	9 149	493	-94,6
Чистый долг	10 109	10 594	4,8
Долг/EBITDA	16,6	17,6	
Чистый долг/EBITDA	15,5	17,0	

Источники: данные компании, PSB Research

Чистый долг Русала кардинально не изменился, показав небольшой рост на 4,8% до 10,6 млрд долл., долговая нагрузка компании по-прежнему остается чрезмерно высокой (Чистый долг/EBITDA около 17х). Напомним, в августе (после отчетной даты) Русал завершил рефинансирование синдицированных кредитов в размере 4,75 млрд долл. и 400 млн долл., продлив средний срок погашения долга с 2 лет до 4,4 лет и льготный

28 августа 2014

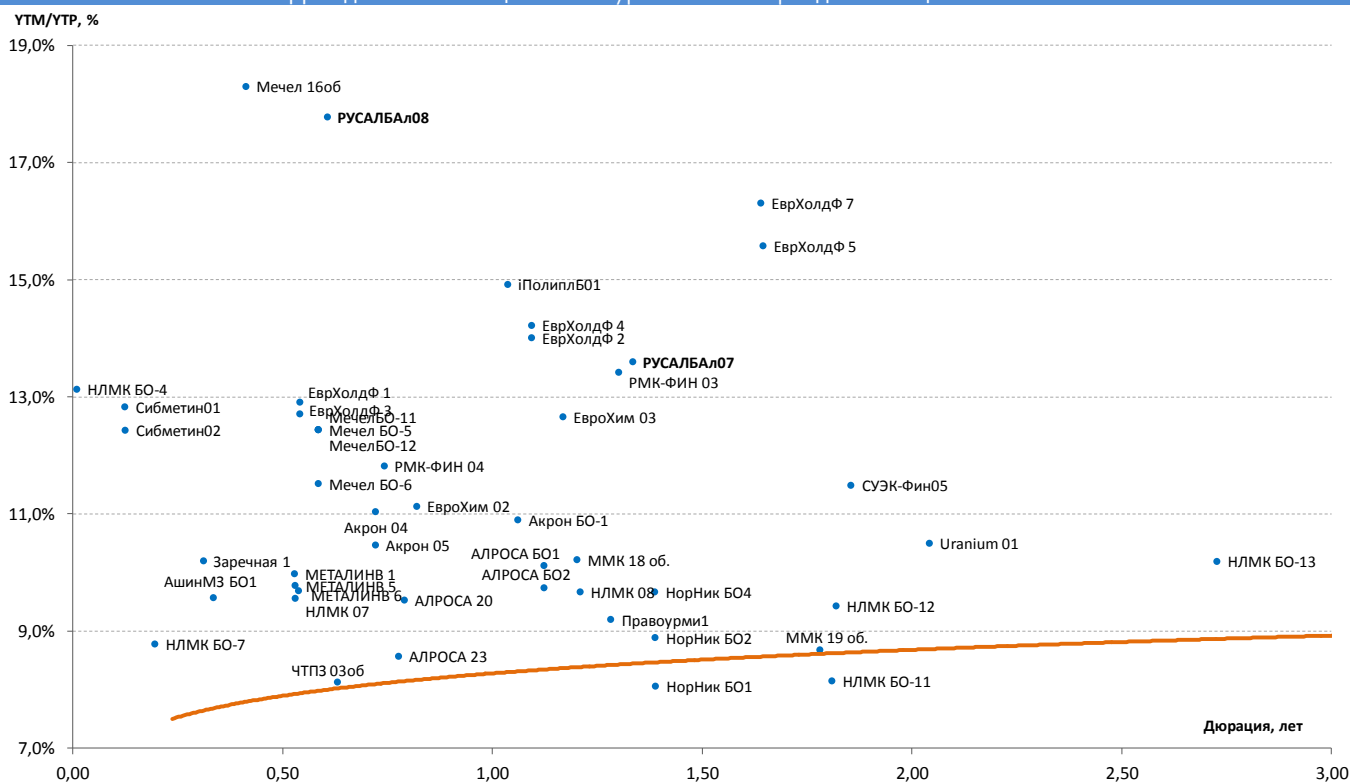
Отчетность вкпе с рефинансированием крупного долга может стать поводом для роста котировок Русал-Братск...

период до 2016 г., что, безусловно, позитивное событие для кредитного профиля компании, которая получила отсрочку по погашениям, рассчитывая на восстановление цен на алюминий в ближайшие годы.

По данным менеджмента, Русал в дальнейшем не планирует осуществлять дополнительные заимствования, а для погашения существующих кредитов будут направлены средства из свободного денежного потока.

Несмотря на то, что показатели оказались несколько ниже прогнозов, мы позитивно оцениваем результаты Русала за 2 кв., которые отразили оживление на рынке алюминия, что дает надежды рассчитывать на сохранение тенденции во 2 пол. 2014 г. Отчетность Русала вкпе с завершением процесса рефинансирования кредитов может стать поводом для роста котировок облигаций Русал-Братск, в первую очередь более ликвидного выпуска серии 08 (УТР 17,63%/0,61 г.).

Доходности облигаций металлургических и горнодобывающих компаний



Александр Полютков

28 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
Николай Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
 Директор по исследованиям и аналитике

Роман Османов OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10
 Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков
ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА
Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов Shagov@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11
НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА
Игорь Голубев GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова FedotkovaEV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14
ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**
Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Богдан Круть KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12
ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ
Юлия Рыбакова Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Денис Семеновых SemenykhDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

Николай Фролов FrolovN@psbank.ru +7 (495) 228-39-23

Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34
ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ
Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7 (495) 411-51-34

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18
ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ
Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07
ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ
Сергей Миленин Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

Александр Бараночников Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21
ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ
Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

28 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.