

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

ФСК ЕЭС (BBB/Ваа3/BBB): нейтральный финансовый отчет за 2013 г., бумаги компании оценены справедливо

В прошлую пятницу ФСК ЕЭС опубликовала финансовый отчет по итогам 2013 г. Отчетность компании не преподнесла особых сюрпризов, за исключением, разве что, масштабов бумажных списаний, обусловленных пересмотром прогнозируемых денежных потоков компании из-за заморозки тарифов и обесценения находящихся на ее балансе акций Интер РАО. В результате этих неординарных списаний, ФСК отразила в отчетности операционный убыток в размере 262.5 млрд. руб., чистый убыток составил 234.8 млрд. руб. при выручке за год в размере 158 млрд. руб. В качестве позитивного момента можно отметить, что рост выручки по итогам 2013 г. составил 12.6% г/г и EBITDA на сопоставимую величину – на 12% г/г (до 92.6 млрд. руб.), что позволило сохранить маржу EBITDA на привычно высоком уровне (58.6%). Вместе с тем, рост выручки ФСК в прошлом году был почти полностью обеспечен повышением тарифов на передачу электроэнергии (доходы от передачи выросли на 11.6% г/г, тогда как рост физических объемов передачи составил лишь 0.6% г/г), чего не будет в 2014 г. (на текущий год рост тарифов заморожен, а в 2015-2016 гг. будет ограничен инфляцией). Рост выручки обеспечил увеличение EBITDA, чему также способствовало увеличение прочих доходов (в том числе, например, от установки газотурбинных установок в Сочи), несмотря на опережающие темпы роста операционных расходов, которые выросли на 21.6% г/г (до 133.8 млрд. руб.). Учитывая, что менеджмент ФСК обещает сохранить величину EBITDA в 2014 г. на уровне прошлого года даже в условиях минимального или нулевого роста выручки, ему придется приложить определенные усилия, в том числе, для оптимизации этих расходов.

По итогам 2013 г. ФСК удалось снизить отрицательный свободный денежный поток (чистый операционный поток за минусом капложений) до -63.3 млрд. руб., что на треть меньше, чем в 2012 г. Это стало следствием умеренного увеличения операционных поступлений (на 5.1% г/г) и, главным образом, снижения расходов на инвестиции на 18.5% г/г (до 124.9 млрд. руб.). В относительном выражении эти расходы также снизились – до уровня в 1.3x EBITDA против 1.9x в 2012 г. Изменения в тарифной политике заставили компанию корректировать на ходу план по инвестициям: первоначально капрасходы в 2013 г. были заявлены в сумме 155 млрд. руб., а по итогам этого ожидается дальнейшее снижение объема инвестиций – до 113 млрд. руб., что на 9.5% меньше суммы прошлого года. Дефицит средств на финансирование капитальных расходов был покрыт, главным образом, за счет дальнейшего наращивания долга компании. Общий долг ФСК вырос к концу 4К13 на треть по сравнению с началом года и составил 287.6 млрд. руб., однако не все деньги средства были израсходованы – часть из них была отправлена на депозиты. В результате, чистый долг вырос более умеренно (на 18.5% г/г) и составил 226.9 млрд. руб., а долговая нагрузка в терминах чистый долг/EBITDA выросла умеренно – до 2.5x (против 2.3x на начало года). Доля краткосрочных обязательств ФСК на конец 4К13 оставалась на уровне чуть выше 10% и практически не изменилась к началу года. Отметим, что в прошлом году ФСК опробовала новый для компании долговой инструмент, разместив 4 выпуска инфраструктурных облигаций общим объемом 100 млрд. руб. и сроком обращения 35 лет. Облигации размещались в целях финансирования инвестпрограммы, а единственным покупателем стал ВЭБ, который использовал для этого пенсионные накопления.

Текущий спрэд кривой ФСК к ОФЗ составляет чуть более 120 бп, что близко к среднему спрэду выпусков РЖД (BBB/Ваа1/BBB), что, на наш взгляд, выглядит

Ключевые финансовые показатели ФСК ЕЭС по МСФО за 2013

млрд. руб.	2013	2012	%
Выручка	158.0	140.3	12.6%
ЕВITDA*	92.6	82.7	12.0%
Операционная (убыток)/прибыль	(262.5)	33.9	-
Чистый (убыток)/прибыль	(234.8)	7.2	-
Рентабельность по EBITDA	58.6%	58.9%	-0.3 пп
Операционная рентабельность	-	24.2%	-
Чистая рентабельность	-	5.1%	-
Операц. ден.поток до изм. в ОК	91.0	78.7	15.6%
Чистый операцион. денеж. поток**	61.6	58.6	5.1%
CAPEX	124.9	153.3	-18.5%
Свободный денежный поток	(63.3)	(94.7)	-33.2%
млрд. руб.	2013	2012	%
Активы	918.5	1260.2	-27.1%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	60.7	25.0	x2.4
Долг	287.6	216.4	32.9%
доля краткосрочного долга	10.3%	10.7%	-0.4 пп
Чистый долг	226.9	191.4	18.5%
Капитал	548.3	905.2	-39.4%
CAPEX/EBITDA	1.3x	1.9x	-
Долг/EBITDA	3.1x	2.6x	-
Чистый долг/EBITDA	2.5x	2.3x	-
EBITDA/Процентные платежи	5.4x	7.1x	-
Долг/Капитал	0.5x	0.2x	-

* показатель скорректирован на неденежные, разовые или неоперационные доходы/расходы

** за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

достаточно неплохо по нынешним временам. Такой же спрэд сейчас, например, у бумаг Газпром Нефти (BBB-/Baa2/BBB). Кроме того, для финансов компании все оказалось не так драматично, по крайней мере, пока: объем капитальных расходов снижается, а господдержка в форме лимитов не скованного нормативами ВЭБа – растёт. В то же время, пересмотр суверенного рейтинга создает прямые угрозы и для снижения кредитных рейтингов ФСК.

АФК «Система» (BB/Ba3/BB-): позитивная отчетность за 2013 г., евробонд показывает весьма неплохие темпы восстановления после распродаж

Ближе к концу прошлой недели финансовый отчет за 2013 г. опубликовала АФК «Система», вновь вернувшись к практике раскрытия отчетности после основных своих дочерних компаний. Раскрытые показатели, на наш взгляд, выглядят достаточно позитивно. Так, выручка АФК Система по итогам 2013 г. увеличилась на 5.9% г/г (до 35.9 млрд. долл.), а показатель OIBDA – на сопоставимые 5.8% г/г (до 8.9 млрд. долл.), в результате, рентабельность по OIBDA холдинга не изменилась по сравнению 2012 г. и составила 24.8%.

Решающее влияние на динамику консолидированных финансовых показателей АФК Система, как и прежде, оказали результаты ее ключевых активов – Башнефти (-/Ba2/BB) и МТС (BB+/Ba2/BB+). Выручка обеих компаний в 2013 г. выросла на 5-6% г/г, тогда как вклад МТС в рост консолидированной OIBDA был более значим (рост на 8.2% г/г против 3.6% у Башнефти). Свободный денежный Системы (чистый операционный денежный поток за вычетом капвложений) по итогам 2013 г. вырос более чем в 1.5 раза г/г (до 2.8 млрд. долл.), что произошло благодаря увеличению операционных поступлений на 15.4% г/г (до 6.8 млрд. долл.) на фоне небольшого снижения консолидированных капитальных расходов (на 4.7% г/г, до 4 млрд. долл.) – здесь основной вклад вновь внесла МТС, сократившая инвестиции в 2013 г. на 7.1% г/г. В относительном выражении капитальные инвестиции холдинга немного снизились – до 0.4x EBITDA против 0.5x в 2012 г. Свободный денежный поток Системы, наряду с поступлениями от продажи дочерних и зависимых компаний на 2 млрд. долл. (в том числе 1.2 млрд. долл. за 49%-ю долю в РуссНефти), направили, в основном, на выплату дивидендов (на 1.2 млрд. долл.), инвестиции в дочерние и зависимые предприятия (на 0.7 млрд. долл.), увеличение ликвидных активов на балансе (выросли на 1 млрд. долл. к началу года), а также на снижение долга. Так, общая задолженность Системы снизилась на конец 2013 г. на 14.9% к началу года, что, на фоне увеличения ликвидности на балансе, привело к заметному снижению чистого долга холдинга – более чем на четверть к началу года (до 9.6 млрд. долл.). В результате, долговая нагрузка снизилась до 1.1x в терминах чистый долг/EBITDA против 1.5x на начало года. Срочная структура долга также немного улучшилась: короткие обязательства составили 18.9% на конец года против 20.2% на его начало. Подводя итог, можно отметить, что холдинг сохраняет устойчивый кредитный профиль, на фоне роста денежных потоков и снижения уровня долговой нагрузки. При сохранении текущих тенденций, мы не исключаем, что текущие рейтинги холдинга от Moody's и Fitch будут повышены до уровня рейтинга от S&P, однако такая возможность станет актуальной только после нормализации ситуации вокруг Украины и подтверждения суверенного рейтинга России.

Единственный евробонд AFKSRU'19 с начала марта, когда началось обострение политического кризиса на Украине, показал среднюю для рынка коррекцию. Так, бумага потеряла в цене около 6 фигур (с 106.1% до 100.2%), однако, к настоящему моменту, уже отыграла большую часть потерь и торгуется на уровне 104.15%. В терминах спрэда AFKSRU'19 с начала марта показал весьма неплохую динамику и выглядел лучше рынка в целом: спрэд евробонда к кривой UST расширился лишь на 20 бп и составляет сейчас 420-430 бп, тогда как на пике распродаж доходил и до 530 бп. Рублевые бумаги Системы малоликвидны в текущих условиях в силу чего повторяли динамику евробонда, но в меньшей амплитуде и с заметным временным лагом.

Ключевые финансовые показатели АФК Система по US GAAP за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка	35 942	33 950	5.9%
OIBDA	8 919	8 431	5.8%
Операционная прибыль	5 663	4 726	19.8%
Чистая прибыль	3 219	1 660	x1.9
Рентабельность по OIBDA	24.8%	24.8%	-
Операционная рентабельность	15.8%	13.9%	1.8 пп
Чистая рентабельность	9.0%	4.9%	4.1 пп
Операц. денеж. поток до измен. в ОК	7 233	6 591	9.7%
Чистый операцион. денеж. поток	6 829	5 917	15.4%
CAPEX	4 013	4 210	-4.7%
Свободный денежный поток	2 816	1 707	65.0%

млн. долл.	2013	2012	%
Активы	43 249	44 642	-3.1%
в т.ч. ликвидные активы	3 627	2 653	36.7%
Долг	13 275	15 602	-14.9%
доля краткосрочного долга	18.9%	20.2%	-1.3 пп
Чистый долг	9 648	12 949	-25.5%
Капитал	14 496	13 282	9.1%
CAPEX+M&A	4 734	6 354	-25.5%
CAPEX/OIBDA	0.4x	0.5x	-
(CAPEX+M&A)/OIBDA	0.5x	0.8x	-
Долг/OIBDA	1.5x	1.9x	-
Чистый долг/OIBDA	1.1x	1.5x	-
OIBDA/Процентные платежи	7.7x	6.1x	-
Долг/Капитал	0.9x	1.2x	-

Источник: Отчетность Компании по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Чепрагин Дмитрий Кирилл Сычев
d.chepragin@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

Номос-Банк (-/ВаЗ/ВВ-): неоднозначные результаты в отчетности за 4К13 г., суборд Банка смотрится интересно

В конце прошлой недели Номос-Банк представил консолидированную отчетность по МСФО за 4К13г. Опубликованным данным Банка сложно дать четкую оценку, учитывая, что в P&L Группы Номос-Банк за 2013 г. не были включены данные Банка «Открытие» в связи с тем, что контроль над Банком Группа Номос-Банка получила в конце 2013 года, при этом балансы банков были консолидированы. Поэтому по всем статьям баланса наблюдался существенный рост, который обеспечил 33% увеличение активов в целом. Несмотря на внушительный рост (+22% кв/кв) доля чистого кредитного портфеля в структуре активов сократилась с 70% до 64%, замещение произошло преимущественно за счет вложений в ценные бумаги (+54.6%) и денежных средств (в 2.5 раза). В пассивной части баланса наблюдалась схожая картина: при росте средств клиентов (+29.8% кв/кв) акцент в структуре источников фондирования незначительно, но все же, был смещен в сторону оптового фондирования, а именно средств других банков и выпущенных векселей. Таким образом, уровень долговой нагрузки в терминах Опт.фондирование/Активы составил 0.27x. В тоже время консолидация активов наложила негативный отпечаток на качество и доходности активов. Так рост NPL 90+ (2.9%;+0.7 п.п. кв/кв) сопровождалось увеличением показателя стоимости риска. Отметим все же, что показатель просрочки проблемных активов остается на приемлемом уровне и выглядит неплохо по сравнению с рынком. Негативным моментом также стало сокращение чистой процентной маржи до 4.4% (-0.5 п.п. кв/кв), при этом без учета Банка «Открытие» снижение NIM составило всего 0.2 п.п. и было обусловлено ростом стоимости фондирования. В 4К13 г. неплохой органический рост доходных статей P&L все же не позволил Банку зафиксировать рост чистой прибыли, а напротив, показатель сократился на 42% до 4 млрд руб. Традиционно для 4К13 г. это объясняется ростом операционных издержек (Cost-to-income – 0.4x). В качестве условного минуса, на наш взгляд, можно назвать незначительное снижение уровня достаточности капитала (Total capital ratio – 14.4% и Tier 1 – 10.2%), потому что в целом уровень капитала находится в комфортной зоне и сохраняет существенный запас прочности для дальнейшего роста Банка.

На рынке евробондов суборд Номос-Банка, на наш взгляд, выглядит интересно, при этом старший выпуск оценен справедливо. Так суборд NMOSRM'19 торгуется с премией к суверенной кривой в размере 630 бп., а по старшему NMOSRM'18 – 400 бп. В качестве более доходного аналога старшему выпуску можно рассмотреть PROMBK'17, находящийся в той же рейтинговой группе и предлагающий премию к суверенной кривой в размере 450 бп. В тоже время разница в 50 бп. выглядит, на наш взгляд, оправданной, учитывая разницу в масштабах бизнеса. На рублевом рынке все выпуски сосредоточены в районе годовой дюрации и не отличаются особой ликвидностью.

Финансовые показатели Номос-Банка по МСФО

млн. руб.	4К13	3К13
Процентные доходы	27 166	26 500
Чист. % доходы	11 659	11 013
Чистый комиссионный доход	2 458	2 335
Чистая прибыль	4 140	7 096
<hr/>		
Денежные средства и их эквиваленты	87 832	34 696
Вложения в ценные бумаги	221 518	143 296
Чист. ссудная задолженность	879 274	720 865
ВСЕГО АКТИВЫ	1 379 051	1 033 980
Капитал	106 274	104 043
<hr/>		
Оптовое фондирование	373 535	250 963
Средства клиентов	781 471	602 090
<hr/>		
Достаточность капитала 1 уровня	10.20%	10.42%
Достаточность капитала	14.40%	15.75%
Чистая % маржа	4.4%	4.9%
Опт. Фондир (Долг+МБК) / Активы	0.27	0.24
Cost-to-income	0.40	0.32
NPL 90+/Кред. портфель	2.9%	2.2%
Резервы/Кредитный портфель	3.6%	3.1%
Резервы/NPL 90+	125.0%	140.0%
ROaE	15.7%	28.3%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

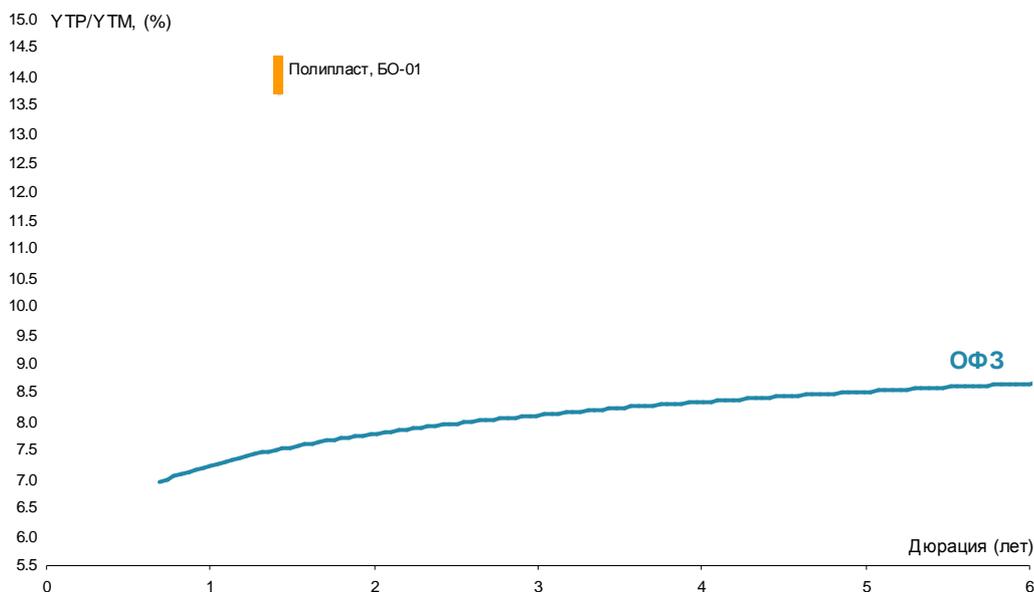
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	13.69-14.22	11.04.2014	15.04.2014	нет / 1.41 г	1.5 г. / 5 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / ВВ-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Ваa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB- / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.