

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Марина Никишова
m.nikishova@zenit.ru

ХКФ Банк (ВаЗ/-/ВВ): результаты за 1К14 г. выглядят умеренно негативно, а бумаги малоинтересно

После публикаций нескольких финансовых отчетов за 1К14 г. банками 1-ого эшелона любопытно было посмотреть, как розничные банки отреагировали на негативные события 1К14 г., и первым кто предоставил консолидированные финансовые данные, стал ХКФ Банк. В целом финансовые результаты соответствовали нашим ожидания, ряд ключевых проблем, таких как: рост NPL при отрицательной динамике кредитного портфеля, увеличение резервов и как итог сокращение чистой прибыли, наметившихся еще в середине прошлого года при нестабильном внешнем фоне нашли свое продолжение в 1К14 г.

Активы Банка за 1К14г. сократились почти на 5% в основном за счет сокращения кредитного портфеля (-6.5%), что связано как с возросшими объемом резервов, так и с замедлением роста из-за реализации более взвешенной политики банка по управлению ростом бизнеса: применение более строгих процедур риск-менеджмента и осуществление более жесткого подхода по управлению издержками. Однако, несмотря на то, что банк уделяет повышенное внимание качеству кредитов, NPL (как и в целом по российским розничным банкам) в 1К2014г. выросла до 13.8%, что обусловлено «вызреванием» старого портфеля после бурного роста в предыдущие годы (в 2012г. – начале 2013г.). Таким образом, кредиты, выданные до ужесточения стандартов андеррайтинга, продолжают оказывать негативное влияние на финансовый результат банка: рост резервов составил более 70% г/г, что стало основной причиной убытка по итогам 1К14г. Стоит отметить, что банк придерживается консервативного подхода к формированию резервов – коэффициент покрытия просроченной задолженности составляет около 119%. Кроме того, по данным менеджмента, уже наблюдаются первые признаки улучшения качества кредитов, выданных при более строгих стандартах андеррайтинга, которые банк начал применять с середины 2013г. Улучшение же риск-профиля кредитного портфеля менеджмент ожидает во 2-ой половине 2014г.

Учитывая вступление в силу закона «О потребительском кредитовании», ограничивающем проценты по высокорискованным кредитам, ХКФ Банк первым среди конкурентов приступил к изменению бизнес – модели. По данным менеджмента, банк в этом году значительно снизит ставки по всем кредитам, повысит тщательность проверки заемщиков и начнет уменьшать долю дорогих экспресс – кредитов в своем портфеле, что окажет значительное давление на прибыльность и показатели рентабельности Банка уже в ближайшем будущем.

Среди позитивных моментов стоит отметить высокий уровень капитализации (CAR – 22.1%; Tier 1 ratio – 15.1%) и чистой процентной маржи (21.4%). Зависимость от оптового фондирования находится на комфортном уровне (16.2%), что соответствует одному из минимальных показателей в секторе, а контроль над операционными издержками способствовал сохранению экономической эффективности Банка на достаточно высоком уровне (СТІ – 35.4%).

В корпоративном сегменте рублевого рынка ввиду геополитических рисков за последние 5 месяцев прошли первые размещения банков 1-2 эшелона. На вторичном рынке пока по-прежнему наблюдается достаточно слабый спрос на бумаги эмитентов банковского сектора. Опубликованные данные вряд ли могут

ХКФ Банк: финансовые показатели по МСФО 1 К14 г.

млн. руб.	1 кв 2014	1 кв 2013
Процентные доходы	21 866	20 062
Чист. % доходы	14 590	13 852
Чистый комиссионный доход	4 349	5 679
Операционные доходы	19 055	20 041
Создание резервов	16 352	9 539
SG & A	6 739	6 079
Чистая прибыль	-3 271	3 453
млн. руб.	1 кв 2014	2013
Касса, остатки в ЦБ, корр-счета и размещ. депозиты	49 063	50 530
Кредитный портфель	267 262	285 913
Вложения в ценные бумаги	5 608	5 711
ВСЕГО АКТИВЫ	341 972	358 934
КАПИТАЛ	51 737	55 196
Средства других банков	31 582	14 057
Средства клиентов	202 381	221 381
Субординированный долг	26 024	23 318
Выпущенные ценные бумаги	23 797	39 284
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	290 235	303 738
млн. руб.	1 кв 2014	2013
NPL 90+ / Кредитный портфель	13,8%	11,7%
Достаточность капитала 1-го уровня	15,1%	16,6%
Достаточность капитала	22,1%	23,5%
Резервы / NPL (90+)	118,6%	118,6%
Опт. фондирование/ Активы	16,2%	14,9%
Чистая % маржа	21,4%	19,7%
ROaE	-24,5%	20,9%
Cost-to-income	35,4%	31,2%

Источник: данные Банка, расчеты Банка ЗЕНИТ

стать триггером к серьезным изменениям в ценах бумаг ХКФ Банка. На рублевом рынке ХКФ Банк представлен 4 выпуска, которые, на наш взгляд, не предлагают особых идей для инвесторов. А на рынке евробондов обращаются 2 суборда, которые также смотрятся малоинтересно, на протяжении последних 3 месяцев находятся в аутсайдерах рынка и торгуются с близким к максимальному спредам к суверенной кривой в диапазоне 800-840 бп.

Группа FESCO (В+/-/В): слабый отчет за 1К14, евробонды компании окончательно освоились в статусе junk bonds

В конце прошлой недели Группа FESCO, один из крупнейших логистических операторов, опубликовал отчетность по МСФО за 1К14. Мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. По итогам прошлого квартала компания снизила выручку на 12% г/г (до 242 млн. долл.), а EBITDA упала на 31.3% г/г – до 33 млн. долл. В итоге рентабельность по EBITDA опустилась до рекордно низкого уровня, составив 13.6% (против 17.5% в 1К13). Величина долга FESCO показала умеренный рост (на 9.3%) к началу года и достигла 1 386 млн. долл., при этом доля коротких обязательств в структуре задолженности выросла до 22.4% (против 13.4% на начало года). В то же время, чистый долг компании к концу 1К14 снизился на 3.6% к 4К13 благодаря тому, что средства от нового долга в 1К14 практически полностью осели на счетах компании, что, наряду со свободным денежным потоком, позволило почти в 2 раза увеличить запас ликвидности на балансе, который достиг к концу 1К14 около 348 млн. долл. (рост на 82.2% к началу года). Вместе с тем, это лишь замедлило темпы роста долговой нагрузки FESCO, которая повысилась до 6.1x в терминах чистый долг/EBITDA LTM (против 5.8x на начало года) как следствие достаточно заметного снижения EBITDA г/г в 1К14.

Согласно данным FESCO, на динамику финансовых результатов существенное влияние оказало ослабление рубля в 1К14, которое обеспечило «более половины» снижения консолидированной выручки компании. В разрезе основных дивизионов сокращение выручки произошло практически по всем сегментам, кроме морских грузоперевозок. Основной бизнеса FESCO остается ДВМП: выручка порта показала весьма умеренное снижение на 5.2% г/г на фоне роста EBITDA на 7.8% г/г привело к восстановлению рентабельности по EBITDA дивизиона до 43.5%. С учетом роста объемов перевалки (контейнеров – на 8% г/г, неконтейнерных грузов – на 35% г/г), падение выручки сегмента произошло из-за изменений валютных курсов. Дивизион контейнерных ж/д-перевозок, несмотря на жесткую просадку по выручке (на 40.3% г/г) и EBITDA (на 53.2% г/г) в 1К14 остался вторым по значимости сегментом с точки зрения формирования операционной прибыли, а рентабельность по EBITDA хоть и снизилась по сегменту до 29.8% (-8.3 пп г/г), но, все же, сохранилась на достаточно высоком уровне. Основными факторами снижения финансовых результатов в 1К14, с учетом роста объема перевозок на 9.5% г/г, стало продолжающееся еще с прошлого года сокращения ж/д-тарифов, а также ослабление рубля. В рамках линейно-логистического дивизиона выручка снизилась на 13.2% г/г, а показатель EBITDA находился на околонулевом уровне, то есть сегмент был убыточным уже на уровне операционной прибыли. Отметим, что сегмент морских перевозок, который FESCO, вроде бы намеревалась сворачивать, оказался единственным показавшим рост выручки (на 11.8% г/г), рентабельность по EBITDA сегмента восстановилась до 22.2%. В прочем, это стало, вероятно, лишь результатом своеобразного «отскока» на рынке – весь прошлый год дивизион демонстрировал достаточно удручающую динамику. Наконец, новый для FESCO бизнес – бункеровка – продолжил расти, его доля в консолидированной выручке компании превысила 10%, а рентабельность по EBITDA дивизиона составила 12.9%.

Свободный денежный поток FESCO (операционный денежный поток за вычетом капвложений и процентных платежей) по итогам 1К14 составил 28 млн. долл., что заметно лучше прошлого года, когда показатель чуть превысил нулевую отметку (2 млн. долл.). Это стало следствием опережающих темпов роста (почти в 4 раза г/г) операционного денежного потока, который в 1К14 достиг 46 млн. долл. Вместе с тем, расходы на капвложения FESCO также показали заметный рост по сравнению с прошлым годом (на 80%), составив 18 млн. долл. или 0.5x EBITDA. Свободный денежный поток 1К14 был использован для пополнения «подушки ликвидности» на балансе. Долг компании к концу 1К14 достиг 1 386 млн. долл. (+9.3% к началу года), при этом доля краткосрочных обязательств в портфеле выросла до 22.4% (против 13.4% на начало года). Однако чистый долг, напротив, снизился на 3.6% к началу года, поскольку средства привлеченного в 1К14 долга не были потрачены и почти в полном объеме осели на счетах компании, что, наряду со свободными средствами

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Ключевые финансовые показатели Группы FESCO за 1К14

млн. долл.	1К14	1К13	%
Выручка	242	275	-12.0%
ЕБИТДА	33	48	-31.3%
Операционная прибыль	12	27	-55.6%
Чистый прибыль/(убыток)	(13)	21	-
Рентабельность по EBITDA	13.6%	17.5%	-3.8 пп
Операционная рентабельность	5.0%	9.8%	-4.9 пп
Чистая рентабельность	-	7.6%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	34	48	-29.2%
Чистый операцион. ден. поток*	46	12	x3.8
CAPEX	18	10	80.0%
Свободный денежный поток	28	2	x14.0

млн. долл.	1К14	2013	%
Активы	2 113	2 098	0.7%
в т.ч. денеж. средства	348	191	82.2%
Долг	1 386	1 268	9.3%
доля краткосрочного долга	22.4%	13.4%	9.0 пп
Чистый долг	1 038	1 077	-3.6%
Капитал	514	641	-19.8%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.2x	-
Долг/EBITDA LTM	8.1x	6.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	6.1x	5.8x	-
EBITDA/Процентные выплаты	6.6x	1.6x	-
Долг/Капитал	2.7x	2.0x	-

* за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

компании, привело к увеличению суммы ликвидных активов на балансе до 348 млн. долл. (рост на 82.2% к началу года). В результате, долговая нагрузка FESCO все же выросла до 6.1x чистый долг/EBITDA LTM (против 5.8x на начало года), но гораздо меньше, чем могла бы, а сам рост был связан с сокращением EBITDA в 1K14.

Подводя итог, отметим, что финансовый отчет FESCO за прошлый квартал хоть и не внушает особого оптимизма, но и не является каким-то сильным негативом с точки зрения влияния на кредитные рейтинги компании. По той простой причине, что самое плохое, на текущем временном промежутке, с FESCO уже произошло: в апреле, после публикации слабых результатов по итогам 2013 г., S&P понизило рейтинг компании с BB- до B+, установив по рейтингу негативный прогноз, а Fitch снизило рейтинг с B+ до B со стабильным прогнозом. Таким образом, рейтинговые агентства уже произвели переоценку перспектив динамики ключевых финансовых и операционных показателей FESCO на среднесрочную перспективу. В этом ключе итоги 1K14, хоть и хуже, но не сильно, результатов 2013 г., таким образом, если результаты ключевых дивизионов (портовый и ж/д-первозки) в течение 2014 г. не покажут существенного дальнейшего ухудшения, компании, скорее всего, удастся избежать очередного понижения рейтинга от Fitch. В то же время, при отсутствии улучшений по итогам 2K14, мы не исключаем понижения на одну ступень рейтинга от S&P.

Единственный рублевый бонд FESCO (ДВМП БО-02) является малоликвидным, индикативные биды по бумаге дают спрэд около 650 бп к кривой ОФЗ. Евробонды компании, напомним, были в лидерах падения в ходе распродаж в начале марта (спровоцированных обострением украинского кризиса), потеряв в цене 12-13 пп, что в несколько раз превышает по масштабам распродажи начала года (оба выпуска потеряли тогда около 4-х фигур в цене), когда инвесторы выходили из бумаг EM на фоне сокращения монетарных стимулов ФРС. После распродаж, оба выпуска отыграли менее половины потерь, а их цены закрепились на уровне в 83% от номинала. Очередной обвал цен в евробондах был спровоцирован потерей BB-рейтинга от S&P в конце апреля. В результате, в начале мая цена бумаг опускалась до нового локального минимума чуть выше 70% от номинала (предыдущий минимум составлял 77-78%), при этом доходность по FESH RU'18 достигала 18.93% годовых, а по FESH RU'20 – 16.76% годовых. На текущий момент обе бумаги вновь подросли до 83% от номинала, доходность по FESH RU'18 составляет сейчас 13.73% годовых, а по FESH RU'20 – около 13% годовых. Видимо, это цена является равновесной для бондов компании, по крайней мере, в среднесрочной перспективе, поскольку мы не ожидаем существенного усиления кредитного профиля FESCO на горизонте 2014 г. Приходится констатировать, что евробонды FESCO окончательно освоились в статусе junk bonds, предлагая уровень доходности, сопоставимый с украинским Метинвестом (-/Caa2/CCC), притом, что риски последнего, и с этим весьма сложно спорить, сейчас выглядят куда выше.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

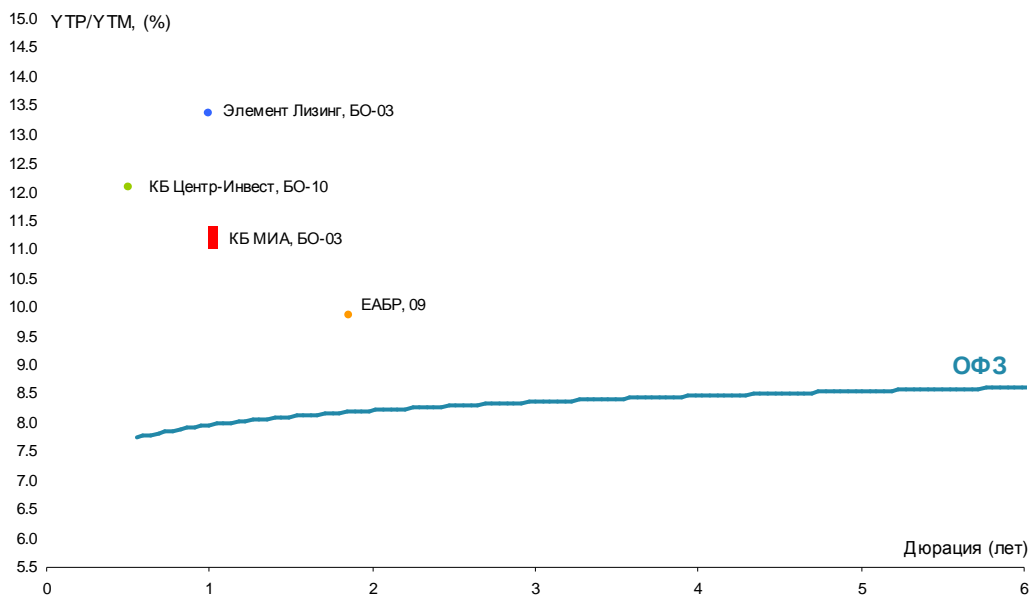
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
ЕАБР, 09	BBB / A3 / -	да	5 000	9.88	27.05.2014	02.06.2014	нет / 1.86 г	2 г / 7 лет
Элемент Лизинг, БО-03	B / - / -	да	2 000	13.37	30.05.2014	03.06.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет
ДельтаКредит, БО-01	- / Ваа3 / BBB+	да	3 000	н/д	02.06.2014	05.06.2014	н/д	5 лет / 10 лет
КБ МИА, БО-03	- / Ва2 / -	да	2 000	11.04-11.30	04.06.2014	06.06.2014	нет / 1 г	1 г / 3 г
КИТ Финанс Капитал, БО-03	NR	нет	2 000	н/д	Конкурс	09.06.2014	н/д	нет / 3 г

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
КБ Центр-Инвест, БО-10	- / Ва3 / -	да	3 000	1.5 / 100%	12.10-12.36	12.10	28.05.2014	нет / 0.5 г
АИЖК, БО-02	BBB- / Ваа1 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.27-10.60	10.00	27.05.2014	нет / 1.84 г
Башнефть, БО-05	- / Ва2 / BB	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.99	26.05.2014	нет / 3.68 г
ЮниКредит Банк, БО-21	BBB / Ваа2 / BBB+	да	10 000	н/д / 100%	10.04-10.25	9.94	23.05.2014	1 г / 5 лет
Газпромбанк, БО-08	BBB- / Ваа3 / BBB-	да	10 000	1.3 / 100%	9.99-10.25	9.99	23.05.2014	нет / 1 г
Мегафон, БО-04	BBB- / Ваа3 / BB+	да	15 000	4.0 / 100%	10.04-10.25	9.67	20.05.2014	нет / 1 г
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Ваа3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, А30	BBB / Ваа1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	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
Кредитный 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.