

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин  
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

#### ХКФ Банк (B2I/BB-): умеренно негативные результаты за 4К14 г., бумаги не предлагают особых идей

Вчера ХКФ Банк опубликовал консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 4К14 г., а также провел конференц-колл для инвесторов. В целом, предоставленные данные смотрелись слабее, чем в 3К14 г. и демонстрировали ухудшение по большинству ключевых показателей деятельности банка, которое все-таки было вполне ожидаемым на фоне усложнившейся конъюнктуры рынка, особенно для розничного бизнеса. Исключением стало снижение показателя просроченной задолженности, которое в тоже время было достигнуто за счет роста объемов списаний, а также сохранение традиционно неплохой ситуации с достаточностью капитализации банка.

На фоне ухудшения рыночных реалий первоочередной задачей для ХКФ Банка в 4К14 г. по-прежнему осталась концентрация внимания банка на качестве активов и расчистке баланса. Таким образом, по итогам 4К14 г. в рамках общего сжатия баланса (-1.4% кв/кв) наблюдалось незначительное, но все же сокращение валового кредитного портфеля на 0.4% кв/кв. Отметим, что, по словам руководства банка, ХКФ Банк и в 2015 г. ожидает сокращение кредитного портфеля пока не стабилизируется или улучшится ситуация с его качественными характеристиками. В структуре продуктовой линейки наибольшие изменения коснулись хедлайнера кредитного портфеля, кредитов наличными, где доля сегмента была снижена до 60.6% (-2 п.п. кв/кв), при этом против общей тенденции снижения выступил сегмент POS-кредитования, который вырос на 10.5% по сравнению с 3К14 г. и нарастил свою долю в портфеле до 21.7% (+2.2 п.п. кв/кв). Сокращение кредитного портфеля при одновременном удорожании стоимости фондирования, вызванного пертурбацией процентных ставок по депозитам, негативно отобразилось на показателе чистой процентной маржи (NIM – 17%; -0.9 п.п. кв/кв), которая продолжила свое падение, начиная с 1К14 г. Также в итоге это стало основной причиной более чем двукратного увеличения чистого убытка до -345 млн руб. по итогам 4К14 г. Отметим, что с целью спасти показатель NIM и итоговый результат, и замедлить рост стоимости фондирования, ХКФ Банк внес изменения в структуру источников фондирования, перейдя от дорогостоящих средств клиентов к источникам оптового фондирования. Как отмечалось нами ранее, одним из светлых пятен в отчетности явилось неожиданное улучшение показателя проблемной задолженности. Так показатель NPL 90+ был снижен до 15.6% (-1.2 п.п. кв/кв), что оказалось даже ниже уровня просрочки банка за 2К14 г. Но все же негативный оттенок данным улучшениям придает их метод достижения, который заключался в существенном увеличении объемов продаж и списаний проблемных кредитов в 4К14 г. С учетом списанных активов показатель NPL 90+ значительно превысил бы значения предыдущего квартала, и составил более 20%. С точки зрения покрытия NPL резервам ХКФ Банк смотрится защищенным, в полной мере перекрывая весь объем просрочки и традиционно поддерживая коэффициент покрытия чуть более 1х. Также в качестве позитивного момента отчетности можно выделить комфортный уровень достаточности капитала банка, который, несмотря на увеличение убытка по сравнению с 3К14 г., был поддержан резервами от курсовых разниц и составил в терминах Total capital ratio - 24.4% и Tier 1 – 17.0%.

На рынке еврообондов у ХКФ Банка обращаются 2 суборда, ближний из которых, HCFB, 20, на наш взгляд, отображает наиболее справедливый спред к кривой UST в районе 1700-1800 бп. Но вряд ли он может вызвать повышенный интерес со стороны инвесторов, учитывая, что на рынке есть более короткий, но с такой же доходностью, выпуск TCS, 18. На рублевом рынке ХКФ Банк представлен 2 довольно низколиквидными выпусками, один из которых, ХКФ Банк, 07, гасится в апреле этого года, а второй, ХКФ Банк, БО-2, с дюрацией 0.92 г. все-таки проявляет «признаки жизни» в последнее время, но при этом, все же предлагает нерыночную доходность. Так доходность по последним сделкам в выпуске ХКФ Банк, 07 находилась на уровне 16.65%, а по бидам – в диапазоне 17-17.5%.

#### ХКФ Банк: финансовые показатели по МСФО за 4К14 г.

млн. руб.	4К14	3К14
Процентные доходы	15 971	17 739
Чистые %о доходов	11 006	11 463
Чистый комиссионный доход	4 565	4 824
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(345)</b>	<b>(161)</b>
<b>Ликвидная позиция и размещенные депозиты</b>	<b>33 862</b>	<b>61 625</b>
Вложения в ценные бумаги	18 120	12 038
Чист. осудная задолженность	244 779	243 025
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>338 740</b>	<b>343 605</b>
<b>Капитал</b>	<b>52 648</b>	<b>50 003</b>
Оптовое фондирование	56 119	47 783
Средства клиентов	187 263	211 944
<b>Расчетные показатели</b>		
Достаточность капитала 1 уровня	17.0%	16.4%
Достаточность капитала	24.4%	23.9%
Чистая %о маржа	17.0%	17.9%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.17	0.14
Cost-to-income	0.38	0.35
NPL 90+/Кредитный портфель	15.6%	16.8%
Резервы/Кредитный портфель	16.3%	17.3%
Резервы/NPL 90+	104.5%	102.9%
Р0аЕ	-	-

Источник: данные Банка, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

## Лента (S&amp;P: B+/Stable): сильный финансовый отчет за 2014 г, бумаги компании выглядят интересно в рамках сектора

Вчера компания «Лента», один из крупнейших игроков на рынке продуктового ритейла, специализирующийся на развитии формата «гипермаркет», опубликовала финансовый отчет за 2014 г. Мы оцениваем раскрытые показатели как сильные. Так, по итогам прошлого года компания нарастила выручку на 34.5% г/г (почти до 194 млрд. руб.), тогда как показатель EBITDA вырос на 29.8% г/г (до 21.4 млрд. руб.). Рентабельность по EBITDA сохранилась на достаточно высоком уровне в 11% (-0.4 пп г/г). Масштабные инвестиции в расширение сети в 2014 г были оплачены, главным образом, за счет привлечения заемного финансирования. В результате, долг Ленты на конец прошлого года вырос в 1.5 раза к уровню начала года и достиг 71.3 млрд. руб. Быстрый рост долга привел к повышению долговой нагрузки Ленты, на конец 2014 г ее уровень достиг 2.8x в терминах чистый долг / EBITDA, тогда как на начало года показатель составлял 2.4x. В то же время, повышенную долговую нагрузку компании отчасти компенсирует высокая доля площадей в собственности (около 90%), а также благоприятная структура долга. На конец прошлого года доля коротких обязательств составляла всего 17.8% и почти полностью покрывалась за счет накопленной на балансе ликвидности.

Высокие темпы роста выручки Ленты в 2014 г были обеспечены как за счет активного расширения торговых площадей (на 38.4% г/г), так и за счет достаточно сильного показателя сопоставимых продаж, который вырос на 10.6% г/г. При этом сами сопоставимые продажи росли не только из-за ускорения инфляции (средний чек вырос на 6%), но и благодаря увеличению числа покупателей (рост трафика составил 4.4%). В то же время, показатель себестоимости продаж в прошлом году рос сопоставимыми с выручкой темпами, увеличившись на 33.1% г/г, что, в том числе, было связано с более медленным ростом цен для покупателей по сравнению с повышением закупочных цен, а SG&A-расходы и вовсе показали опережающий рост, увеличившись почти в 1.5 раза к уровню прошлого года, перекрыв эффект от роста валовой маржи. Отметим, что рост финансовых результатов в прошлом году соответствует нижней границе собственного прогноза Ленты, при этом компании удалось сохранить статус самой быстрорастущей компании среди крупных игроков (рост выручки Магнита в 2014 г составил 31.6% г/г). Что касается прогнозов на этот год, то Лента планирует сохранить высокие темпы роста выручки – рост показателя ожидается на 34-38% г/г.

Свободный денежный поток Ленты по итогам 2014 г традиционно оказался в отрицательной зоне, составив -19.1 млрд. руб., причем дефицит средств вырос в 1.5 раза к уровню прошлого года. Учитывая, что рост операционных поступлений в прошлом году составил 46.1% г/г (до 16 млрд. руб.), дефицит средств был связан с масштабным расширением сети. Так, расходы на финансирование CAPEX в 2014 г выросли на 48.4% г/г и составили 35.1 млрд. руб. или 1.6x EBITDA. Отменим, что в прошлом году компания заметно превысила собственный план по развитию сети, открыв 31 новый гипермаркет при плане в 24 магазина. Финансирование CAPEX потребовало привлечения нового долга, в результате общая задолженность Ленты к концу прошлого года выросла в 1.5 раза по сравнению с его началом, достигнув 71.3 млрд. руб. Быстрые темпы увеличения долга отчасти сгладил рост EBITDA, тем не менее, долговая нагрузка Ленты повысилась достаточно заметно, став обратной стороной быстрого роста торговых площадей. На конец 2014 г отношение чистого долга к EBITDA достигло 2.8x, вплотную приблизившись к пороговому уровню в 3x, тогда как в начале года показатель составлял 2.4x. Планы Ленты по развитию на текущий год являются более консервативными: компания намерена открыть 20-25 гипермаркетов (из них 10 в течение 1П15) и 10-15 супермаркетов (в 2014 г было открыто 14 магазинов этого формата), а общий объем капложений не превысит 25 млрд. руб., что означает сокращение на 28.8% к уровню прошлого года. Некоторое замедление темпов развития подставляется вполне оправданным ввиду ухудшения экономической ситуации, а кроме того позволит профинансировать львиную долю инвестиций за счет собственного денежного потока, что актуально в условиях и так не низкой долговой нагрузки компании. Впрочем, повышенную долговую нагрузку несколько смягчает высокая доля площадей в собственности (около 90%), а также благоприятная структура долга. На конец 2014 г доля короткого долга составляла 17.8% и практически полностью покрывалась за счет запасов ликвидности на балансе. Кроме того, Лента по-прежнему сохраняет весьма широкие возможности для рефинансирования долга при необходимости – объем невыбранных кредитных линий на конец прошлого года составлял 36.3 млрд. руб.

## Ключевые финансовые показатели Ленты за 2014 г

млн. руб.	2014	2013	%
Выручка	193 988	144 266	34.5%
ЕБИТДА	21 377	16 467	29.8%
Операционная прибыль	17 659	13 801	28.0%
Чистая прибыль	9 075	7 147	27.0%
Рентабельность по EBITDA	11.0%	11.4%	-0.4 пп
Операционная рентабельности	9.1%	9.6%	-0.5 пп
Чистая рентабельность	4.7%	5.0%	-0.3 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	21 894	16 317	34.2%
Чистый операцион. ден. поток	15 979	10 937	46.1%
CAPEX	35 115	23 668	48.4%
Свободный денежный поток	(19 136)	(12 731)	50.3%

млн. руб.	2014	2013	%
Активы	141 245	88 330	59.9%
в т.ч. денежные средства	12 036	6 212	93.8%
Долг*	71 251	46 043	54.7%
Доля краткосрочного долга	17.8%	13.3%	4.5 пп
Чистый долг*	59 215	39 831	48.7%
Капитал	16 730	4 915	x3.4
CAPEX/EBITDA	1.6x	1.4x	-
Долг/EBITDA	3.3x	2.8x	-
Чистый долг/EBITDA	2.8x	2.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.2x	4.1x	-
Долг/Капитал	4.3x	9.7x	-

\*включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Динамика операционных показателей Ленты в 2014 г

	2014	2013	%
<b>Выручка, млрд. руб.</b>	<b>194.0</b>	<b>144.3</b>	<b>34.5%</b>
в том числе гипермаркеты	188.5	143.3	31.5%
<b>Торговая площадь, тыс. кв. м</b>	<b>701.2</b>	<b>506.7</b>	<b>38.4%</b>
в том числе гипермаркеты	674.6	493.8	36.6%
<b>Средний чек, руб.</b>	<b>1 099</b>	<b>1 092</b>	<b>0.6%</b>
в том числе гипермаркеты	1 132	1 100	2.9%
супермаркеты	549	514	6.8%
<b>Количество покупателей, млн</b>	<b>176.5</b>	<b>132.1</b>	<b>33.6%</b>
в том числе гипермаркеты	166.4	130.3	27.7%
супермаркеты	10.0	1.8	x5.6
<b>Количество магазинов, в т.ч.</b>	<b>132</b>	<b>87</b>	<b>-</b>
Гипермаркеты	108	77	40.3%
Супермаркеты	24	10	x2.4

	Выручка	Ср.чек	Трафик
<b>LFL-прирост 2014 к 2013</b>	<b>10.6%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.4%</b>
Гипермаркеты	10.6%	6.0%	4.3%
Супермаркеты	17.2%	5.6%	11.0%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Бумаги продуктовых ритейлеров характеризуются невысокой ликвидностью в текущих условиях. Последние сделки в единственном торгуемом выпуске Лента 03 с годовой дюрацией проходили со спрэдом около 350-390 бп к кривой ОФЗ, что означает премию 160-200 бп к сопоставимым по дюрации бумагам Магнита (S&P: BB/Pos). На наш взгляд, бонды Ленты все еще предлагают лучшее сочетание риска и предлагаемой доходности в рамках сектора.

## Первичный рынок

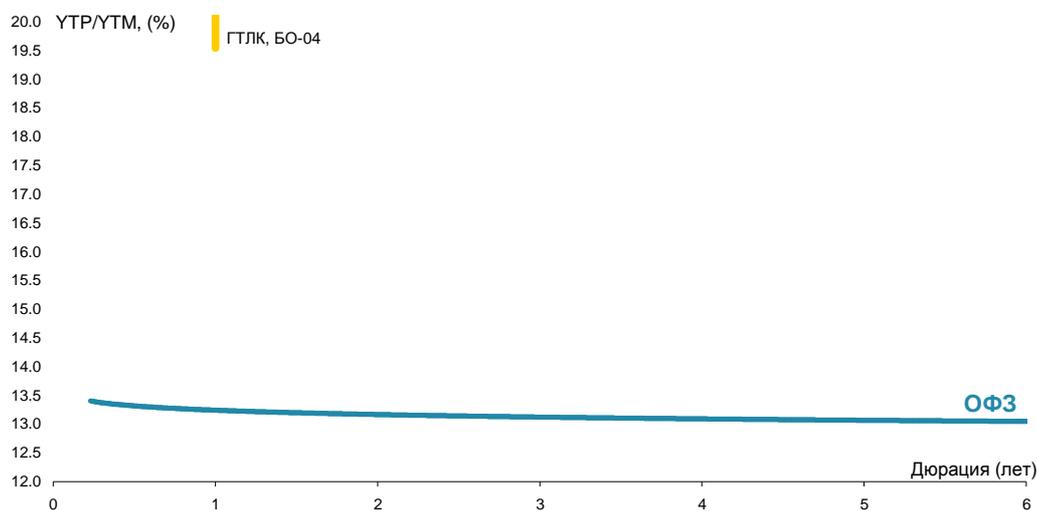
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, годовых %	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
ГТЛК, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	19.54-20.11	17.03.2015	19.03.2015	нет / 1 г	1 г / 10

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
Россельхозбанк, БО-17	- / Va1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1
Связьбанк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 1
АФК Система, БО-01	BB / V1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.3
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Va1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Va3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Va3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Va1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Va2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1



# 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

## Аналитическое управление

Акции		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
Облигации		<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:evgenia.lobacheva@zenit.ru">evgenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>

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.