

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин  
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

**Сбербанк (-/Ba2/BVV-): нейтральная отчетность за 4К14 г. на фоне отраслевого спада, бумаги движутся в рамках общерыночного тренда**

Вчера ОАО «Сбербанк» опубликовал консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 4К14 г., которая на фоне отчитавшегося ранее ВТБ смотрится намного лучше, но все же имеет слабые места. Из ключевых моментов отчетности можно выделить:

- В 4К14 г. Сбербанк продемонстрировал высокие темпы роста валового кредитного портфеля (+17.4 кв/кв), превысив даже также неплохие показатели ВТБ (+14% кв/кв). Конечно же стоит отметить, что больше трети роста портфеля все-таки было обеспечено благодаря девальвации рубля. С точки зрения структурной разбивки основным хедлайнером роста выступил сегмент корпоративного портфеля (+20% кв/кв), при этом розница росла более сдержанно (+8.4% кв/кв).
- Существенный рост кредитного портфеля в итоге обусловил увеличение процентных доходов (+13.4% кв/кв), которое на фоне возросшей стоимости фондирования все-таки не смогло в полной мере поддержать чистую процентную маржу банка. Так NIM банка сократился до 5.4% (-0.2 п.п. кв/кв), но все же при этом сокращение показателя оказалось не столь значимым, как у ВТБ (до 3.5%; -0.6 п.п. кв/кв). Отметим, что основным источником роста процентных расходов стали заимствования у ЦБ РФ и на финансовых рынках, при этом любопытно, что в 4К14 г. стоимость срочных депозитов корпоративных клиентов возросла в до 6,2% (+0.8 п.п. кв/кв), в то время как стоимость привлечения срочных средств физических лиц сократилась до 4,5% (-0.7 п.п. кв/кв). Данная аномалия объясняется досрочным закрытием депозитов физлицами с целью открытия новых под более высокие процентные ставки, а также ростом валютных вкладов. По прогнозам менеджмента банка, на NIM и в 2015 г. будет оказываться давление со стороны стоимости фондирования, в связи с чем, руководство ожидает планомерное снижение показателя.
- С точки зрения качественных характеристик, кредитный портфель банка смотрелся также лучше ВТБ (NPL 90+ - 5.8%; -0.2 п.п. кв/кв). Так уровень просроченной задолженности был снижен до 3.2% (-0.3 п.п. кв/кв), хотя с учетом объемов списаний в 4К14 г. показатель выглядел бы не так радужно, незначительно но все же превысив уровни предыдущего квартала (3.6%; +0.1 п.п. кв/кв). Отметим, что коэффициент покрытия резервами проблемной задолженности стабильно поддерживается на уровне 1.5х.
- Ключевыми же негативными моментами отчетности в 4К14 г. стали почти 40% сокращение чистой прибыли до 49 млрд руб. (ВТБ зафиксировал убыток в 4К14 г. в размере 4.6 млрд руб.), а также ухудшение ситуации с достаточностью капитала банка (Total capital ratio - 12.1%, Tier 1 – 8.6%). Что касается первого, то здесь основное влияние на показатель исходило от высокого уровня резервных отчислений, а также возросшего объема административных расходов (Cost-to-Income - 0.41x). В итоге чистой прибыли оказалось не достаточно для пополнения капитала банка, что в совокупности с возросшим убытком от переоценки инвестиционных ценных бумаг в AFS портфелях обусловил значимое проседание по капиталу. К слову, в 2015 г. Сбербанк планирует поддерживать показатель достаточности капитала первого уровня выше 8.8%.

Опубликованная отчетность вряд ли вызовет существенное движение в выпусках Сбербанка. На текущий момент евробонды банка движутся в рамках общерыночного тренда, постепенно сужая спред к кривой UST. При этом дисконт к выпускам ВТБ вернулся на докризисные уровни в районе 80 бп.

### Финансовые показатели ОАО «Сбербанк» по МСФО

млрд. руб.	4К14	3К14
Процентные доходы	521.2	459.4
Чист. % доходы	274.6	255.2
Чистый комиссионный доход	90.0	69.6
<b>Чистая прибыль</b>	<b>49.0</b>	<b>70.9</b>
Денежные средства и их эквиваленты	2308.8	1535.3
Вложения в ценные бумаги	1062.6	1399.8
Чист. ссудная задолженность	17756.6	15064.4
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>25200.8</b>	<b>20678.9</b>
<b>Капитал</b>	<b>2020.1</b>	<b>20 13.8</b>
Оптовое фондирование	5479.8	40 28.9
Средства клиентов	15562.9	132 10.1
Достаточность капитала 1 уровня	8.6%	10.1%
Достаточность капитала	12.1%	14.0%
Чистая % маржа	5.4%	5.6%
Опт. Фондир (Долг+МБК) / Активы	0.22	0.19
Cost-to-income	0.41	0.35
NPL 90+/Кред. портфель	3.2%	3.5%
Резервы/Кредитный портфель	4.7%	5.1%
Резервы/NPL 90+	146.8%	145.7%
ROaE	9.7%	14.3%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

# Корпоративные события

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

## Совкомфлот (BB+/Ba2/BB-): неплохой отчет за 2014г., выпуск компании заметно расширил спред к бумагам РЖД

Вчера Совкомфлот (BB+/Ba2/BB-) опубликовал финансовый отчет за 2014. Представленные данные в целом производят неплохое впечатление и укладываются в логику развития компании последних лет. Наиболее примечательные детали отчета приведены ниже:

- Выручка в тайм-чартерном эквиваленте выросла на 20% г/г, рост показателя примерно в равной степени был обеспечен ростом валовой выручки и снижением расходов на бункеровку, а также портовых сборов. Ценовые условия фрахта в течение 2014г. оставались довольно сложными: спотовый рынок был весьма волатильным, среднегодовые показатели по итогам года показали умеренное снижение в среднем в пределах 5%. В случае Совкомфлота стабилизирующим фактором является то, что компания работает по долгосрочным контрактам, которые нивелируют ценовые перепады спотового рынка.
- В разрезе операционных сегментов почти 3/4 роста обеспечили перевозки нефти, газа (СПГ), а также обслуживание шельфовых проектов. Прирост в сегменте транспортировки газа составил 72% г/г благодаря вводу в строй 2 новых газозовозов СПГ.
- Девальвация рубля обеспечила рост на всех уровнях рентабельности. Маржа EBITDA Совкомфлота в 2014г. увеличилась на 5.3 пп и достигла 51.3%. Компании удалось обеспечить нулевой рост административных расходов, расходов на страхование и содержание экипажей, на которые в сумме приходится более 60% операционных затрат.
- Инвестиционная активность компании подросла, объем капвложений немного превысил сумму чистых операционных поступлений. Программа расширения флота включает 10 судов в разной стадии готовности, которые позволят нарастить дедвейт Совкомфлота на 8% в течение ближайших 2 лет.
- Размер чистого долга компании увеличился в пределах 2%, отношение Ч.Долг/EBITDA снизилось до 5.6x – наиболее низкому уровню с 2010г. – благодаря существенному росту рентабельности.

Представленный отчет малозначим с точки зрения влияния на рейтинги компании. Как и для всех госкомпаний в этом смысле ключевым фактором сегодня является снижение «странового потолка», которое пока вылилось лишь в изменение прогноза по рейтингу S&P в феврале этого года. Несмотря на существенный прогресс, которого достигла компания в снижении долговой нагрузки с пиковых значений за последние 2 года, кредитные показатели Совкомфлота сегодня вряд ли имеют определяющее значение для агентств в условиях роста внешних рисков, сложной ценовой конъюнктуры рынка фрахта и снижения цен на нефть.

Евробонд SCFRU-17 (YTM 9.7% D 2.4 г.) с начала года выглядит на уровне средней динамики российского корпоративного сектора, снизив доходность на 2.8 пп. Спред к выпуску РЖД RURAIL-17 за тот же период расширился с 400 до текущих 450 бп, что, как минимум, на 150 бп шире средних значений последних 12 месяцев.

## Ключевые финансовые показатели Совкомфлота по МСФО за 2014

млн. долл.	2014	2013	%
Выручка (тайм-чартерный эквивалент)	1 044	873	+19.6%
EBITDA	538	382	+40.9%
Операционная прибыль	248	82	x3.0
Чистая прибыль	84	39	+115.1%
Рентабельность по EBITDA	51.6%	43.8%	+7.8 пп
Операционная рентабельность	23.8%	9.4%	+14.4 пп
Чистая рентабельность	8.0%	4.5%	+3.6 пп
Операционн. денеж. поток	499	437	+14.2%
Чистый операционный денеж. поток	491	435	+12.9%
CAPEX	524	388	+35%
Свободный денежный поток	(33)	47	-169.4%
млн. долл.	2014	2013	
Активы	6 439	6 399	+0.6%
в т.ч. денеж. сред-ств и депозиты	285	282	+1.1%
Долг*	3 019	2 962	+1.9%
доля краткосрочного долга	13.3%	12.6%	+0.7 пп
Чистый долг*	2 735	2 680	+2%
Капитал	3 159	3 111	+1.5%
CAPEX/EBITDA	1x	1x	-
Долг/EBITDA LTM	5.6x	7.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	5.1x	7x	-
EBITDA/Процентные платежи	4.1x	2.9x	-
Долг/Капитал	1x	1x	-

\* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## 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
МКБ, БО-09	BB- / B1 / BB-	да	3 000	15.56	23.03.2015	25.03.2015	нет / 1 г	1 г / 5 л

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
Связь-Банк, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.56	15.56	24.03.2015	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-17	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1 г
Связьбанк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 1 г
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1 г
Газпромбанк, БО-20	BVB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0 г
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1 г
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1 г
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0 г
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1 г
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0 г
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BVB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0 г
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBV-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BVB- / Baa2 / BVB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 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>

<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	Облигации	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a> <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

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.