




# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

 ВЭБ (Ваа1/ВВВ-/ВВВ) – итоги по МСФО за 1 полугодие 2014 года.

 Лента (В1/В+/-): финансовые результаты 1 пол. 2014 г.

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

 ГЛОБЭКСБАНК (-/ВВ-/ВВ-) опубликовал слабую МСФО-отчетность за бм2014 г.

 Банк «ФК Открытие» (Ва3/ВВ-/ВВ-) опубликовал позитивную отчетность по МСФО за 1 полугодие 2014 года.

## ВЭБ (Ваа1/ВВВ-/ВВВ) – итоги по МСФО за 1 полугодие 2014 года.

Инвестиционная привлекательность ВЭБа в силу общего характера данной структуры, не нацеленной в принципе на получение прибыли, зависит как от качества активов, так и от государственной поддержки. Причем при довольно высоких темпах снижения качества кредитного портфеля в последнее время (фактор Украины и прошедшей Олимпиады) поддержка оказывается в существенно объеме. В первом полугодии Банк получил более 80 млрд руб. «бумажного» дохода, что позволило показать положительный финансовый результат, несмотря на 100 млрд руб. начисленных резервов, и нарастить капитал Банка. Последний ему понадобится, хотя формально он и не является банком – уровень достаточности капитала заложен в еврооблигации, рефинансирование которых после санкций стало затруднительным. Еврооблигации ВЭБа сейчас больше интересны в позиции «шорт» из-за текущей негативной ситуации в еврооблигациях российских эмитентов.

**Комментарий.** Инвестиционная привлекательность ВЭБа в силу общего характера данной структуры, не нацеленной в принципе на получение прибыли, зависит как от качества активов, так и от государственной поддержки.

Что касается качества активов, то тут вопрос довольно интересный. NPL как таковой ВЭБ не раскрывает, однако по уровню резервирования и его динамике можно судить, что не все в этом процессе гладко. Так, если на конец 2012 года уровень резервирования по кредитному портфелю был порядка 11,4%, на конец 2013 года – 13,6%, на середину 2014 года – 16%. Так что динамика здесь довольно

2 сентября 2014

**Всего по данным МСФО, на украинский бизнес (включая лизинг), приходится 152 млрд руб. (4,6% активов)...**

**...убытки от кредитования олимпийских объектов сама Госкорпорация уже оценила в 175 млрд руб. (5,3% активов)**

**...в июле 2014 года Госдумой принят ФЗ, предусматривающий возможность размещать во Внешэкономбанке средства в субординированные депозиты в объеме до 7% средств ФНБ РФ (до 216 млрд руб. на 1 августа 2014 года) на срок не менее 5 лет...**

**В июне текущего года ВЭБ разместил облигации серии 35 на сумму 212,636 млрд руб. под 2% годовых сроком обращения 7 лет.**

**...ставка, которая заметно ниже рыночной, позволила отразить доход от первоначального признания финансовых инструментов в размере 82,9 млрд руб. ...**

высокая. На 1 июля объем резервирования составлял 383 млрд руб. Среди проблемных моментов здесь можно отметить Украину, в частности наличие украинского, ранее санированного, Проминвестбанка. Всего по данным МСФО, на украинский бизнес (включая лизинг), приходится 152 млрд руб. (4,6% активов). Также определенную нагрузку несут выданные «олимпийские» кредиты. В целом, по данным СМИ, убытки от кредитования олимпийских объектов сама Госкорпорация уже оценила в 175 млрд руб. (5,3% активов). Отдельным моментом стоит также выделить saniруемые Глобэкс банк и Связь-Банк, под которые ВЭБом привлечены средства ЦБ, на чем мы остановимся ниже.

При такой ситуации вопрос поддержки со стороны государства становится актуальным. И Госкорпорация ее получает. Так, в июле 2014 года Госдумой принят ФЗ, предусматривающий возможность размещать во Внешэкономбанке средства в субординированные депозиты в объеме до 7% средств ФНБ РФ (до 216 млрд руб. на 1 августа 2014 года) на срок не менее 5 лет. Закон подготовлен в целях докапитализации ВЭБа. Отметим, что хотя ВЭБ формально и не банк, однако в его Меморандуме о его финансовой политике прописано, что достаточность капитала должна составлять не менее 10%. Этот же норматив учтен и в ковенантах по еврооблигациям. Учитывая, что привлечение новых выпусков под вопросом после введения санкций, то маловероятно, что досрочное погашение еврооблигаций входит в планы топ-менеджмента Банка. Таким образом, пополнение капитала – важный момент для Банка. На 1 апреля 2014 года достаточность была на уровне 11,6%.

Ранее, в марте 2014 года, премьер-министр РФ Дмитрий Медведев подписал распоряжение о выделении ВЭБу в 2014 году имущественного взноса на 10 млрд руб. на возмещение убытков по кредитам, выданным под строительство олимпийских объектов в Сочи. В пользу ВЭБа были перераспределены средства, ранее предусмотренные в бюджете на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов Минрегиону для внесения в «Олимпстрой».

В июне текущего года ВЭБ разместил облигации серии 35 на сумму 212,636 млрд руб. под 2% годовых сроком обращения 7 лет. Облигации размещались по закрытой подписке в пользу ЦБ РФ. По сути, это было рефинансирование средств, выделенных на санацию Связь-Банка и Глобэкс банка, так что живых денег ВЭБ, судя по всему, не получил (депозиты ЦБ были погашены в том числе и досрочно). Однако ставка, которая заметно ниже рыночной, позволила отразить доход от первоначального признания финансовых инструментов в размере 82,9 млрд руб., что также пошло «в плюс» капиталу. Таким образом, получение прибыли в 1 полугодии 2014 года носило отчасти «бумажный» характер, реальное получение прибыли будет зависеть от доходов, которые сумеет сгенерировать ВЭБ за счет полученных денег.

С точки зрения бумаг отметим заметное движение «вверх» кривой евробондов ВЭБа, которая следовала за общей динамикой российских еврооблигаций. В целом, учитывая текущую негативную конъюнктуру можно присмотреться к выпуску VEB-18, цена которого сейчас на уровне 92,0%. В начале августа бумага падала до 90,857% по цене. Так что мы видим дальнейшую возможность снижения цены по выпуску, вплоть до значений начала августа, что делает привлекательным «шорт» по данной бумаге.

#### Финансовые показатели ВЭБа по МСФО

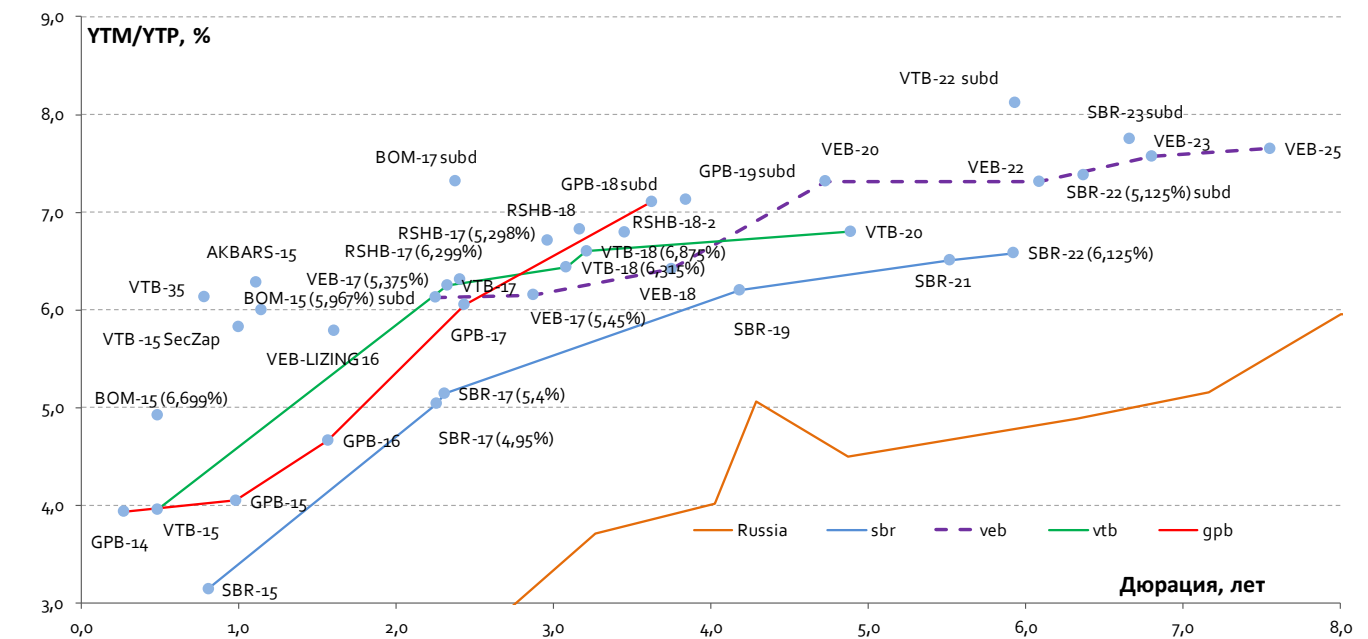
Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2012	1H2013	2013	1H2014	Изм. за 1H2014
Активы	2 532	2 919	3 123	3 314	3 446	4,0%
Кредиты (net)	1 229	1 497	1 727	1 847	2 005	8,6%
Кредиты (gross)	1 392	1 691	1 942	2 139	2 388	11,7%
доля в активах	48,5%	51,3%	55,3%	55,7%	58,2%	---
NPL (>90дн.)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	---
уровень резервов	11,7%	11,4%	11,0%	13,6%	16,0%	---
Финансовые активы	571	611	560	573	553	-3,5%
доля в активах	22,6%	20,9%	17,9%	17,3%	16,0%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	14,5%	10,9%	n/a	10,4%	n/a	n/a
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	64,3	80,5	46,7	99,0	47,9	2,7%
Прибыль	7,5	17,5	0,8	8,5	2,5	201,2%

2 сентября 2014

Качественные показатели деятельности	2011	2012	1H2013	2013	1H2014	Изм. за 1H2014
ROA	0,3%	0,6%	0,1%	0,3%	0,1%	+0,1 п.п.
ROE	1,5%	3,3%	0,3%	1,5%	0,8%	+0,5 п.п.
C/I	44,8%	42,6%	45,5%	31,0%	25,8%	-19,7 п.п.
NIM	3,2%	3,3%	3,5%	3,7%	3,3%	-0,3 п.п.

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

## Доходности еврооблигаций финансового сектора



Елена Федоткова

## Лента (В1/В+/-): финансовые результаты 1 пол. 2014 г.

Отчетность Ленты за 1 пол. 2014 г. по МСФО отразила влияние активного расширения сети – выручка выросла на 38% г/г до 86 млрд руб., при этом прибыльность снижалась – EBITDA margin составила 9,6% («-1,1 п.п.» г/г). Давление на маржу последовало от высоких темпов развития (торговая площадь увеличилась на 37% до 396 тыс. кв. м.), когда новые магазины не успевают «вызреть». К концу года после высокого сезона продаж можно ожидать некоторого улучшения финансовых показателей Ленты, хотя давление, вероятно, будет исходить от ввода российскими властями ограничений на ввоз ряда продуктов. Долговая нагрузка Ленты на фоне активного расширения сети также выросла: размер долга – на 17% до 53,8 млрд руб., Чистый долг/EBITDA – до 2,9х против 2,5х в 2013 г., что является уже скорее высоким уровнем. Короткий долг Ленты в размере 9 млрд руб. в основном покрывался невыбранными кредитными линиями на 31,6 млрд руб. Облигации Лента 01, 02 и 03 низколиквидные и на текущих уровнях доходности выглядят малопривлекательными.

**Лента отчиталась за 1 пол. 2014 г. по МСФО...**

**Выручка выросла на 38% до 86 млрд руб., EBITDA – на 24% до 8 млрд руб., EBITDA margin снизилась на 1,1 п.п. до 9,6%...**

**Причиной сложившейся тенденции стало активное развитие сети...**

**Комментарий.** Вчера Лента представила отчетность за 1 пол. 2014 г. по МСФО, которая отразила влияние активного расширения сети.

Так, выручка ритейлера выросла на 38% г/г до 86 млрд руб., опередив по динамике даже Магнит («+28%» г/г), впрочем, по масштабам бизнеса сети значительно отличаются (в более чем 4 раза). Рост выручки был на фоне активного открытия магазинов (всего 35 магазинов, в том числе 22 гипермаркета) и расширения торговой площади – на 37% до 396 тыс. кв. м., а также роста LfL на 13,8% (за счет ср. чек – 7,3%; трафика – 6,1%).

При этом прибыльность бизнеса Ленты снижалась – показатель EBITDA вырос на 24% до 8 млрд руб., тем не менее, EBITDA margin снизилась на 1,1 п.п. до 9,6% г/г, но оставалась на хорошем для отрасли уровне (для сравнения, в 1 пол. у Магнита она была 10,5%, у X5 – 7,1%, у О'КЕЙ – 6,7%). Давление на маржу последовало от высоких темпов развития,

2 сентября 2014

**Давление на прибыльность оказывают новые магазины, которые не успевают «вызреть»...**

когда новые магазины не успевают «вызреть» с точки зрения продаж при более высоких затратах в пересчете на выручку. Вместе с тем, к концу года после высокого сезона продаж, что важно для крупноформатной розницы (на гипермаркеты Ленты приходится 99% торговой площади), можно ожидать некоторого улучшения финансовых показателей, хотя нельзя исключать давления от ввоза российскими властями ограничений на ввоз ряда продуктов из ЕС, США и др. стран.

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Лента (МСФО)			О'КЕЙ (МСФО)			Х5 (МСФО)			Магнит (МСФО)		
	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %	1 пол.13	1 пол.14	Изм. %
Выручка	62,1	85,9	38,3	64,7	72,7	12,3	260	300	15,3	273	350	28,2
ЕБИТДА	6,6	8,2	23,7	4,2	4,9	14,9	18	21	18,7	28	37	32,6
ЕБИТДА margin	10,7%	9,6%	-1,1 п.п.	6,6%	6,7%	0,1 п.п.	6,87%	7,07%	0,20 п.п.	10,12%	10,47%	0,35 п.п.
Чистая прибыль	2,7	2,7	0,1	1,6	1,7	5,0	4	6	49,8	15	20	34,0
margin	4,3%	3,1%	-1,2 п.п.	2,5%	2,3%	-0,2 п.п.	1,66%	2,15%	0,49 п.п.	5,33%	5,57%	0,24 п.п.
	2013	1 пол.14	Изм. %	2013	1 пол.14	Изм. %	2013	1 пол.14	Изм. %	2013	1 пол.14	Изм. %
Активы	88,2	92,6	4,9	64,6	67,0	3,6	302	302	-0,1	268	280	4,5
Денежные средства и эквиваленты	6,2	2,9	-53,9	3,0	1,4	-54,0	8	6	-19,6	6	4	-37,1
Долг	46,0	53,8	17,1	16,8	24,0	43,5	111	110	-0,1	74	68	-8,2
краткосрочный	6,1	9,0	46,5	2,3	6,9	198,3	31	21	-32,4	36	13	-63,4
долгосрочный	39,8	44,8	12,5	14,4	17,1	18,7	80	90	12,3	37	54	45,4
Чистый долг	39,8	51,0	28,1	13,7	22,7	64,8	103	104	1,3	68	64	-5,7
Долг/ЕБИТДА	2,9	3,1		1,5	2,1		2,9	2,6		1,1	0,9	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,5	2,9		1,2	1,9		2,7	2,5		1,0	0,9	

Источники: данные компаний, PSB Research

**Долговая нагрузка на фоне активного развития выросла: размер долга – на 17% до 54 млрд руб., Чистый долг/ЕБИТДА достигла 2,9х против 2,5х в 2013 г...**

Долговая нагрузка Ленты на фоне активного расширения сети также выросла: размер долга – на 17% до 53,8 млрд руб., метрика Долг/ЕБИТДА достигла 3,1х против 2,9х в 2013 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 2,9х против 2,5х соответственно, что является уже скорее высоким уровнем, особенно в свете сохраняющихся масштабных инвестиционных планов на 2014 г. (запустить 24 гипермаркета, 15 супермаркетов).

**Короткий долг в основном покрывался невыбранными кредитными линиями...**

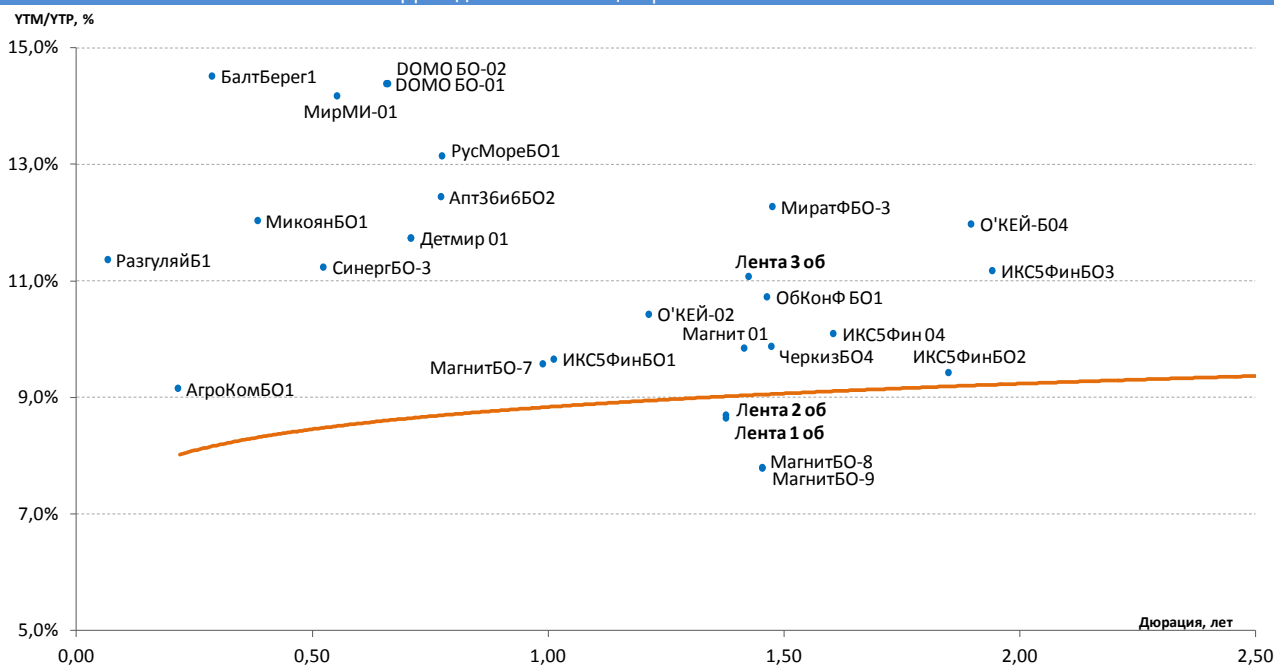
Долговая нагрузка Ленты также выделяется на общем фоне крупных продуктовых ритейлеров, присутствующих на рынке. Ближе всего расположился Х5 с метрикой Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 2,5х, что, впрочем, ниже, чем у Ленты.

**Облигации Ленты практически неликвидные и малопривлекательны...**

Короткий долг Ленты в 9 млрд руб. при денежных средствах на счетах в размере 2,9 млрд руб. в основном покрывался невыбранными кредитными линиями, по данным компании, на сумму 31,6 млрд руб.

Облигации Лента серий 01, 02 и 03 низколиквидные и на текущих уровнях доходности выглядят малопривлекательными.

Доходности облигаций российских эмитентов



Александр Полютков

2 сентября 2014

## Синергия (-/-/В): итоги 1 пол. 2014 г. по МСФО.

Синергия отчиталась ожидаемо слабее прошлого года с точки зрения прибыльности на фоне повышения с 1 января 2014 г. ставки акциза. Несмотря на снижение отгрузки продукции на 8% до 4,38 млн дал, Синергия за счет повышения цен смогла добиться роста чистой выручки на 2,5% до 11 млрд руб., впрочем, удержать EBITDA не удалось, которая сократилась на 6% (г/г) до 1,3 млрд руб., а EBITDA margin – на 1,1 п.п. до 11,8%. Давление на рентабельность также оказали расходы на персонал, издержки на поддержание рыночной доли и продвижение новых брендов. Операционный денежный поток был отрицательным из-за уплаты в январе значительной суммы акциза. Во 2 пол. 2014 г. и в 2015 г. Синергия ожидает улучшения рыночных условий и финансов в свете заморозки акциза в 2015 г. Долговая нагрузка Синергии по итогам июня выросла – размер долга увеличился на 16% к 2013 г. до 7,7 млрд руб., метрика Чистый долг/EBITDA – до 2,0х против 1,7х в 2013 г. Короткий долг в 2,8 млрд руб. покрывался свободными кредитными лимитами на 7,2 млрд руб. Облигации Синергия БО-03 (УТМ 11,23%/0,53 г.) неликвидные и вряд ли стоит ждать яркой реакции в котировках, выборочные сделки проходят по цене 99,99-100% номинала.

*Синергия представила отчетность за 1 пол. 2014 г. по МСФО...*

*Чистая выручка выросла на 2,5% до 11 млрд руб., EBITDA снизилась на 6% до 1,3 млрд руб., EBITDA margin составила 11,8%...*

*Давление на финансы оказало повышение акциза, расходы на персонал, издержки на поддержание рыночной доли и продвижение новых брендов...*

*У компании был отрицательный операционный денежный поток из-за уплаты значительной суммы акциза в январе...*

*Долговая нагрузка выросла – Чистый долг/EBITDA составила 2,0х против 1,7х в 2013 г., размер долга увеличился на 16%...*

**Комментарий.** Группа Синергия отчиталась за 1 пол. 2014 г. по МСФО ожидаемо слабее прошлого года с точки зрения прибыльности на фоне повышения с 1 января 2014 г. ставки акциза, что, по оценкам компании, привело к сокращению рынка в целом на 16%. Несмотря на снижение отгрузки собственной продукции – на 8% до 4,38 млн дал, Синергия за счет повышения цен смогла добиться небольшого роста чистой выручки – на 2,5% до 11 млрд руб., впрочем, удержать EBITDA не удалось – показатель сократился на 6% (г/г) до 1,3 млрд руб., а EBITDA margin – на 1,1 п.п. до 11,8%.

Помимо повышения акциза давление на прибыльность, по данным компании, оказали подросшие расходы на персонал, издержки на поддержание рыночной доли и продвижение новых брендов. Операционный денежный поток Синергии был отрицательным («-394 млн руб.») из-за уплаты в январе значительной суммы акциза, сформированной более высокими отгрузками продукции в декабре 2013 г. – перед повышением акцизной ставки. Во 2 пол. 2014 г. и в 2015 г. Синергия ожидает улучшения рыночных условий и финансов в свете заморозки акциза в следующем году, что не должно привести к излишнему росту акцизных выплат и сократит инвестиции в оборотный капитал.

Ключевые финансовые показатели млн руб.	Синергия (МСФО)		
	1 пол. 2013	1 пол. 2014	Изм. %
Продажи собств. продукции, тыс. дал	4 760	4 375	-8,1
Чистая выручка	10 763	11 032	2,5
Операционный денежный поток	667	-394	-
EBITDA	1 384	1 301	-6,0
EBITDA margin	12,9%	11,8%	-1,1 п.п.
Чистая прибыль	418	275	-34,2
margin	3,9%	2,5%	-1,4 п.п.
	2013	1 пол. 2014	Изм. %
Активы	34 282	30 975	-9,6
Денежные средства и эквиваленты	467	423	-9,4
Долг	6 679	7 731	15,8
краткосрочный	877	2 824	222,0
долгосрочный	5 802	4 907	-15,4
Чистый долг	6 212	7 308	17,6
Долг/EBITDA	1,8	2,2	
Чистый долг/EBITDA	1,7	2,0	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка Синергии по итогам июня выросла – размер долга увеличился на 16% к 2013 г. до 7,7 млрд руб., метрика Чистый долг/EBITDA – до 2,0х против 1,7х в 2013 г. Рост долга был из-за потребности финансировать отрицательный денежный поток и выкупа собственных акций на 348 млн руб. Короткий долг в 2,8 млрд руб., включая погашение облигаций на 1,5 млрд руб., покрывался свободными кредитными лимитами,

2 сентября 2014

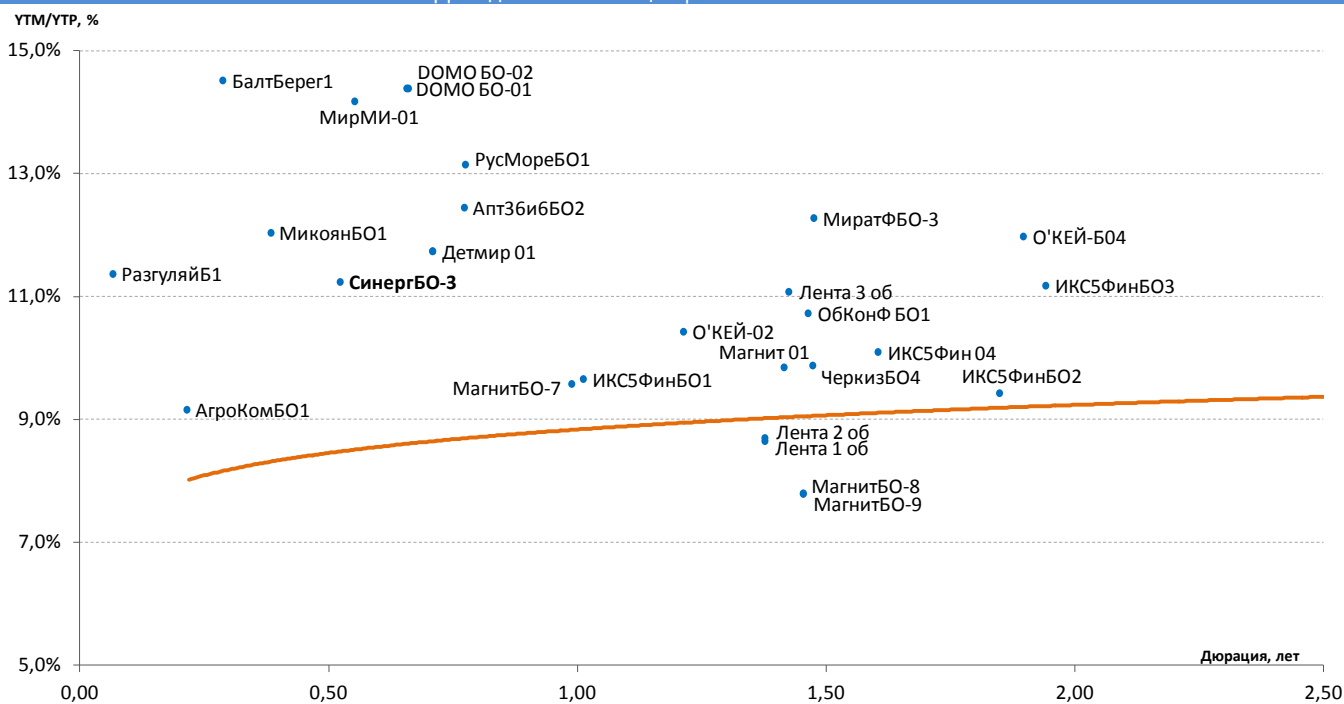
**Короткий долг в основном покрывался свободными кредитными лимитами...**

**Облигации Синергия БО-03 неликвидные...**

которые, по данным компании, составляли 7,2 млрд руб.

Облигации Синергия БО-03 (УТМ 11,23%/0,53 г.) неликвидные и вряд ли стоит ждать яркой реакции в котировках, выборочные сделки проходят по цене близкой к номиналу – 99,99-100%.

Доходности облигаций российских эмитентов



Александр Полютков

**ГЛОБЭКСБАНК (-/ВВ-/ВВ-) опубликовал слабую МСФО-отчетность за 6М2014 г.**

ГЛОБЭКСБАНК в первом полугодии 2014 г. сократил активы на 6% до 262 млрд руб. Сокращение затронуло как кредитный портфель, так и ликвидные статьи баланса.

Сокращение обязательств произошло главным образом за счет погашения ранее выпущенных ценных бумаг и уменьшения МБК. Средства клиентов выросли со 127,7 млрд руб. до 142,1 млрд руб. При этом мы не исключаем, что данный рост был связан с переоформлением ранее выпущенных векселей, объем которых уменьшился с 28,7 до 16,4 млрд руб.

Рост расходов на создание резервов под обесценение кредитов до 2,8 млрд руб. (по сравнению с 0,9 млрд руб. в первом полугодии 2013 г.) обусловил отрицательные финансовые результаты Банка. Убыток за первое полугодие составил 911,5 млн руб.

Слабые финансовые результаты будут оказывать давление на котировки Банка «ГЛОБЭКС». В то же время сохранение Банка в составе Группы Внешэкономбанка, а также ограниченный объем бумаг в обращении будут сдерживать котировки от сильного падения.

**В первом полугодии 2014г.**

**ГЛОБЭКСБАНК в три раза увеличил расходы на формирование резервов под обесценение кредитов**

**Комментарий.** В I полугодии 2014 года ГЛОБЭКСБАНК получил убыток в размере 911,5 млн руб. Главным фактором, обусловившим данный результат, стал трехкратный рост расходов на создание резервов под обесценение кредитов до 2 833 млн руб. по сравнению с 905 млн руб. Кроме этого давление на прибыльность Банка оказал опережающий рост стоимости фондирования. Процентные расходы Банка в первом полугодии 2014 г. выросли на 15,2%, что более чем в

2 сентября 2014

**Рост процентных расходов опережает рост процентных доходов**

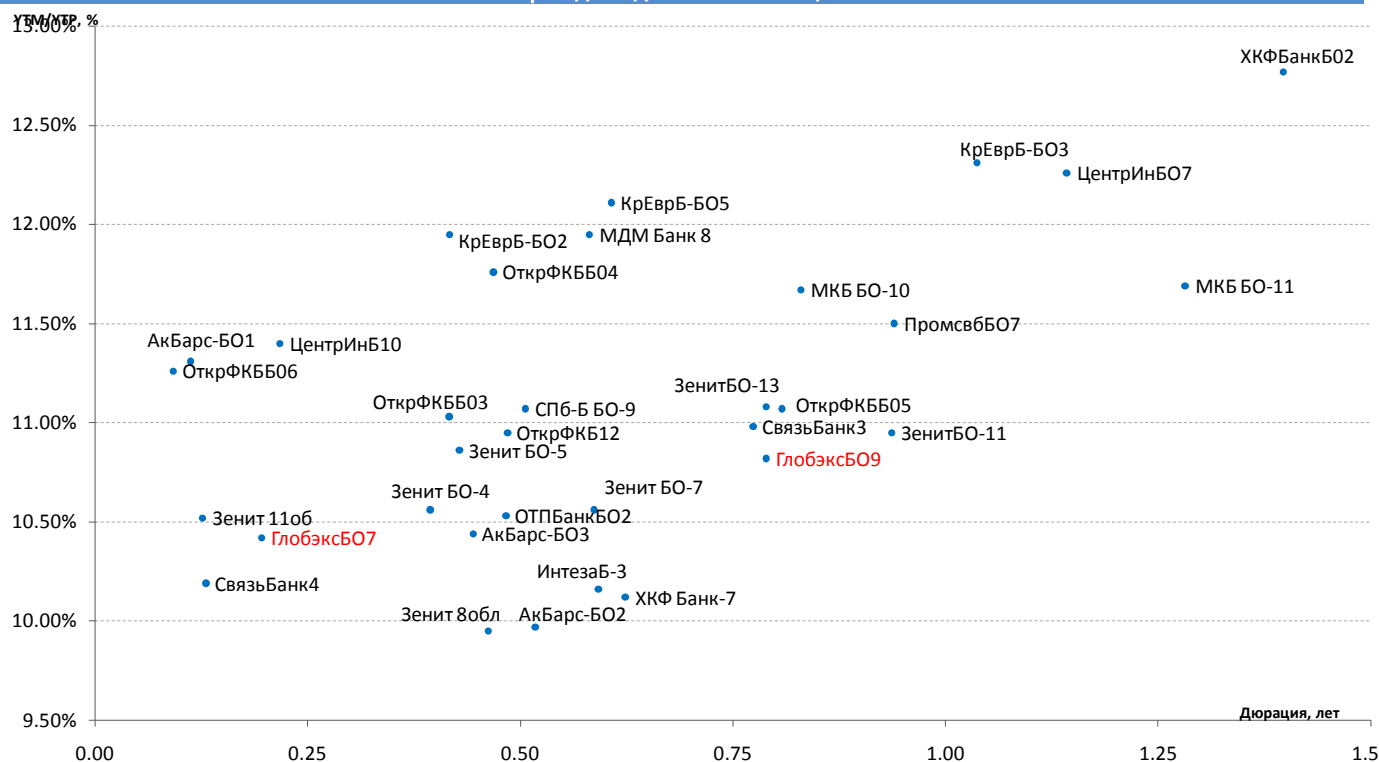
**Убыток Банка в первом полугодии 2014 г. составил 911,5 млрд руб.**

два раза опережало динамику роста процентных доходов. В итоге чистые процентные доходы Банка (до вычета резервов под обесценение) в первом полугодии 2014 г. сократились на 9% г/г.

Рост процентных расходов, как мы понимаем, был вынужденной мерой, поскольку на фоне закрытия публичных рынков Банк остро нуждается в ресурсах. Повышение ставок по депозитам помогло привлечь средства клиентов, которые дали Банку возможность погасить ранее выпущенные ценные бумаги. В частности, 30 июня в рамках оферты был полностью выкуплен выпуск серии БО-9 объемом 5 млрд руб. После отчетной даты, 1 августа Банк погасил еще два выпуска облигаций серии БО-4 и БО-6 общим объемом 5 млрд руб.

Остающийся в обращении выпуск облигаций ГЛОБЭКСБАНКа серии БО-7 торгуется с доходностью 10,30% годовых к оферте 4.12.2014 г. (дюрация 0,27 года), что предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 235 б.п. Ограниченный объем предложения облигаций ГЛОБЭКСБАНКа, а также факт вхождения в состав Группы Внешэкономбанка оказывают поддержку котировкам облигаций. Учитывая ослабление кредитных метрик, облигации ГЛОБЭКСБАНКа, торгующиеся с премией к кривой ОФЗ на 70 - 130 б.п. меньше чем облигации крупных эмитентов второго эшелона (Банк ФК Открытие, МКБ), выглядят неинтересно.

Карта доходности облигаций



2 сентября 2014

**Ключевые финансовые показатели ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК (МСФО-отчетность)**

Балансовые показатели, млрд руб.	2011	2012	1Н 2013	2013	6м2014	Изм. за 6м2014г.
Активы	179	228	252	279	262	-6%
Денежные средства	22	24	17	26	20	-23%
Доля в активах	12.1%	10.5%	6.9%	9.3%	7.6%	
Кредиты (net)	130	137	142	150	146	-2%
Кредиты (gross)	133	141		156	154.7	-1%
Доля в активах	73.0%	60.0%	56.4%	53.6%	55.6%	
Финансовые активы (ценные бумаги)	32	43	42	46	43.7	-4%
Доля в активах	17.9%	18.7%	16.5%	16.3%	16.7%	
Средства клиентов	92.2	89.0	102.4	127.7	142.1	11%
Доля в пассивах	51.6%	39.0%	40.6%	45.7%	54.2%	
Капитал	26.0	26.4	34.1	30.8	29.8	-3%
Доля в пассивах	14.5%	11.6%	13.5%	11.0%	11.4%	
Н1.0	15.2%	11.0%	12.5%	11.4%	11.2%	
Показатели прибыльности	2011	2012	1Н 2013	6м2013	6м2014	Изм. г/г
Чистые процентные доходы	5.1	6.8	3.2	3.2	2.9	-9%
Чистые комиссионные доходы	0.7	0.9	0.5	0.5	0.5	15%
Создание резервов под обесценение	-1.3	-1.5	-0.9	-0.9	-2.8	211%
Операционные доходы	6.8	7.4	4.7	4.7	8.6	83%
Операционные расходы	-4.9	-5.1	-2.5	-2.5	-6.6	164%
Прибыль за период	0.4	0.4	1.0	1.0	-0.9	отр.
Качественные показатели деятельности	2011	2012	1Н 2013	6м2013	6м2014	
RoAA	0.0%	0.2%	0.8%	0.8%	отр.	
RoAE	0.0%	1.6%	6.7%	6.6%	отр.	
Cost / Income	71.8%	68.2%	53.4%	53.2%	76.7%	

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

Дмитрий Монастыршин

2 сентября 2014

## Банк «ФК Открытие» (Ваз/ВВ-/ВВ-) опубликовал позитивную отчетность по МСФО за 1 полугодие 2014 года.

Чистая прибыль Банка «ФК Открытие» (бывший НОМОС-Банк) в 1 полугодии 2014 года составила 6,2 млрд. рублей, что на 1,6% превышает показатель прошлого года и в условиях снижения общей прибыльности банковского сектора выглядит сильным результатом. Рентабельность собственного капитала (ROE) по итогам 1 полугодия 2014 года составила 10,8%.

Активы Банка выросли до 1 397 млрд. рублей, увеличившись на 1,3% с начала года. При этом кредитный портфель увеличился на 4,2% и достиг 916,0 млрд. рублей. Рост NPL с 2,9% до 3,3% в первом полугодии 2014 г. был компенсирован ростом NIM с 4,4% до 5,3%.

Банк сохраняет комфортный уровень достаточности капитала 1-го уровня -10,2% и общего капитала 14,3%.

Выход сильной отчетности будет оказывать поддержку облигациям и еврооблигациям Банка. В то же время, учитывая текущее давление геополитических новостей на рынок, ожидать роста котировок даже на фоне выхода сильной отчетности не приходится.

**Комментарий.** Банк «ФК Открытие» опубликовал МСФО-отчетность за первое полугодие 2014 г. Мы обращаем внимание на следующие ключевые моменты, отраженные в отчетности.

**Активы Банка «ФК Открытие» на 30.06.2014 г. выросли до 1 397 млрд. рублей.**

Консолидированные активы Банка в первом полугодии текущего года увеличились на 1,3% до 13979 млрд. рублей. После показателей 2013 г., когда активы Банка выросли на 53,2%, динамика 2014 г. смотрится весьма скромно. В то же время мы отмечаем, что значительное влияние на показатели 2013 г. оказала консолидация показателей Банка «Открытие». Текущее замедление динамики по всей вероятности обусловлено реорганизацией бизнес-процессов и перераспределением корпоративных и розничных клиентских потоков внутри Группы в соответствии с объявленной ранее стратегией. В текущих условиях ухудшающейся операционной среды консервативная стратегия роста с ориентацией на повышение эффективности выглядит более чем оправданно.

**Замедление темпов роста до 1,3% с начала года против 53,2% по итогам 2013 г. выглядит естественно на фоне ухудшения операционной среды и реорганизации бизнеса внутри Группы «Открытие».**

Основной вклад в рост Банка в первом полугодии 2014 г. внес корпоративный бизнес. Средства корпоративных клиентов выросли на 7% до 458,5 млрд руб., а рост кредитного портфеля составил 9,9% до 606 млрд руб.

**Основной вклад в рост бизнеса вносит корпоративный блок.**

Средства, привлеченные от розничных клиентов сократились на 2,4% до 267,7 млрд руб., при этом рост розничного кредитного портфеля составил 8,2%.

**NPL за 6 месяцев 2014 года вырос с 2,9% до 3,3%.**

Средства, привлеченные от клиентов МСБ, сократились на 22% до 38 млрд руб., кредитный портфель МСБ сократился на 14% до 41,5 млрд руб.

**Что было компенсировано ростом NIM с 4,4% до 5,3%.**

Качество кредитного портфеля во втором квартале 2014 г. сохранилось на уровне первого квартала. При этом по сравнению с началом текущего года и по сравнению с прошлым годом отмечается рост доли просроченной задолженности. NPL по корпоративным кредитам составил 1,9% (без изменений с начала года). NPL по розничным кредитам и кредитам МСБ вырос одинаково на 1,6 п.п. до 7,1% и 8,0% соответственно.

Рост доли просроченной задолженности Банк компенсировал увеличением процентной ставки по кредитам. В первом полугодии 2014 г. рост процентных доходов происходил более быстрыми темпами (+58,5% г/г), чем рост процентных расходов (+44,4% г/г). Чистая процентная маржа по итогам первого полугодия 2014 г. выросла до 5,3% по сравнению с 4,4% по итогам 2103 г.

**Рост операционных расходов и убытки от торговых операций снизили рентабельность Банка.**

Чистая прибыль Банка «ФК Открытие» в 1 полугодии 2014 года составила 6,2 млрд. рублей, что на 1,6% превысило показатель прошлого года. В условиях снижения общей прибыльности банковского сектора даже небольшое улучшение финансовых результатов отражает успешной проводимой Банком стратегией.

В то же время мы обращаем внимание, что в терминах г/г рост активов и капитала Банка на 30.06.2014 г. составил 43% и 47% соответственно. На фоне таких темпов роста баланса получение прибыли практически на уровне прошлого года привело к снижению

2 сентября 2014

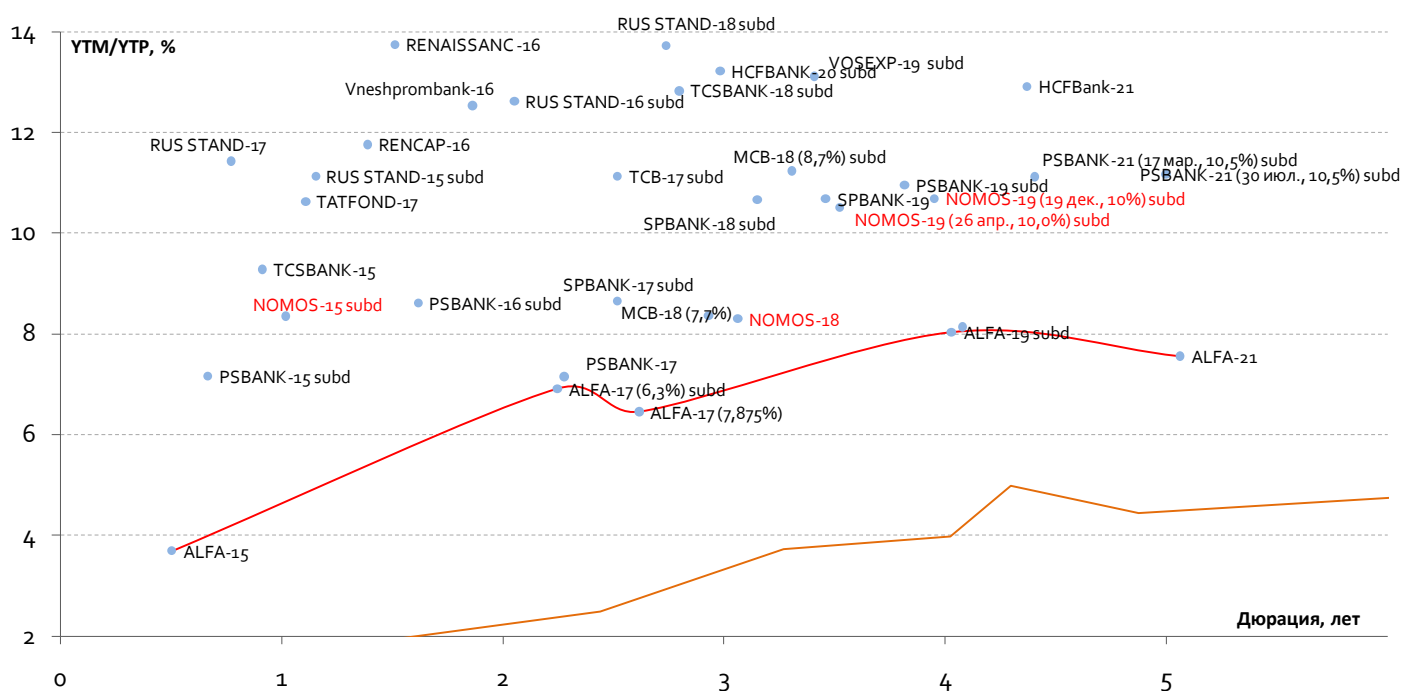
**Сильные результаты оказывают поддержку котировкам Банка «ФК Открытие». В то же время движение рынка по-прежнему определяют геополитические новости.**

показателей рентабельности собственного капитала и активов. Рентабельность собственного капитала (ROE) по итогам 1 полугодия 2014 года составила 10,8% против 17,5% в 2103 г. Негативное влияние на финансовые результаты первого полугодия текущего года оказали убытки по торговым операциям (по ценным бумагам, валюте, драг металлам и пр.) и значительный рост операционных расходов на 62,6% г/г.

Во втором полугодии 2014 г. Банку «ФК Открытие», как и остальным российским банкам, предстоит работать в условиях роста макроэкономических рисков, снижения качества корпоративных и розничных заемщиков, роста стоимости фондирования. Кроме того давление на метрики Банка будет оказывать интеграция бизнеса Банка «Петрокоммерц» и значительный уровень долга на уровне холдинговой компании.

Выход сильной отчетности будет оказывать поддержку облигациям и еврооблигациям Банка. В то же время, учитывая текущее давление геополитических новостей и ухудшение операционной среды, ожидать роста котировок даже на фоне выхода сильной отчетности не приходится. Скорее бумаги будут проседать меньшими темпами, чем остальные эмитенты банковского сектора. В пятницу еврооблигации Банка падали на 38-48 б.п. на фоне снижения котировок еврооблигаций РСХБ и Газпромбанка на 100 – 150 б.п.

### Карта доходности облигаций



### Финансовые показатели Банка «ФК Открытие» по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2012	1H 2013	2013	6M2014	Изм за 6M2014 г.
Активы	662	900	977	1 379	1 397	1%
Кредиты (net)	448	591	703	879	916	4%
Кредиты (gross)	468	612	726	912	948	4%
доля в активах	67.6%	65.6%	71.9%	64%	64%	
NPL (>90дн.)	2.0%	2.0%	2.2%	2.9%	3.3%	
Покрытие NPL резервами	2.1	1.8	1.4	1.2	1.0	
Кредиты / Средства клиентов	1.2	1.3	1.3	1.1	1.2	
уровень резервов	4.4%	3.6%	3.1%	3.6%	3.4%	
Вложения в финансовые активы	88	109	125	222	251	13%
доля в активах	13.3%	12.2%	12.8%	16%	16%	
Средства клиентов	382	472	555	781	790	1%
доля в активах	57.8%	52.4%	56.8%	57%	57%	
Коэффициент достаточности общего капитала (CAR)	16.2%	16.3%	15.5%	14.4%	14.3%	

2 сентября 2014

Показатели прибыльности, млрд руб.	2011	2012	1Н 2013	2013	6м2014	Изм. г/г
Чистые процентные доходы (до резервов)	28.1	31.4	18.1	40.7	32.3	79%
Чистые комиссионные доходы	6.1	7.9	4.2	8.9	6.8	62%
Создание резервов под обесценение	-8.4	-5.9	-3.6	-9.4	-11.0	206%
Операционные доходы	41.2	45.5	22.3	44.2	36.0	62%
Операционные расходы	-17.3	-21.4	-10.7	-22	-17.4	62%
Прибыль	12.1	15.0	6.1	22.2	6.2	2%
Качественные показатели деятельности	2011	2012	1Н 2013	2013	6м2014	
Рентабельность активов (RoAA)	2.0%	1.9%	1.3%	1.7%	0.9%	
Рентабельность собственных средств (RoAE)	18.2%	18.1%	13.0%	17.5%	10.8%	
С / I	41.9%	47.0%	48.2%	41.0%	47.4%	
NIM	5.3%	4.5%	4.2%	4.4%	5.3%	

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

**Дмитрий Монастыршин**

2 сентября 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** DavitashviliVM@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

**Илья Веллер** Veller@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-17

**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

2 сентября 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.