

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Лента (B1/B+/-): итоги 2014 г. по МСФО.

ХКФ Банк (B2/-/BB-) отчитался по МСФО за 2014 г.

Лента (B1/B+/-): итоги 2014 г. по МСФО.

В 2014 г. Лента продемонстрировала уверенную динамику роста бизнеса на фоне активного расширения сети. Так, выручка выросла на 34,5% до 194 млрд руб., показатель EBITDA – на 30% до 21 млрд руб., EBITDA margin составила 11%, что выглядит вполне достойно и на уровне результатов Магнита, ранее уже отчитавшегося. С начала 2015 г. по 10 марта динамика выручки Ленты сохраняется высокой – на 37,4%, что позволяет ритейлеру делать довольно оптимистичные прогнозы по росту бизнеса на 34-38% по итогам года. Что касается долга, то его общий размер в 71 млрд руб. и метрика Чистый долг/EBITDA на уровне 2,8х не стали сюрпризом – в январе менеджмент уже озвучивал цифры, заявив о планах сокращать долг в 2015 г., что нельзя не приветствовать. Облигации Лент вряд ли будут особо реагировать на хорошую отчетность, учитывая их слабую ликвидность. Впрочем, наиболее ликвидный выпуск Лента оз (YTP 17,01%/0,95 г.) может представлять интерес в рамках стратегии buy&hold по цене ниже номинала – 94,5%.

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

*Выручка выросла на 34,5%
до 194 млрд руб., EBITDA –
на 29,8% до 21 млрд руб.,
EBITDA margin
составила 11%...*

*В целом, результаты
выглядят достойно и
не уступают Магниту...*

Комментарий. Вчера Лента представила отчетность за 2014 г. по МСФО – финансовые результаты оказались лучше консенсус-прогноза и их можно назвать сильными.

Так, выручка ритейлера выросла на 34,5% (г/г) до 194 млрд руб., опередив по динамике Магнит («+31,7%» г/г), который ранее отчитался. Впрочем, стоит учитывать разницу в масштабах бизнеса ритейлеров – Магнит в 3,9 раза превосходит Ленту. Столь высокая динамика выручки Ленты связана с активным расширением сети (31 гипермаркет и 14 супермаркетов, торговая площадь возросла на 38,7% до 701 тыс. кв. м.), а также ростом сопоставимых продаж (на 10,6% - средний чек 6%; трафик – 4,4%).

По итогам 2014 г. чистая прибыль Ленты выросла на 27% (г/г) до 9,075 млрд руб., показатель EBITDA – на 29,8% (г/г) до 21,377 млрд руб., EBITDA margin составила 11% («-0,4 п.п.» г/г), что сопоставимо с результатом Магнита (11,2%). Отметим, что по итогам минувшего года Ленте в целом удалось нивелировать давление на прибыльность со стороны новых «незрелых» магазинов, что, на наш взгляд, положительный момент в финансах компании, учитывая высокие темпы открытия магазинов в последние годы.

С позитивной точки зрения можно оценить динамику доходов начала 2015 г.: темпы роста выручки опередили лидера сектора Магнит. Так, с начала года и по 10 марта выручка Ленты выросла на 37,4% против 34% в феврале у Магнита. Пока компании удастся грамотно адаптировать предложение под изменившуюся ситуацию с потребительским спросом. На этом фоне ритейлер оптимистичен по прогнозу роста выручки на 2015 г., ожидая ее увеличения на 34-38%.

13 марта 2015

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Лента (МСФО)			Магнит (МСФО)		
	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %
Выручка	144	194	34,5	580	764	31,7
EBITDA	16	21	29,8	65	86	32,1
EBITDA margin	11,41%	11,02%	-0,39 п.п.	11,16%	11,20%	0,04 п.п.
Чистая прибыль	7	9	27,0	36	47	33,0
margin	5,0%	4,7%	-0,3 п.п.	6,1%	6,2%	0,1 п.п.
Активы	88	141	59,9	268	280	4,5
Денежные средства и эквиваленты	6	12	93,8	6	4	-37,1
Долг	46	71	54,8	74	68	-8,2
краткосрочный	6	13	106,7	36	13	-63,4
долгосрочный	40	59	46,9	37	54	45,4
Чистый долг	40	59	48,8	68	64	-5,7
Долг/EBITDA	2,8	3,3		1,1	0,9	
Чистый долг/EBITDA	2,4	2,8		1,0	0,9	

Источники: данные компаний, PSB Research

Долговая нагрузка на фоне активного развития выросла: долг – на 55% до 71 млрд руб., метрика Чистый долг/EBITDA достигла 2,8х против 2,4х в 2013 г...

В 2015 г. Лента намерена несколько снизить темпы открытия магазинов, что оградит ее от дальнейшего роста долга...

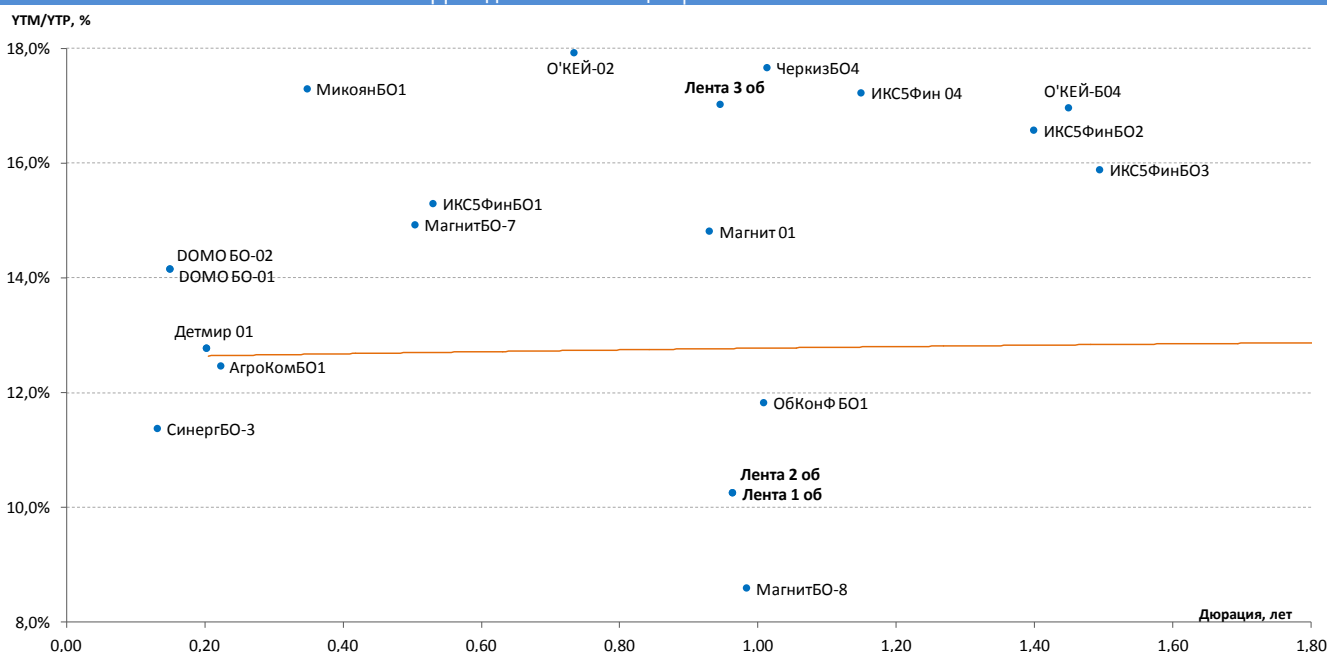
Облигации Ленты практически неликвидные...

Что касается долга, то его общий размер в 71 млрд руб. («+55%» г/г) и метрика Чистый долг/EBITDA на уровне 2,8х против 2,4х в 2013 г. не стали сюрпризом, поскольку в январе менеджмент уже озвучивал данные цифры, раскрывая планы по сокращению уровня долга в 2015 г., что нельзя не приветствовать. Вместе с тем, короткий долг сети 13 млрд руб. более чем на 90% покрывался денежными средствами на счетах в размере 12 млрд руб.

Напомним, что Лента в 2014 г. активно инвестировала в запуск новых магазинов, что привело к резкому росту долга. В 2015 г. ритейлер намерен несколько сбавить обороты – на расширение сети будет направлено 25 млрд руб., на которые предполагается открыть 30-40 магазинов против 45 в 2014 г. В целом, если серьезного ухудшения с потребительским спросом в 2015 г. не произойдет, компания вполне может, по крайней мере, не ухудшить свои кредитные метрики.

Облигации Ленты вряд ли будут особо реагировать на хорошую отчетность, учитывая их слабую ликвидность. Впрочем, наиболее ликвидный выпуск Лента оз (УТР 17,01%/0,95 г.) может представлять интерес в рамках стратегии buy&hold по цене ниже номинала – 94,5%.

Доходности облигаций российских эмитентов

**Александр Полютков**

13 марта 2015

ХКФ Банк (B2/-/BB-) отчитался по МСФО за 2014 г.

Убыток ХКФ Банка за 2014 г. составил 4,5 млрд руб. Наиболее негативным для Банка оказалось первое полугодие. Во втором полугодии потери Банка существенно сократились, тем не менее, в 3-м и 4-м кварталах ХКФ Банк продолжал генерировать убытки. В условиях ухудшения операционной среды кредитный профиль ХКФ Банка поддерживает высокий уровень капитализации и адекватный запас ликвидности. Ожидаем нейтральной реакции в бондах ХКФ Банка на публикацию годовой МСФО-отчетности.

Убыток ХКФ Банка за 2014 г. составил 4,5 млрд руб...

В IV квартале качество кредитного портфеля улучшилось. Снижение NPL90+ было обеспечено за счет усиления процедур андеррайтинга, а также за счет продажи проблемных кредитов на 43,9 млрд руб. (против 9,3 млрд руб. в 2013 г.)...

Чистый кредитный портфель за 2014 г. сократился на 14,4% до 244,8 млрд руб...

Ликвидная позиция поддерживается на адекватном уровне...

Обеспеченность капиталом поддерживается на высоком уровне. H1.0=14,5%...

Ожидаем нейтральной реакции бондов на публикацию годовой МСФО-отчетности ХКФ Банка...

Комментарий. По данным опубликованной консолидированной МСФО-отчетности убыток ХКФ Банка за 2014 г. составил 4,5 млрд руб. Наиболее негативным оказались 1 и 2 квартала, за которые банк получил суммарный убыток 4,0 млрд руб.

Во втором полугодии 2014 г. за счет усиления процедур андеррайтинга темп роста проблемных кредитов замедлился, что способствовало сокращению убытков банка. Убыток во 2-м полугодии составил 0,5 млрд руб. Показатель NPL90+ на конец 4 квартала улучшился до 15,6% по сравнению с 16,8% в 3 квартале и 16,1% во 2 квартале текущего года. При этом мы обращаем внимание на то, что улучшение NPL90+ было во многом достигнуто за счет продажи портфеля проблемных кредитов. В 4 квартале Банк продал проблемные кредиты на 14,7 млрд руб., а за весь 2014 г. валовый объем проданных кредитов составил 43,9 млрд руб.

Помимо роста доли просроченной задолженности давление на финансовые показатели банка оказывает сокращение кредитного портфеля и обусловленное этим снижение процентных и комиссионных доходов. Чистый кредитный портфель за 2014 г. сократился на 14,4%. Чистая процентная маржа в 2014 г. снизилась до 16,7% по сравнению с 19,7% в 2013 г. Процентные доходы банка в 2014 г. сократились на 22%, комиссионные доходы снизились на 28%.

Ликвидная позиция Банка сохраняется на адекватном уровне. На 01.01.2015 г. денежные средства и эквиваленты, средства в банках, высоколиквидные ценные бумаги составили 67 млрд руб. или 20% от активов.

На фоне сокращения кредитного портфеля потребности Банка в фондировании снижаются. Объем привлеченных средств клиентов за 2014 г. сократился на 15,4% и составил 187,3 млрд руб. На сокращение объема привлекаемых средств клиентов существенное влияние оказывает сокращение количества офисов ХКФ Банка. В 2014 г. Банк закрыл 426 стандартных офисов, сократив их число до 737. Число кредитно-кассовых офисов сократилось за 2014 г. с 5 994 до 4 557.

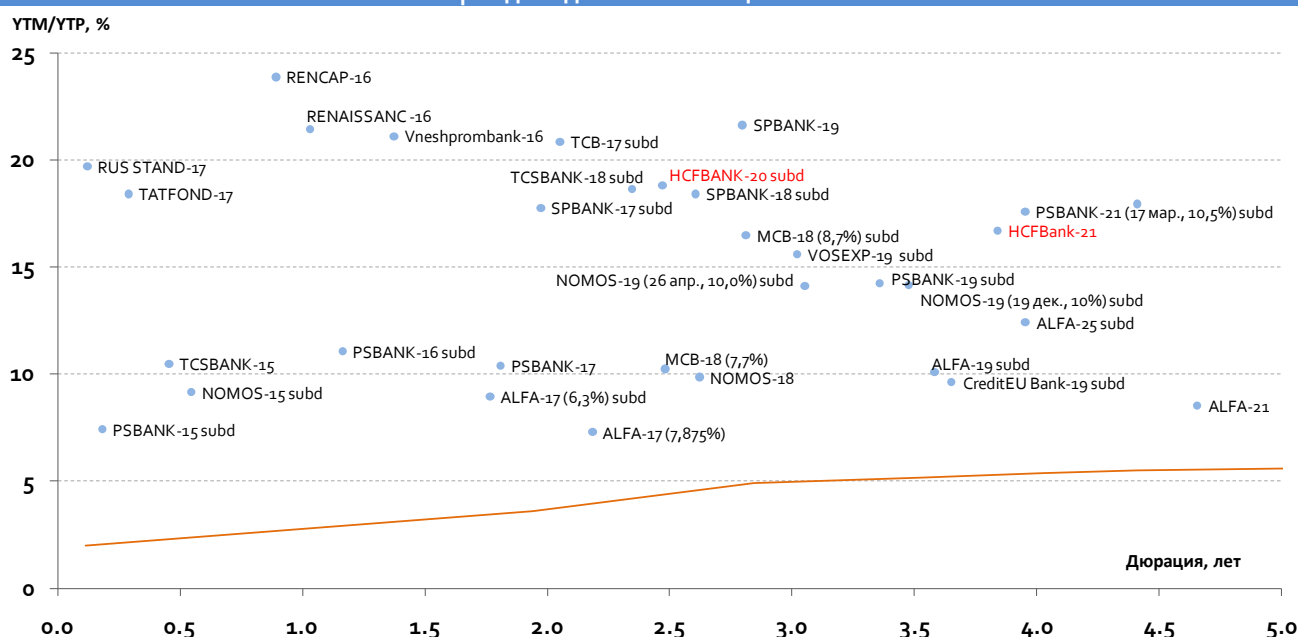
В 2014 г. ХКФ Банк погасил ранее выпущенные ценные бумаги на 22 млрд руб. В условиях сокращения клиентского фондирования погашение публичных обязательств Банк осуществил, увеличив заимствования в ЦБ и других банках. В обращении у ХКФ Банка еще остаются бумаги на 17,3 млрд руб. (в том числе два выпуска рублевых облигаций на 8 млрд руб., два выпуска облигаций, размещенных в Казахстане, и ноты, обеспеченные портфелем кредитов), а также два выпуска субординированных еврооблигаций на \$ 700 млн.

Способность ХКФ Банка своевременно обслуживать собственные долговые обязательства, учитывая имеющиеся запасы ликвидности, сомнений не вызывает. На фоне сокращения бизнеса потребности Банка в фондировании будут снижаться. Ключевым риском в 2015 г. будет способность генерировать уровень операционных доходов достаточный для покрытия значительных административных расходов и управление качеством кредитного портфеля. При этом высокий уровень обеспеченности собственным капиталом (H1.0=14,5% на 01.02.2015 г.) содержит достаточный запас прочности Банка для абсорбации ожидаемых потерь в 2015 г.

Обращающиеся выпуски рублевых облигаций ХКФ банка и два выпуска субординированных евробондов торгуются на уровне доходности крупных банков рейтинговой категории "BB-"/"B+", что, на наш взгляд, соответствует справедливой цене бумаг.

13 марта 2015

Карта доходности облигаций банков



Ключевые финансовые показатели ХКФ Банка (консолидированная МСФО-отчетность)

Балансовые показатели, млрд руб.		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013
ASSETS		96.5	101.1	155.7	337.8	358.9	338.7	-6%
Cash and cash equivalents		13.3	7.4	16.0	52.0	43.3	33.8	-22%
% assets		13.8%	7.3%	10.3%	15.4%	12.1%	10.0%	- 2.1 п.п.
Loans		58.9	75.3	112.8	237.3	285.9	244.8	-14%
Loans (gross)		67.8	81.2	121.0	257.4	331.8	292.7	-12%
% assets		61.1%	74.5%	72.5%	70.3%	79.7%	72.3%	- 7.4 п.п.
NPL (90+)		12.9%	6.9%	5.8%	6.5%	11.7%	15.6%	+ 3.9 п.п.
Impairment allowance / NPL (90+)		1.0	1.1	1.2	1.20	1.2	1.0	
Loans / Customer accounts		4.3	3.2	1.6	1.4	1.3	1.3	
Customer accounts		13.6	23.8	70.3	174.3	221.4	187.3	-15%
% assets		14.1%	23.5%	45.2%	51.6%	61.7%	55.3%	- 6.4 п.п.
EQUITY		26.8	33.0	30.5	51.3	55.2	52.6	-5%
% assets		27.8%	32.7%	19.6%	15.2%	15.4%	15.5%	+ 0.1 п.п.
Total Capital Adequacy Ratio		36.4%	33.5%	20.5%	21.4%	23.5%	24.4%	+ 0.9 п.п.
Показатели прибыльности, млрд руб.		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013
Net interest income		18.4	19.1	23.1	37.1	62.3	49.6	-20%
Fee and commission income (net)		6.5	7.3	9.6	23.4	26.7	18.4	-31%
Provisions charge for loan impairment		-8.9	-3.6	-6.2	-17.8	-47.7	-48.8	2%
Operating income		24.3	24.7	32.3	61.6	90.3	69.9	-23%
General Administrative expenses		-8.9	-9.3	-12.5	-19.7	-28.2	-26.2	-7%
Profit		5.2	9.4	10.8	19.1	11.1	-4.5	-141%
Качественные показатели, млрд руб.		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014/2013
RoAA		5.1%	9.5%	8.4%	7.7%	3.2%	-1.3%	
RoAE		19.3%	31.4%	33.8%	46.5%	20.8%	-8.7%	
Cost / Income		36.6%	37.6%	38.8%	32.0%	31.2%	38.5%	
NIM		21.8%	23.8%	21.6%	18.7%	19.7%	16.7%	

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

Дмитрий Монастырский

13 марта 2015

Контакты:**ПАО «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

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

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

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

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

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютков

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**Дмитрий Иванов**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Константин Квашнин

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

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

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@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

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

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

13 марта 2015

© 2015 ПАО «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 ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «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. ПАО «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. ПАО «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.