



Утренний Express-О


29 мая 2014 г.

Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


 Райффайзенбанк (Вааз/BBB-/BBB+) отчитался по МСФО за 1 квартал 2014 года.


 Агентство Fitch повысило рейтинг Абсолют Банка с уровня «В» до «В+».


 Черкизово (B2/-/-): результаты 1 кв. 2014 г. – отличное начало года.

Райффайзенбанк (Вааз/BBB-/BBB+) отчитался по МСФО за 1 квартал 2014 года.

Райффайзенбанк довольно ровно отчитался по МСФО за 1 квартал 2014 года, учитывая текущую конъюнктуру и принимая во внимание итоги отчитавшегося вчера ВТБ. Единственный выпуск Райффайзенбанка БО-01 с офертой в ноябре 2015 года характеризуется низкой ликвидностью. Последние сделки (в мае) проходили в широком диапазоне доходности 7,8-9,5%, что на фоне текущего первичного рынка смотрится не столь привлекательно.

**Комментарий.** Райффайзенбанк довольно ровно отчитался по МСФО за 1 квартал 2014 года, учитывая текущую конъюнктуру и принимая во внимание итоги отчитавшегося вчера ВТБ. Небольшое сокращение прибыли (на 13,8% до 5,4 млрд руб.) было вызвано отчислениями в резервы, в основном по розничному направлению, и сокращением торгового дохода (на 75,9% до 441,5 млн. руб.).

Результаты вкратце:

- **Чистый процентный доход** (до вычета расходов на создание резервов) составил 10,1 млрд руб. по итогам 1 квартала 2014 года («+23,1% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года) благодаря росту процентных доходов по кредитам физлиц на 49,6% на фоне роста кредитного портфеля (+40,2% по сравнению со значением на конец 1 квартала 2013 г.).
- Рост процентного дохода отчасти был нивелирован **начислением резервов** в объеме почти 1 млрд руб., в то время как в 1 квартале 2013 года шло восстановление резервов. Таким образом, общая конъюнктура по росту просроченной задолженности оказала влияние на финансовый результат Банка. Напомним, непосредственно NPL90+ увеличился незначительно за 3 месяца 2014 года – с 3,5% до 3,6%.
- **Торговый результат** сократился на 75,9% до 0,4 млрд. руб. Банк объясняет более низкий результат 1 квартала 2014 года наличием разового положительного эффекта в 1 квартале 2013 года в размере 1 млрд руб. за счет реализации ценных бумаг, имеющих в наличии для продажи. Еще одним фактором сокращения торгового результата стало получение убытка по портфелю торговых ценных бумаг и ценных бумаг, оцениваемых по справедливой стоимости через прибыль и убыток (0,56 млрд руб. и 0,63 млрд руб. соответственно) за счет отрицательной переоценки бумаг на фоне

повышения рыночных ставок.

- **Активы Банка** выросли на 4,5% по сравнению с концом 2013 года до 743,1 млрд руб., в основном за счет увеличения кредитного портфеля и роста средств в других банках.

Единственный выпуск Райффайзенбанка БО-01 с офертой в ноябре 2015 года характеризуется низкой ликвидностью. Последние сделки (в мае) проходили в широком диапазоне доходности 7,8-9,5%, что на фоне текущего первичного рынка смотрится не столь привлекательно.

#### Показатели Райффайзенбанка по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2013	1Q 2014	1Q'14 / 2013
ASSETS	711,4	743,1	4%
Cash and cash equivalents	154,5	147,5	-5%
	% assets	19,8%	---
Loans	432,2	445,8	3%
Loans (gross)	449,5	464,1	3%
	% assets	60,0%	---
	NPL (90+)	3,6%	---
	allowance for loan impairment / NPL (90+)	109,4%	-
	Loans / Customer accounts	92,9%	-
Финансовые активы	67,8	58,1	-14%
	доля в активах	7,8%	-
Total Capital Adequacy Ratio	13,51**	13,54**	-
Показатели прибыльности, млрд руб.	1Q 2013	1Q 2014	1Q'14 / 1Q'13
Provisions charge for loan impairment	0,55	-0,99	-
Operating income*	12,6	13,2	5%
Profit for the period	6,3	5,4	-14%
Качественные показатели деятельности	2013	1Q 2014	
RoAA	3,0%	3,0%	
RoAE	18,3%	18,4%	
Cost / Income	43,2%	43,2%	
NIM			

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

\* Net profit before tax + Provisions charge for loan impairment + Operating expenses

\*\* данные приведены по РСБУ (Н1)

***Елена Федоткова***

Агентство Fitch повысило рейтинг Абсолют Банка с уровня «В» до «В+».

Напомним, у Банка есть рейтинг от Moody's «В1». Таким образом, Fitch «подтянул» рейтинг до уровня Moody's. С другой стороны, у Moody's он был с «Негативным» прогнозом, что создавал риск, наоборот, снижения рейтингов банка до уровня «В2/В».

Наиболее ликвидный Абсолют БО-03 торгуется на уровне доходности 10,75% при дюрации 0,45 года (оферта в декабре 2014). С учетом косвенной принадлежности к РЖД спрэд к госмонополии порядка 250 б.п. выглядит неплохо.

**Комментарий.** Повышение рейтинга Абсолют Банка с уровня «В» до «В+» в основном отражает более длительную историю устойчивой прибыльности после приобретения Банка в мае 2013 г. НПФ Благосостояние, который находится под контролем РЖД (Ваа1/ВВВ-/ВВВ), а также уменьшение обеспокоенности по поводу недавнего слияния с «сестринским» банком КИТ Финанс Инвестиционный банк.

Среди основных моментов агентство Fitch отмечает:

- **Более сильную в настоящее время нацеленность фонда на поддержку развития Банка**, что отражается в значительном объеме фондирования, предоставленного Банку связанными сторонами фонда для замещения средств бывшего собственника - КВС Bank, а также принимает во внимание более широкую вовлеченность Банка в обслуживание

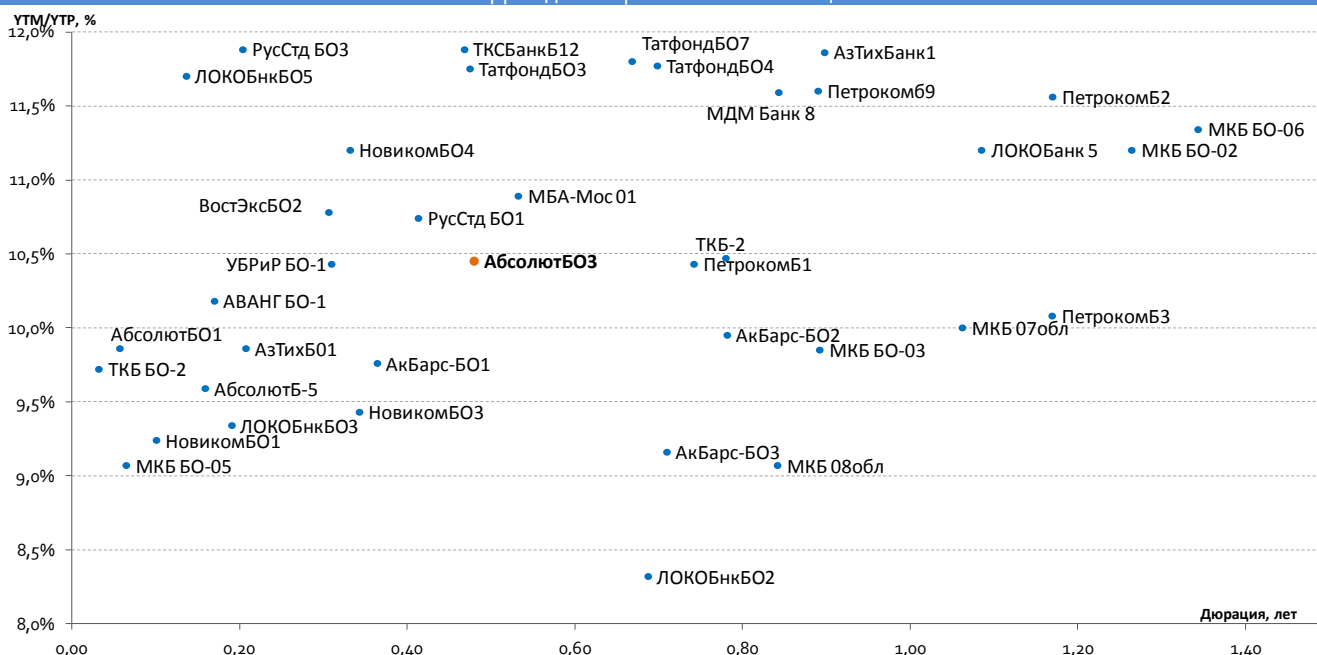
компаний, связанных с фондом.

- **Ограниченную прогнозируемость финансовой способности фонда оказывать поддержку**, а также с потенциальными ограничениями с учетом сложной структуры собственности фонда и развивающегося законодательства по пенсионным фондам в России.
- **Долю проблемных кредитов Абсолют Банка (90+), находящуюся на низком уровне в 3%** всех кредитов в конце 2013 г., что отражает фокус банка на корпоративных заемщиков с умеренным риском и на низкорисковых жилищных ипотечных кредитах. Влияние консолидации КФ на качество кредитов должно быть в целом нейтральным для Абсолют Банка с учетом того, что фонд заранее выкупил обесцененные активы чистой стоимостью 6,9 млрд. руб. с баланса КФ за 5 млрд. руб. (КФ признал убытки по обесценению на 1,9 млрд. руб.).
- **Наследование одного крупного непрофильного актива** (33% объединенного капитала с учетом слияния) из сегмента недвижимости стоимостью 8,1 млрд руб. (земельный участок в Санкт-Петербурге под строительство жилья), который может потребовать дополнительного резервирования, поскольку его продажа при такой оценке стоимости может оказаться проблематичной.
- **Позицию ликвидности Банка, которая является адекватной**, хотя есть повышенная зависимость от финансирования со стороны фонда и других связанных структур - на них в конце 2013 г. приходилась четверть клиентских счетов. Риск рефинансирования существенный, так как сроки погашения по фондированию с рынков капитала примерно на 31 млрд. руб. (18% пассивов) наступают в 2014 г., включая 12 млрд. руб. по облигациям с офертами. Сглаживающим фактором является то, что **ликвидные активы банка достаточны для покрытия выплат в 2014 г. при условии стабильности депозитов.**
- **Капитализация Банка была умеренной в конце 2013 г. и должна несколько сократиться** (примерно на 100 б.п.) в результате слияния, так как КФ имеет более слабую капитализацию. По информации Fitch, фонд может предоставить новый капитал в размере до 3 млрд руб. для поддержки капитализации и роста, если потребуется, так как генерирование банком капитала за счет прибыли является слабым.

Напомним, у Банка есть рейтинг от Moody's «В1». Таким образом, Fitch «подтянул» рейтинг до уровня Moody's. С другой стороны, у Moody's он был с «Негативным» прогнозом, что создавал риск, наоборот, снижения рейтингов банка до уровня «В2/В».

Наиболее ликвидный Абсолют БО-03 торгуется на уровне доходности 10,75% при дюрации 0,45 года (оферта в декабре 2014). С учетом косвенной принадлежности к РЖД спрэд к госмонополии порядка 250 б.п. выглядит неплохо. Дисконт по РЕПО с ЦБ у Абсолюта 17,5% против 10% у РЖД.

Доходности российских облигаций



Елена Федоткова

## Черкизово (В2/-/-): результаты 1 кв. 2014 г. – отличное начало года.

Результаты Черкизово за 1 кв. 2014 г. отразили восстановление прибыльности бизнеса на фоне роста цен на свинину при относительно стабильных ценах на зерно. Так, EBITDA удвоилась, а EBITDA margin достигла 14,9%. Учитывая дефицит свинины, цены на нее в 2014 г., похоже, продолжат оставаться высокими, а ожидания хорошего урожая зерновых могут обеспечить стабильность цен на комбикорма, поэтому вполне возможно завершение года для Черкизово на мажорной ноте. Долговая нагрузка группы на фоне роста прибыльности несколько снизилась, но оставалась все-таки высокой – метрика Чистый долг/EBITDA составила 3,9х. Отчетность могла бы позитивно отразиться на бондах Черкизово БО-04, но выпуск неликвидной, поэтому вряд ли стоит ждать заметной реакции.

**Группа Черкизово  
представила хорошую  
отчетность  
за 1 кв. 2014 г...**

**Примечательным стал  
возврат к высокой  
рентабельности...**

**Этому способствовал  
двузначный рост цен  
на свинину...**

**Комментарий.** Вчера Группа Черкизово раскрыла финансовые результаты 1 кв. 2014 г., которые отразили уверенное восстановление прибыльности бизнеса в основном на фоне роста цен на свинину (в рублях «+28%» г/г), а также мясо птицы («+1%» г/г) при относительно стабильных ценах на зерно. Напомним, что на российском рынке свинины возник дефицит после сокращения объемов производства в 2013 г. из-за низких цен, а также наложения российскими властями ограничений на импорт свинины из Европы, что в итоге спровоцировало рост цен на свинину.

Так, выручка Черкизово в 1 кв. 2014 г. снизилась на 2% до 377 млн долл. (г/г) из-за ослабления национальной валюты (в рублях был рост на 13%), при этом EBITDA удвоилась до 56 млн долл. (г/г), а EBITDA margin достигла 14,9%. Дополнительный эффект на прибыльность, по данным менеджмента, оказало завершение крупных инвестпроектов в свиноводстве еще в 2013 г. В то же время заметный рост цен на мясо оказал давление на рентабельность сегмента мясопереработки (EBITDA margin с 11% до 6%), которое отчасти нивелировалось повышением цен (в рублях на 4% г/г) на мясную продукцию. Впрочем, ощутимый рост прибыли в свиноводстве, похоже, в разы перекрыл «потери» в мясопереработке.

Учитывая возникший дефицит свинины на российском рынке, цены на нее в 2014 г., похоже, продолжат оставаться высокими, а ожидания хорошего урожая зерновых в России могут обеспечить стабильность цен на комбикорма, поэтому вполне возможно завершение года для Черкизово на мажорной ноте.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Черкизово (US GAAP)		
	1 кв. 2013	1 кв. 2014	Изм. %
Выручка	383	377	-1,7
Операционный денежный поток	29	33	15,6
EBITDA	28	56	97,9
EBITDA margin	7,4%	14,9%	7,5 п.п.
Чистая прибыль	-0,6	25	-
margin	отриц	6,6%	-
	2013	1 кв. 2014	Изм. %
Активы	2 047	1 992	-2,7
Денежные средства и эквиваленты	64	35	-46,4
Долг	841	843	0,3
краткосрочный	317	346	9,0
долгосрочный	524	498	-5,0
Чистый долг	777	809	4,2
Долг/EBITDA	4,7	4,0	
Чистый долг/EBITDA	4,3	3,9	

Источники: данные компании, PSB Research

**Долговая нагрузка снизилась  
на фоне улучшения  
прибыльности...**

**Но уровень долга по-  
прежнему высокий – Чистый  
долг/EBITDA составил 3,9х...**

Долговая нагрузка группы на фоне роста прибыльности по итогам 1 кв. 2014 г. несколько снизилась – метрика Чистый долг/EBITDA составила 3,9х против 4,3х в 2013 г. В то же время размер долга за 3 мес. практически не изменился, составив 843 млн долл. Отметим, что уровень долга Черкизово по-прежнему высокий, причем, стоимость его обслуживания остается комфортной с учетом субсидий (3,2% годовых).

Короткий долг группы (346 млн долл.) преимущественно покрывался невыбранными кредитными линиями (по итогам 2013 г. составляли 608 млн долл.), в то время как

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

29 мая 2014

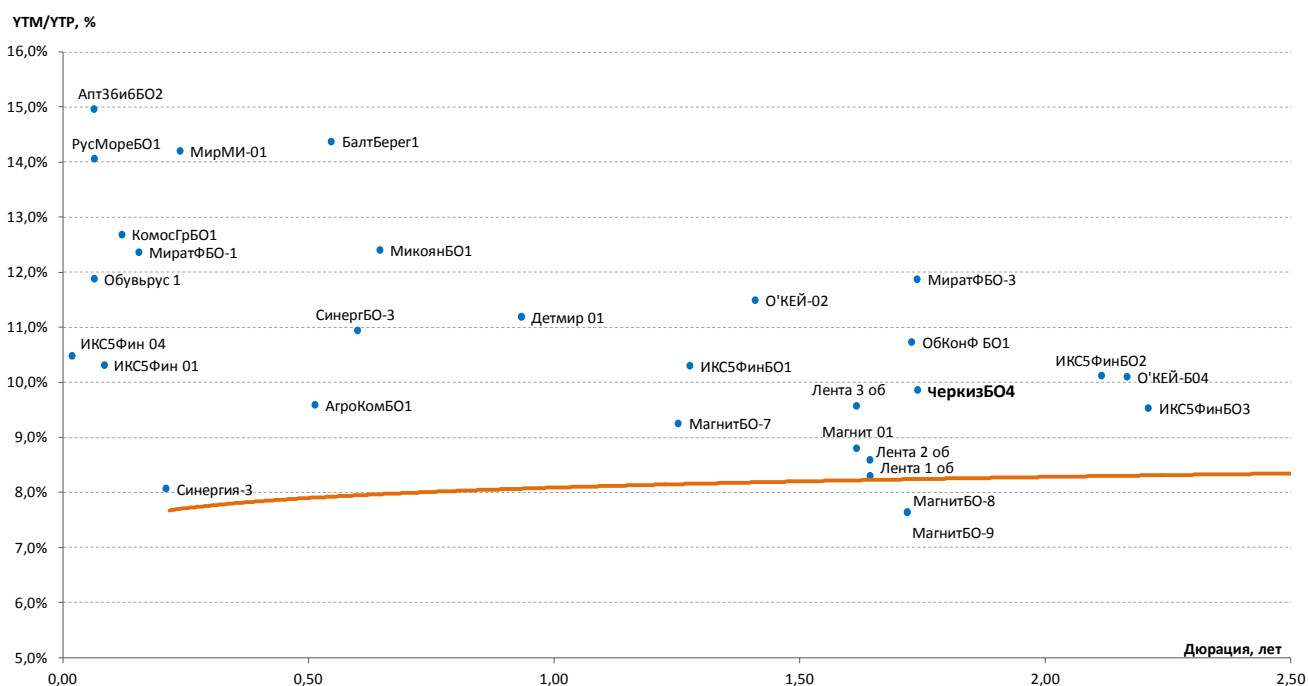
**Короткий долг, похоже, в основном покрывался невыбранными кредитами...**

**Отчетность вряд ли окажет влияние на фонды Черкизово БО-04, бумаги практически неликвидные...**

запас денежных средств на счетах был не сравним с текущей задолженностью. В 2014 г. Черкизово намерено инвестировать порядка 6,5 млрд руб. (около 188 млн долл. против 161 млн долл.), в основном Сарех пойдет на развитие птицеводства (проект в Ельце). В целом, собственных возможностей группы вполне может достаточно для реализации намеченного, принимая во внимание рост ее операционного денежного потока (в 1 кв. на 16% до 33 млн долл. (г/г); в 2013 г. он составил 178 млн долл.).

Отчетность Черкизово могла бы позитивно отразиться на биржевых облигациях БО-04 (УТМ 9,86%/1,74 г.), но выпуск практически неликвидный, поэтому вряд ли стоит ждать заметной реакции.

### Доходности облигаций телекоммуникационного сектора



**Александр Полютков**

**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**

<b>Николай Кашцев</b> Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
<b>Роман Османов</b> Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34
<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

<b>Игорь Голубев</b>	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
<b>Александр Полютов</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
<b>Алина Арбекова</b>	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17
<b>Дмитрий Монастыршин</b>	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
<b>Дмитрий Грицкевич</b>	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

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

<b>Пётр Федосенко</b>	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
<b>Богдан Круть</b>	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
<b>Иван Хмелевский</b>	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
<b>Ольга Целинина</b>	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

<b>Юлия Рыбакова</b>	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
<b>Евгений Жариков</b>	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
<b>Денис Семеновых</b>	SemenovkhDD@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14
<b>Николай Фролов</b>	FrolovN@psbank.ru	+7 (495) 228-39-23
<b>Борис Холжигитов</b>	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

<b>Андрей Скабелин</b>	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 411-51-34
<b>Иван Заволоснов</b>	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
<b>Александр Сурпин</b>	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
<b>Виктория Давитиашвили</b>	DavitashviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

<b>Алексей Кулаков</b>	KulakovAD@psbank.ru	+7 (495) 411-51-33
<b>Михаил Маркин</b>	MarkinMA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ**

<b>Сергей Миленин</b>	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
<b>Александр Бараночников</b>	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

<b>Павел Науменко</b>	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
<b>Сергей Устиков</b>	UstikovSV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
<b>Александр Орехов</b>	OrekhovAA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
<b>Игорь Федосенко</b>	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
<b>Виталий Туруло</b>	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

29 мая 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.