

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Дмитрий Чепрагин
 d.chepragin@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Банк Санкт-Петербург (-ВаЗ/ВВ-): на фоне сложной конъюнктуры рынка результаты за 1К14 г. смотрятся умеренно позитивно, а бумаги не предлагают особых идей

Вчера ОАО «Банк Санкт-Петербург» (далее БСПБ), занимающий 14-ое место по активам в рейтинге банков, предоставил отчетность по МСФО за 1К14г. На фоне опубликованных ранее финансовых отчетов других банков результаты БСПБ, на наш взгляд, смотрелись существенно сильнее, банку удалось избежать общерыночной тенденции увеличения уровня просроченной задолженности, продемонстрировав при этом неплохую динамику роста, как кредитного портфеля, так и активов в целом, а практически двухкратное снижение чистой прибыли по сравнению с предыдущим кварталом в большей степени объясняется более высокой расчетной базой в 4К13г., вызванной разовым эффектом от продажи ценных бумаг.

В основном благодаря сделке M&A с ИКБ Европейский в структуре активов БСПБ наблюдался рост практически всех статей баланса, что по итогам 1К14 г. позволило нарастить совокупные активы банка на 4.7% кв/кв. Основой роста активов все же выступил кредитный портфель, который увеличился на 5.1% кв/кв. Несмотря на то, что ИКБ Европейский был приобретен с целью развития розничного сегмента, ключевым драйвером роста кредитного портфеля по-прежнему является корпоративное кредитование (+4.5% кв/кв) с общей долей порядка 86%, а доля розницы (+10.5% кв/кв) сохраняется в пределах 14%. В отличие от большинства банков в 1К14 г. БСПБ удалось удержать NPL и стоимость риска на уровне конца прошлого года 5.7% и 1.7% соответственно, хотя это было сделано не без помощи списаний и продаж проблемных долгов, которые составили порядка 1.7 млрд руб. по итогам 1К14 г. (NPL 90+ до учета списаний 6.3%). Отметим, что для сохранения устойчивости банка менеджмент продолжает придерживаться консервативного подхода к начислению резервов, коэффициент покрытия просрочки резервами не опускается ниже отметки 1.5х. В тоже время сохранение резервов на уровне 4К13 г. при неплохом росте процентных доходов не позволило банку зафиксировать рост чистой прибыли в 1К14 г., а напротив показатель сократился практически в два раза кв/кв до 1.7 млрд руб. Ключевой причиной снижения стала высокая расчетная база 4К13 г., когда банк получил существенный доход от продажи акций Московской Биржи, также давление на конечный результат в 1к14 г. было оказано убытком от операций с ценными бумагами на сумму 900 млн руб. в связи с сложной конъюнктурой рынка. Несмотря на это чистая прибыль, на наш взгляд, смотрится неплохо, учитывая, что показатель превысил результат 3К13 г. и позитивно отразился на достаточности капитала (Total capital ratio -14.5%, Tier 1 – 10.9%) . Отметим, что с точки зрения эффективности результаты БСПБ также выглядят стабильно: ROaE вернулся к обычным для себя уровням в районе 14%, а NIM не опускается ниже 4%. В качестве основного негативного момента, ставшим уже традиционным для банка, стал разрыв ликвидности, который на горизонте года составляет порядка 82 млрд руб. (19% активов)

На текущий момент на рынке облигаций Банк Санкт-Петербург представлен двумя выпусками, наиболее ликвидный из которых БСПБ БО-08 (УТР-10.53%/D 1.28 г.), торгующийся с премией к кривой ОФЗ в районе 270 бп. В условиях текущей конъюнктуры рынка, на наш взгляд, такая премия к ОФЗ адекватна рынку и не предлагает особых идей.

Финансовые показатели ОАО «Банк Санкт-Петербург» по МСФО

| млн. руб. | 1К14 | 4К13 |
|--|----------------|----------------|
| Процентные доходы | 8 721 | 8 351 |
| Чист. %% доходы | 4 090 | 3 818 |
| Чистый комиссионный доход | 790 | 801 |
| Чистая прибыль | 1 675 | 3 080 |
| Ликвидная позиция и размещенные депозиты | 46 199 | 40 060 |
| Вложения в ценные бумаги | 91 802 | 87 499 |
| Чист. ссудная задолженность | 264 625 | 250 884 |
| ВСЕГО АКТИВЫ | 428 854 | 409 422 |
| Капитал | 49 275 | 47 676 |
| Оптовое фондирование | 106 573 | 102 582 |
| Средства клиентов | 262 549 | 253 127 |
| Достаточность капитала 1 уровня | 10.9% | 10.8% |
| Достаточность капитала | 14.5% | 14.3% |
| Чистая % маржа | 4.2% | 4.1% |
| Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы | 0.25 | 0.25 |
| Cost-to-income | 0.39 | 0.31 |
| NPL 90+/Валовый кред. портфель | 5.7% | 5.7% |
| Резервы/Кредитный портфель | 9.1% | 9.4% |
| Резервы/NPL 90+ | 159.6% | 164.9% |
| ROaE | 13.8% | 26.3% |

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

АФК «Система» (ВВ/Ва3/ВВ-): нейтральная финансовая отчетность за 1К14, евробонд корпорации торгуется с широкой премией к МТС

Вчера АФК «Система» опубликовала финансовый отчет за 1К14, который мы оцениваем нейтрально. Выручка корпорации снизилась на 1.6% г/г, составив 8.2 млрд. долл., а OIBDA сократилась чуть больше – на 3.7% г/г – и составила 1.9 млрд. долл. В результате, рентабельность по OIBDA сохранилась на уровне прошлого года – 23% (-0.5 пп г/г). Вместе с тем, по итогам 1К14 Система показала хорошую динамику денежных потоков: свободный денежный поток вырос почти в 2 раза г/г (до 936 млн. долл.) на фоне увеличения операционного денежного потока на треть по сравнению с прошлым годом (до 1.6 млрд. долл.), тогда как объем капитальных расходов не сильно изменился, снизившись на 3.8% г/г и составив 656 млн. долл. или 0.3x OIBDA. Свободный денежный поток Системы был направлен на оплату M&A-сделок, крупнейшей из которых в 1К14 стала покупка дочерней Башнефтью (-/Ва2/ВВ) нового добывающего актива в Тюменской области – Бурнефтегаза. Сумма сделки составила 36.1 млрд. руб., при этом финансирование было целиком обеспечено за счет привлечения Башнефтью краткосрочного долга на 52.2 млрд. руб. (неизрасходованный объем осел на счетах компании). Это привело и к росту долга Системы, и к ухудшению его структуры. Так, на конец 1К14 задолженность корпорации выросла на 7.5% г/г – до 14.3 млрд. долл., а доля краткосрочного долга в портфеле выросла до 33% (против 18.9%) на начало года. В то же время, объем ликвидных активов на балансе также вырос почти на 10% по сравнению с началом года (до 4.1 млрд. долл.), что позволило сохранить долговую нагрузку корпорации на уровне начала года – 1.1x в терминах чистый долг / OIBDA LTM.

Решающее влияние на динамику консолидированных финансовых показателей АФК Система, как и в случае с долгом, оказали результаты ее ключевых активов – Башнефти и МТС (ВВ+/Ва2/ВВ+). Обе эти компаний в 1К14 продемонстрировали увеличение выручки и операционной прибыли, однако если для МТС темпы были привычны (рублевая выручка и OIBDA выросли немного более чем на 5% г/г), то на результаты Башнефти (номинарованные в рублях выручка и EBITDA выросли почти на 17% г/г) достаточно сильное влияние оказало произошедшее в 1К14 ослабление рубля, учитывая, что практически всю товарную нефть и половину нефтепродуктов компания отправляет на экспорт. Подводя итог, можно отметить, что корпорация сохраняет устойчивый кредитный профиль в условиях роста денежных потоков и стабильного уровня долговой нагрузки. К этому стоит добавить, что Система ждет около 1.3 млрд. долл. дивидендных выплат от МТС и Башнефти, что дополнительно укрепит денежную позицию корпорации. В то же время, менеджмент Системы опроверг циркулировавшие слухи о возможности приобретения новых активов в банковском секторе, по крайней мере, на ближайшую перспективу. Отметим, что отчет Системы за 1К14, в целом, позитивен для рейтингов компании, принимая во внимание весьма умеренные темпы роста долга, рост денежных потоков, а также сильную ликвидную позицию корпорации. В то же время, какие-то перспективы улучшения рейтингов от Moody's и Fitch станут предметом для разговора только по завершении украинского кризиса.

Единственный евробонд AFKSRU'19 с начала марта, когда началось обострение политического кризиса на Украине, показал среднюю для рынка коррекцию. Так, бумага потеряла в цене около 6 фигур (с 106.1% до 100.2%), однако, к настоящему моменту, уже отыграла большую часть потерь и торгуется на уровне 104.47%. В терминах спреда AFKSRU'19 с начала марта показала среднюю по рынку динамику: за этот период его спред к UST расширился примерно на 10 бп. Сейчас бумага торгуется со спредом 450-460 бп к UST (на пике мартовских распродаж доходил до 530 бп), что дает весьма широкую премию (в среднем, около 100 бп) к близкому по дюрации евробонду дочерней МТС (MOBTEL'20). Длинный рублевый бонд Системы дает премию не менее 40-50 бп к бумагам МТС по последним сделкам (а по бидам премия достигает тех же 100 бп), однако рублевый рынок отличается куда меньшей ликвидностью.

Ключевые финансовые показатели
АФК Система по итогам 1К14

| млн. долл. | 1K14 | 1K13 | %г |
|-------------------------------------|-------|-------|---------|
| Выручка | 8 215 | 8 346 | -1.6% |
| OIBDA | 1 894 | 1 967 | -3.7% |
| Операционная прибыль | 1 156 | 1 155 | 0.1% |
| Чистая прибыль | 606 | 609 | -0.6% |
| Рентабельность по OIBDA | 23.0% | 23.6% | -0.5 пп |
| Операционная рентабельность | 14.1% | 13.8% | 0.2 пп |
| Чистая рентабельность | 7.4% | 7.3% | 0.1 пп |
| Операц. денеж. поток до измен. в ОК | 1 681 | 1 647 | 2.1% |
| Чистый операцион. денеж. поток | 1 591 | 1 180 | 34.7% |
| CAPEX | 655 | 681 | -3.8% |
| Свободный денежный поток | 936 | 500 | 87.3% |

| млн. долл. | 1K14 | 2013 | %г |
|---------------------------------|--------|--------|---------|
| Активы | 41 536 | 43 249 | -4.0% |
| в т.ч. ден. ср-ва и кр. финанс. | 4 140 | 3 778 | 9.6% |
| Долг | 14 276 | 13 275 | 7.5% |
| доля краткосрочного долга | 33.0% | 18.9% | 14.1 пп |
| Чистый долг | 10 136 | 9 497 | 6.7% |
| Капитал | 13 042 | 14 496 | -10.0% |
| CAPEX+M&A | 1 765 | 4 734 | - |
| CAPEX/OIBDA | 0.3x | 0.4x | - |
| (CAPEX+M&A)/OIBDA | 0.9x | 0.5x | - |
| Долг/OIBDA LTM | 1.6x | 1.5x | - |
| Чистый долг/OIBDA LTM | 1.1x | 1.1x | - |
| OIBDA/Процентные платежи | 7.2x | 7.7x | - |
| Долг/Капитал | 1.1x | 0.9x | - |

Источник: Отчетность Компании по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

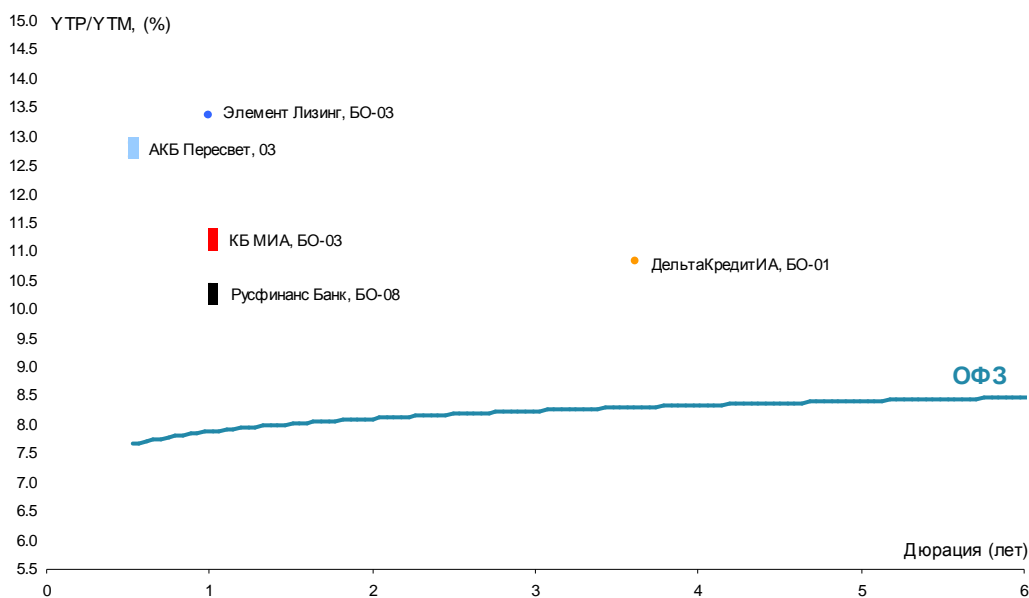
| Выпуск | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/Дюрация | Оферта/Погашение |
|---------------------------|-------------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Элемент Лизинг, БО-03 | B / - / - | да | 2 000 | 13.37 | 30.05.2014 | 03.06.2014 | нет / 1 г | 1 г / 5 лет |
| ДельтаКредит, БО-01 | - / Ваа3 / BBB+ | да | 3 000 | 10.83 | 02.06.2014 | 05.06.2014 | нет / 3.61 г | 5 лет / 10 лет |
| КБ МИА, БО-03 | - / Ва2 / - | да | 2 000 | 11.04-11.30 | 04.06.2014 | 06.06.2014 | нет / 1 г | 1 г / 3 г |
| КИТ Финанс Капитал, БО-03 | NR | нет | 2 000 | н/д | Конкурс | 09.06.2014 | н/д | нет / 3 г |
| Русфинанс Банк, БО-08 | BBB- / Ва1 / BBB+ | да | 4 000 | 10.14-10.41 | 06.06.2014 | 10.06.2014 | нет / 1 г | 1 г / 5 лет |
| АКБ Пересвет, 03 | B+ / В3 / - | да | 2 000 | 12.63-12.89 | 18.06.2014 | 20.06.2014 | нет / 0.5 г | 0.5 г / 3 г |

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 |
|-------------------------------|--------------------|------------------------------------|------------------------------|-------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------------|
| ЕАБР, 09 | BBB / А3 / - | да | 5 000 | 1.8 / 100% | 9.88-10.15 | 9.88 | 02.06.2014 | нет / 1.86 г |
| КБ Центр-Инвест, БО-10 | - / Ва3 / - | да | 3 000 | 1.5 / 100% | 12.10-12.36 | 12.10 | 28.05.2014 | нет / 0.5 г |
| АИЖК, БО-02 | BBB- / Ваа1 / - | да | 5 000 | н/д / 100% | 10.27-10.60 | 10.00 | 27.05.2014 | нет / 1.84 г |
| Башнефть, БО-05 | - / Ва2 / ВВ | да | 10 000 | н/д / 100% | н/д | 10.99 | 26.05.2014 | нет / 3.68 г |
| ЮниКредит Банк, БО-21 | BBB / Ваа2 / BBB+ | да | 10 000 | н/д / 100% | 10.04-10.25 | 9.94 | 23.05.2014 | 1 г / 5 лет |
| Газпромбанк, БО-08 | BBB- / Ваа3 / BBB- | да | 10 000 | 1.3 / 100% | 9.99-10.25 | 9.99 | 23.05.2014 | нет / 1 г |
| Мегафон, БО-04 | BBB- / Ваа3 / ВВ+ | да | 15 000 | 4.0 / 100% | 10.04-10.25 | 9.67 | 20.05.2014 | нет / 1 г |
| ТД Спартак-Казань, БО-01 | NR | нет | 1 500 | н/д / 100% | н/д | 14.49 | 06.05.2014 | нет / 1.4 г |
| ДельтаКредит, БО-06 | - / Ваа3 / BBB+ | да | 5 000 | н/д / 100% | 10.62 | 10.62 | 06.05.2014 | нет / 6.45 г |
| Связь-Банк, БО-02 (вторичное) | BB / - / ВВ | да | до 5 000 | н/д / 44% | не более 9.99 | 9.99 | 05.05.2014 | нет / 0.5 г |
| УНГП-Финанс, БО-03 | NR | нет | 5 000 | н/д / 100% | н/д | 10.25 | 29.04.2014 | нет / 1.86 г |
| МИБ, 01 | - / - / BBB- | да | 2 000 | 3.2 / 100% | 10.25-10.51 | 10.15 | 29.04.2014 | нет / 1.43 г |
| Национальный капитал, БО-06 | NR | нет | 1 000 | н/д / 100% | н/д | 9.46 | 28.04.2014 | нет / 4.1 г |
| Национальный капитал, БО-07 | NR | нет | 1 000 | н/д / 100% | н/д | 9.46 | 28.04.2014 | нет / 4.1 г |
| АИЖК, А30 | BBB / Ваа1 / - | да | 6 000 | н/д / 100% | 10.26-10.69 | 9.83 | 28.04.2014 | 1.5 г / 19 лет |



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>

| | | |
|------------------------------------|---------------------|--|
| Начальник Департамента | Кирилл Копелович | kopelovich@zenit.ru |
| Зам.начальника Департамента | Константин Поспелов | konstantin.pospelov@zenit.ru |
| Зам.начальника Департамента | Виталий Киселев | v.kiselev@zenit.ru |

Управление продаж

| | | |
|-------------------------------|--------------------|--|
| Валютные и рублевые облигации | Юлия Шабанова | j.shabanova@zenit.ru |
| Валютные и рублевые облигации | Максим Симагин | m.simagin@zenit.ru |
| Валютные и рублевые облигации | Александр Валканов | a.valkanov@zenit.ru |
| Валютные и рублевые облигации | Юлия Паршина | y.parshina@zenit.ru |

| | | |
|---------------------------------|-----------|--|
| Аналитическое управление | Акции | research@zenit.ru |
| | Облигации | firesearch@zenit.ru |

| | | |
|---------------------------------|--------------------|--|
| Макроэкономика | Владимир Евстифеев | v.evstifeev@zenit.ru |
| Макроэкономика/кредитный анализ | Кирилл Сычев | k.sychev@zenit.ru |
| Кредитный анализ | Евгений Чердаков | e.cherdakov@zenit.ru |
| Кредитный анализ | Дмитрий Чепрагин | d.chepragin@zenit.ru |
| Акции | Евгения Лобачева | eugenia.lobacheva@zenit.ru |

Управление рынков долгового капитала

| | | |
|--------------------|-----------------------|--|
| Рублевые облигации | Денис Ручкин | d.ruchkin@zenit.ru |
| | Фарида Ахметова | f.akhmetova@zenit.ru |
| | Марина Никишова | m.nikishova@zenit.ru |
| | Вера Панова | vera.panova@zenit.ru |
| | Алексей Басов | a.basov@zenit.ru |
| | Екатерина Гашигуллина | e.gashigullina@zenit.ru |

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.