

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Марина Никитинова
m.nikishova@zenit.ru

Кредит Европа Банк (ВаЗ/-ВВ-): слабые финансовые результаты 1П14 г.

Вчера Кредит Европа Банк (далее КЕБ) одним из первых в розничном сегменте опубликовал консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 1П14 г. Отметим сразу, что отчеты за полугодие банк предоставляет в сокращенном варианте, не раскрывая информацию об уровне достаточности капитала, а также о чистой позиции банка. Несмотря на это, можно сделать вывод, что в 1П14 банку не удалось избежать основных негативных тенденций розничного сектора. Так с точки зрения масштабов бизнеса по итогам года 1П14 кредитный портфель Банка сократился более чем на 9% с начала года в основном за счет сокращения чистого потока кредитов и доначисления резервов (-9,2%). При этом, отмечается ухудшение качества кредитного портфеля, что является следствием негативного тренда всего розничного сегмента: NPL 90+ – 6,2% (+2,1% с начала года), доля необеспеченных ссуд осталась на прежнем уровне (около половины розничного портфеля), уровень резервирования вырос более чем на 68% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что способствовало росту покрытия просроченной задолженности созданными резервами до 99%. Однако, рост резервирования оказал существенное давление на чистую прибыль: 668 млн. руб. (-43% по сравнению с 1П13) и рентабельность Банка: ROaE - 6,4% в 1П13 против 14,9% на конец 2013г. Стоит отметить сохранение комфортной капитализации на уровне среднеотраслевых значений: Н1 на 01.08.14 составил 13,7% (13,76% - на 01.01.14). Банк продолжил контроль над операционными издержками, что способствовало сохранению экономической эффективности Банка на достаточно высоком уровне (СТ1 снизился до 44,6%). Ключевым же негативным моментом для Банка остается очень высокая зависимость от оптового фондирования, уровень которой по итогам 1П14 несколько снизился (-2,6 пп) за счет сокращения выпущенных долговых ценных бумаг, но, тем не менее, остается максимальный в секторе (47%). Однако, в условиях сокращения активной базы умеренный отток средств клиентов не выглядит критичным (-4,4% за 1П14), сохраняется комфортный запас ликвидных средств (11% активов), а также потенциал дополнительного привлечения средств у ЦБ РФ (по РСБУ на 01.08.14 кредиты ЦБ составили около 9 млрд. руб., т.е. менее 40% к капиталу) свидетельствуют об умеренных рисках рефинансирования. График погашений до конца года выглядит приемлемым: Банку предстоит погасить 5,0 млрд. руб. рублевых облигаций и рефинансировать 5,5 млрд. руб. синдицированного кредита.

Опубликованные данные не нашли свое отражение в котировках бумаг банка, что, на наш взгляд, обусловлено тем, что основной вектор на рынке облигации по-прежнему задается со стороны геополитики. Отметим, что с начала года на фоне эскалации конфликта, и, как следствие, повышении процентных ставок средний спред по выпускам КЕБ расширился на 100-120 бп. к ОФЗ, так наиболее ликвидные выпуски КЕБ БО-03 (УТР по биду 13.2%/D 1.07 г.) и КЕБ БО-18 (УТР по биду 12.88%/D 0.78 г.) торгуются со спредом к кривой ОФЗ в размере 460 и 440 бп. соответственно. На наш взгляд, выпуски банка предлагают неплохую доходность среди банков рейтинговой группы «ВВ» и могут быть интересны инвесторам лояльным к риску, в тоже время сдерживающим фактором остается нестабильный внешний фон, шаткие перспективы розничного бизнеса, а также довольно резкое ухудшение кредитных метрик банка.

Финансовые показатели КЕБ по МСФО

млн. руб.	1П14	1П13	%%
Процентные доходы	10 998	9 986	10,1%
Чист. % доходы	6 366	5 535	15,0%
Чистый комиссионный доход	1 088	920	18,3%
Создание резервов	3 570	2 122	68,2%
SG&A	3 356	3 266	2,8%
Чистая прибыль	668	1 174	-43,1%
млн. руб.	2014	2013	%%
Касса, остатки в ЦБ, корр-счета и размещ. депозиты			31,8%
	12 350	9 373	
Кредитный портфель	121 406	133 531	-9,1%
Вложения в ценные бумаги	4 291	1 065	302,9%
ВСЕГО АКТИВЫ	142 745	152 121	-6,2%
КАПИТАЛ	21 253	20 559	3,4%
Задолжен. по сделкам репо	13	78	-83,3%
Средства других банков	33 306	33 354	-0,1%
Средства клиентов	44 550	46 595	-4,4%
Субординированный долг	8 424	8 190	2,9%
Выпущенные ценные бумаги	33 628	41 829	-19,6%
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	121 492	131 563	-7,7%
млн. руб.	2014	2013	%%
NPL 90+ / Кредитный портфель	6,2%	4,1%	2,1%
Норматив Н1	13,7%	13,8%	-0,1%
Отт. Фондирование/ Активы	46,9%	49,5%	-2,6%
Чистая % маржа	10,1%	9,8%	0,3%
ROaE	6,4%	14,9%	-8,5%
Cost-to-income	43,0%	44,6%	-1,6%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

МТС (BBB-/Ваа3/BB+): снижение темпов роста в 1П14 и прогнозов на 2014 г. под влиянием эскалации украинского кризиса, евробонд материнской АФК Система выглядит привлекательнее

Вчера МТС раскрыла финансовые и операционные результаты по итогам 1П14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, в 1П14 компания увеличила выручку на 3.2% г/г (до 196.4 млрд. руб.), показатель OIBDA вырос на 1.1% г/г (до 84.7 млрд. руб.), в результате чуть снизилась рентабельность по OIBDA – до 43.1% (-0.9 пп г/г). Величина долга компании по состоянию на конец 1П14 существенно не изменилась по сравнению с началом года, составив 224.2 млрд. руб. (+2.3% к 4К13). Вместе с тем, улучшилась структура долга: доля краткосрочных обязательств в портфеле снизилась до 4.6% к концу 1П14 против 11.4% на начало года. Долговая нагрузка МТС немного снизилась, составив 0.9x в терминах чистый долг/OIBDA LTM к концу 1П14 (против 1x на начало года), чему способствовало увеличение остатков денежных средств и ликвидных активов на балансе компании.

На динамику консолидированных финансовых результатов МТС в 1П14 оказали влияние итоги деятельности компании на 2-х крупнейших рынках присутствия – в России и на Украине. И если российский рынок по-прежнему показывает сильную динамику (рост выручки в 1П14 составил 5% г/г, OIBDA – 4% г/г) в условиях роста абонентской базы (на конец 2К14 рост составил 7.8% г/г) и MOU (во 2К14 рост на 3% г/г) при стабильной величине ARPU, то на Украине ситуация иная. Обострение политико-экономического кризиса на Украине не могло не сказаться на динамике даже такой не слишком эластичной по спросу услуги как мобильная связь. Так, по итогам 1П14 номинированная в гривне выручка украинского бизнеса МТС выросла на 1.8% г/г, тогда как OIBDA снизилась на 1.3% г/г. В пересчете на рубль, который является валютой консолидированной отчетности МТС, выручка сократилась на 11.2% г/г, а OIBDA – на 14.3% г/г с учетом 13% девальвации среднего курса гривны к рублю в 1П14 относительно уровня прошлого года. На снижение показателей в гривне также повлияло сокращение ARPU (на 5.3% г/г) и MOU (на 4.8% г/г) во 2К14, тогда как абонентская база все продолжала расти (+6.9% г/г на конец 2К14). Такая динамика результатов украинского бизнеса (формирует 9-10% консолидированной выручки), а также прекращение операционной деятельности МТС-Украина в Крыму в августе вынудили компанию пересмотреть и заметно ухудшить прогноз по темпам роста на текущий год. Если раньше ожидания по росту совокупной выручки на 2014 г. составляли 3-5% г/г, а по OIBDA – 2% г/г, то теперь прогноз по темпам роста выручки снижен до 1% г/г, тогда как по OIBDA ожидается сохранение показателя на уровне прошлого года. В то же время, выручка компании в России, как ожидает МТС, покажет рост на 4-5% г/г, а OIBDA – на 3-5% г/г. Впрочем, в зависимости от развития ситуации на Украине, МТС может скорректировать и текущий прогноз.

По итогам 1П14 операционный денежный поток МТС вырос на 3.4% г/г (до 78.2 млрд. руб.), тогда как расходы на капвложения и НМА выросли на 10.6% г/г (до 28.9 млрд. руб.), составив 14.7% от выручки. В результате, свободный денежный поток компании сохранился на уровне прошлого года, составив 49.3 млрд. руб. (-0.4% г/г). Свободный денежный поток был направлен частично на финансирование ряда приобретений, включая покупку 10.82% в интернет-ритейлере “Озон”, а частично был направлен на пополнение “подушки ликвидности” МТС. К концу 1П14 объем ликвидных активов на балансе компании вырос на 64.1% и достиг 74.2 млрд. руб. В результате, долговая нагрузка МТС в терминах чистый долг / OIBDA LTM снизилась до 0.9x (против 1x на начало года). Согласно прогнозу компании, уровень долговой нагрузки к концу 2014 г. не должен превысить 1x чистый долг / OIBDA. В целом, мы оцениваем результаты МТС нейтрально в контексте влияния на кредитные рейтинги компании. Напомним, что в июле 2 рейтинговых агентства повысили рейтинги МТС до инвестиционного уровня: S&P до BBB- с “негативным” прогнозом, Moody’s – до Ваа3 со “стабильным” прогнозом. Дальнейшее ухудшение макроэкономической ситуации на Украине хоть и может, потенциально, вызвать снижение рейтингов МТС в будущем, мы считаем это маловероятным, с учетом достаточно хороших результатов российского бизнеса и повышения рейтингов компании в тот момент, когда влияние украинского кризиса уже было достаточно очевидным.

Средний спред рублевых выпусков МТС к кривой ОФЗ в течение последних нескольких месяцев сузился, в среднем, до 70-80 бп, что отражает их невысокую ликвидность на текущем рынке, которая не позволяет выпускам своевременно корректироваться вслед за ростом доходностей суверенных бумаг. В евробондах

Ключевые финансовые показатели
МТС по US GAAP за 1П14

млрд. руб.	1П14	1П13	%
Выручка	196.4	190.3	3.2%
OIBDA	84.7	83.7	1.1%
Операционная прибыль	48.4	47.1	2.7%
Чистая прибыль	34.6	38.8	-10.9%
Рентабельность по OIBDA	43.1%	44.0%	-0.9 пп
Операционная рентабельность	24.6%	24.8%	-0.1 пп
Чистая рентабельность	17.6%	20.4%	-2.8 пп
Операцион. ден. поток до изм. в ОК	73.0	87.1	-16.2%
Чистый операц. ден. поток	78.2	75.6	3.4%
CAPEX	28.9	26.1	10.6%
Свободный денежный поток	49.3	49.5	-0.4%
млрд. руб.	1П14	2013	%
Активы	519.0	485.5	6.9%
в т.ч. ден. ср-ва и ликв. активы	74.2	45.2	64.1%
Долг*	224.2	219.1	2.3%
доля краткосрочного долга	4.6%	11.4%	-6.8 пп
Чистый долг*	149.9	173.9	-13.8%
Капитал	147.9	156.1	-5.2%
CAPEX/Выручка	14.7%	20.5%	-
CAPEX/OIBDA	34.1%	46.6%	-
Долг/OIBDA LTM	1.3x	1.3x	-
Чистый долг/OIBDA	0.9x	1.0x	-
Долг/Капитал	1.5x	1.4x	-

* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

иная картина. В ходе последней волны распродаж, начавшейся в середине июля бумаги МТС потеряли примерно 6.5 (MOBTEL'20) и 7.5 (MOBTEL'23) фигур в цене, достигнув локального минимума в конце первой недели августа. На текущий момент выпуски отыграли около половины потерь: MOBTEL'20 торгуется сейчас по 115.72% от номинала, MOBTEL'23 – по 93.65%. Это нашло отражение и в динамике спрэдов: за прошедший месяц бумаги показали неплохую статистику и выглядели заметно лучше рынка, расширив спрэд к кривой UST лишь на 70-80 бп. Сейчас евробонды торгуются со спрэдом 360-365 бп к UST, то есть с дисконтом 110-140 бп к близким по дюрации бумагам Вымпелкома (BB/Ba3/-), что, вероятно, справедливо с учетом инвестиционного рейтинга МТС. Вместе с тем, гораздо интереснее, на наш взгляд, сейчас выглядит бонд материнской АФК Система (BB+/Ba2/BB-), который торгуется с премией около 130 бп к MOBTEL'20.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

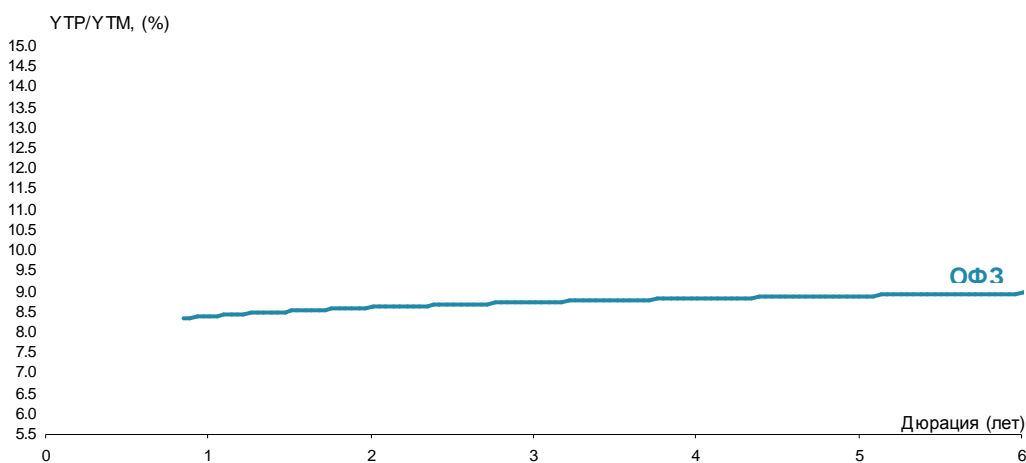
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	-----------------	----------------------	-------------------

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
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	н/д / 100%	10.57-10.78	10.57	12.08.2014	нет / 1 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	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>

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

		ibcm@zenit.ru
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.

