

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Банк Санкт-Петербург (-/ВаЗ/ВВ-): финансовые результаты за 2К13 г. выглядят нейтрально, а бумаги не предлагают особых идей

Вчера ОАО «Банк Санкт-Петербург» (далее БСПБ), занимающий 15-ое место по активам в рейтинге банков, предоставил консолидированный финансовый отчет по МСФО за 2К14г., который мы оцениваем как нейтральный. Хотя опубликованные результаты и продемонстрировали положительную динамику с точки зрения роста и качества активов, в тоже время, это не было вызвано причинами, которые могли бы оказать позитивный эффект на итоговый результат банка.

По итогам 2К14 БСПБ нарастил совокупные активы на 2.5%, тем не менее, рост бизнеса банка был полностью обеспечен за счет увеличения денежных средств на балансе (63 млрд руб.; +35.9% кв/кв), а не роста рабочих активов. Так вложения в ценные бумаги, включая сделки РЕПО, сократились на 3.3% кв/кв, а кредитный портфель до вычета резервов снизился на 1.7%. Отметим, что в структуре портфеля произошли заметные изменения, которые в целом уже стали традиционными для банковских отчетов за 2К14: наблюдалось увеличение выдачи ипотечных кредитов (+12.9% кв/кв), тем самым доля розницы в портфеле выросла до 15.6% (+1.5 п.п кв/кв), при одновременном снижении корпоративного сегмента до 84.4% (-1.5% кв/кв). В 2П14 БСПБ планирует продолжить тенденцию роста доли розничных продуктов в кредитном портфеле, по итогам 2014 руководство банка прогнозирует увеличение доли до 17-18%, что должно быть достигнуто за счет опережающих темпов роста розничного сегмента (порядка 30% с начала года). В целом планы менеджмента банка, на наш взгляд, выглядят вполне реализуемыми (с начала года розница выросла на 18.2%), даже с учетом того факта, что в 1К14 существенный рост сегмента (+10.1% кв/кв) был в большей степени обусловлен эффектом от консолидации активов ИКБ Европейской. Стоит также сказать, что изменение структуры активов нашло позитивное отражение на показателе чистой процентной маржи, который во 2К14 составил 4.4% (+0.2 п.п кв/кв). Что касается качественных характеристик портфеля, то здесь банку удалось снизить показатель NPL 90+ до 5.5% (-0.2 п.п. кв/кв), в тоже самое время, сокращение показателя не являлось свидетельством улучшения качества активов, а всего лишь следствием механической расчистки портфеля за счет почти двукратного увеличения объема списаний и продажи проблемных активов во 2К14 (3.3 млрд руб.). Так NPL 90+ без учета списаний и продажи выглядел бы заметно хуже и составил 6.6% (+0.8 п.п. кв/кв). Избавление от существенного объема проблемной задолженности не оказало должного эффекта на объем резервов БСПБ, который вкуче с убытками по торговым операциям и с производными финансовыми инструментами оказал давление на чистую прибыль банка (1.2 млрд руб; -25.8% кв/кв). В связи с чем, показатель возврата на капитал снизился до 10% (-3.8 п.п кв/кв), при этом ROaE все же остался в диапазоне прогнозных значений на 2014 г. (10-12%). В качестве слабой стороны БСПБ по-прежнему является ликвидная позиция банка даже с учетом аккумулированной подушки ликвидности. Как и ранее, опасения вызывает разрыв ликвидности, составивший порядка 72 млрд руб. на горизонте до полугода (16.4% активов).

Опубликованный отчет вряд ли окажет существенное влияние на бумаги БСПБ, которые, на наш взгляд, оценены справедливо и не предлагают особых идей. На текущий момент на рублевом рынке облигаций Банк Санкт-Петербург представлен двумя выпусками, наиболее ликвидный из которых БСПБ БО-09 (УТР по биду -11.2% /D 0.5 г.), торгующийся с премией к кривой ОФЗ в районе 280 бп, что в целом соответствует спредам схожих по дюрации выпусков Банка ФК Открытие.

Финансовые показатели ОАО «Банк Санкт-Петербург» по МСФО

млн. руб.	2К14	1К14
Процентные доходы	9 286	8 721
Чист. % доходы	4 413	4 090
Чистый комиссионный доход	896	790
Чистая прибыль	1 244	1 675
Денежные средства и их эквиваленты	62 786	46 199
Вложения в ценные бумаги	88 827	91 802
Чист. ссудная задолженность	261 582	264 625
ВСЕГО АКТИВЫ	439 698	428 854
Капитал	50 232	49 275
Оптовое фондирование	118 498	106 573
Средства клиентов	259 403	262 549
Достаточность капитала 1 уровня	11.3%	10.9%
Достаточность капитала	14.5%	14.5%
Чистая % маржа	4.4%	4.2%
Опт. Фондир (Долг+МЕК) / Активы	0.27	0.25
Cost-to-income	0.43	0.39
NPL 90+/Валовый кред. портфель	5.5%	5.7%
Резервы/Кредитный портфель	8.6%	9.1%
Резервы/NPL 90+	156.4%	159.6%
ROaE	10.0%	13.8%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Лента (S&P: B+/Stable): сильный финансовый отчет за 1П14, бумаги компании выглядят не слишком интересно

Вчера компания «Лента», один из крупнейших игроков на рынке продуктового ритейла, специализирующийся на развитии формата «гипермаркет», опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1П14. Мы оцениваем раскрытые показатели как сильные. Так, по итогам 1П14 компания продолжает демонстрировать высокие темпы роста финансовых результатов: выручка выросла на 38.3% г/г (до 85.9 млрд. руб.), показатель EBITDA – на 21.8% г/г (до 8.1 млрд. руб.). Как следствие, уровень рентабельности по EBITDA снизился до 9.5% (-1.3 пп г/г). Масштабные инвестиции в течение 1П14 были оплачены, главным образом, за счет привлечения заемного финансирования. В результате, долг Ленты на конец 1П14 вырос на 17% к началу года и составил около 53.9 млрд. руб. Рост долга, на фоне расходования заметной части накопленной на балансе ликвидности, привел к повышению уровня долговой нагрузки компании, которое, лишь отчасти, замедлил рост EBITDA в 1П14. К концу 1П14 отношение чистого долга к EBITDA LTM выросло до 2.9x (против 2.4x в начале года), остановившись на верхней границе комфортного для продуктового ритейла уровня. В то же время, повышенный показатель долговой нагрузки, на наш взгляд, компенсируется высокой долей торговых площадей в собственности Ленты (около 90% на конец 1П14).

Высокие темпы увеличения выручки Ленты в 1П14 были обеспечены как за счет активного расширения торговых площадей (на 37.2% г/г), так и за счет достаточно сильного показателя сопоставимых продаж, который вырос на 13.8% г/г. При этом сами сопоставимые продажи росли не только благодаря инфляции (средний чек по итогам 1П14 вырос на 7.4%), но и хорошим темпам притока покупателей в магазины сети (рост трафика составил 6.1%). В то же время, себестоимость в 1П14 показала сопоставимый с выручкой рост (на 37.9% г/г), а SG&A-расходы демонстрировали и вовсе опережающий рост (на 58.7% г/г), что оказало угнетающее воздействие на темпы роста EBITDA в 1П14. Как следствие, по уровню рентабельности по EBITDA в 1П14 Лента хоть и уступила Магниту (S&P: BB/Positive), но не так сильно (разница в 1 пп), при этом заметно обогнав последний по темпам роста как выручки в целом, так и сопоставимых продаж (у Магнита в 1П14 они выросли на 10.6% г/г). Раскрыв отчет, Лента вновь подтвердила план по расширению сети, которые предполагают открытие по итогам текущего года 24 новых гипермаркетов и 15 супермаркетов, что позволит нарастить торговую площадь к концу года не менее чем на 30%. Рост выручки на 2014 г. запланирован в диапазоне 34-38% г/г. В то же время, активный рост сети уже привел к некоторому снижению операционной маржи в 1П14. Лента намерена компенсировать это снижение по итогам 2П14, в том числе за счет более низкой базы прошлого года. То есть, как мы понимаем, рентабельность по EBITDA компании по итогам 2014 в целом либо сохранится на уровне прошлого года, либо немного превысит его.

Свободный денежный поток Ленты в 1П14 вновь был отрицательным и составил -11 млрд. руб., причем дефицит средств вырос на 18.1% г/г. Не помогло и то, что Лента смогла выйти в плюс по чистому операционному денежному потоку за 1П14 (составил 749 млн. руб.), тогда как в прошлом году у компании был дефицит уже на этом уровне (-1 млрд. руб.). Причиной стал быстрый рост капитальных расходов в 1П14: CAPEX увеличился на 42% г/г и достиг 11.8 млрд. руб. или 1.5x EBITDA. В этих условиях необходимостью стало привлечение заемного финансирования. Впрочем, часть расходов была оплачена за счет накопленной на балансе ликвидности, что привело к сокращению денежных средств на балансе к концу 1П14 до 2.9 млрд. руб., то есть более чем в 2 раза к уровню начала года. В то же время, к концу 1П14 задолженность компании выросла на 17% по сравнению с началом года и достигла 53.9 млрд. руб. Эти факторы неизбежно привели к повышению долговой нагрузки, уровень которой достиг 2.9x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как еще на начало года показатель составлял 2.4x. С учетом планов компании по сохранению капложений на высоком уровне до конца этого года, мы не исключаем некоторого дальнейшего повышения уровня долговой нагрузки Ленты к концу 2014 г. Вместе с тем, мы полагаем, что компания сможет профинансировать большую часть затрат за счет собственного потока и накопленных на балансе денег и, как результат, это повышение будет носить весьма ограниченный характер. Кроме того, отметим, что Лента сохраняет весьма комфортную структуру долга – доля краткосрочного долга на конец 1П14 составляла лишь 16.7% (против 13.3% на начало года). Можно еще

Ключевые финансовые показатели Ленты за 1П14

млн. руб.	1П14	1П13	%г
Выручка	85 899	62 131	38.3%
ЕБИТДА	8 122	6 666	21.8%
Операционная прибыль	6 590	5 499	19.8%
Чистая прибыль	2 679	2 553	4.9%
Рентабельность по EBITDA	9.5%	10.7%	-1.3 пп
Операционная рентабельность	7.7%	8.9%	-1.2 пп
Чистая рентабельность	3.1%	4.1%	-1.0 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	8 496	6 709	26.6%
Чистый операцион. ден. поток	749	(1 044)	-
CAPEX	11 792	8 306	42.0%
Свободный денежный поток	(11 043)	(9 350)	18.1%

млн. руб.	1П14	2013	%г
Активы	92 635	88 330	4.9%
в т.ч. денежные средства	2 877	6 212	-53.7%
Долг*	53 887	46 043	17.0%
доля краткосрочного долга	16.7%	13.3%	3.4 пп
Чистый долг*	51 010	39 831	28.1%
Капитал	8 361	4 915	70.1%
CAPEX/EBITDA	1.5x	1.4x	-
Долг/EBITDA LTM	3.0x	2.8x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.9x	2.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	2.8x	4.1x	-
Долг/Капитал	6.4x	9.7x	-

*включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Ленты в 1П14

	1П14	1П13	%г
Выручка, млн. руб.	85 899	62 131	38.3%
в том числе гипермаркеты	83 792	62 088	35.0%
Торговая площадь, тыс. кв. м	544	396	37.2%
в том числе гипермаркеты	527	395	33.3%
Средн. чек (гипермаркеты), руб.	1 092	1 054	3.6%
Трафик (гипермаркеты), млн.	76.7	58.9	30.2%
Количество магазинов, в т.ч.	96	61	-
Гипермаркеты	82	60	36.7%
Супермаркеты	14	1	-

	Выручка	Ср.чек	Трафик
LFL-прирост 1П14 к 1П13	13.8%	7.3%	6.1%
Гипермаркеты	13.8%	7.4%	6.0%
Супермаркеты	71.3%	5.1%	62.9%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

добавить, что проблемы с доступом к рефинансированию у компании нет, учитывая наличие согласованных невыбранных кредитных линий общим объемом около 31.6 млрд. руб. на конец 1П14.

Бумаги продуктовых ритейлеров характеризуются невысокой ликвидностью в текущих условиях. Последние крупные сделки в самом ликвидном выпуске Лента 03 проходили со спрэдом около 200 бп к кривой ОФЗ, тогда как спрэд по текущим бидам составляет около 220 бп. Вместе с тем, наиболее ликвидная бумага Магнита с близкой дюрацией (Магнит 01) по бидам торгуется сейчас со спрэдом около 240 бп к ОФЗ, тогда как последние крупные сделки проходили со спрэдом 180 бп, что, на наш взгляд, выглядит все же привлекательнее, принимая во внимание кратно большие масштабы бизнеса и куда меньшую долговую нагрузку Магнита.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

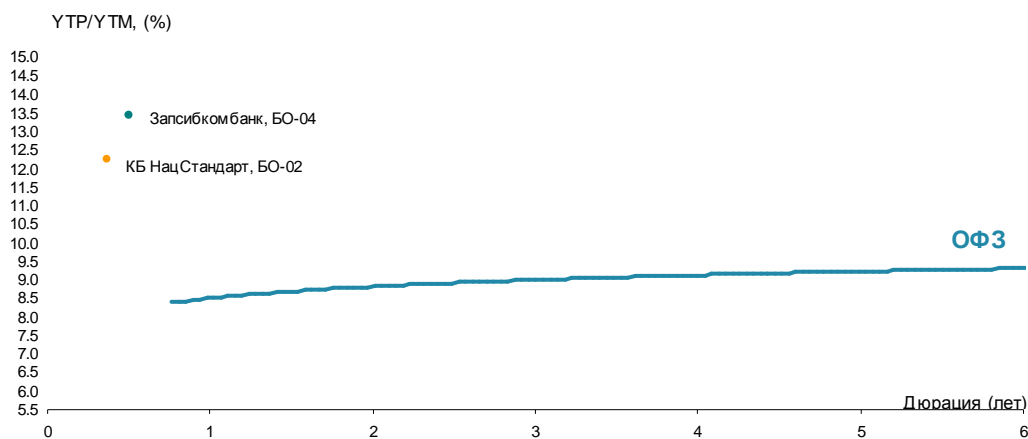
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------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

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
Запсибкомбанк, БО-04	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.42	13.42	04.09.2014	нет / 0.5 г
Внешэкономбанк, БО-11	BBB- / Baa1 / BBB	да	20 000	н/д / 100%	н/д	10.11	04.09.2014	нет / 8.02 г
КБ НацСтандарт, БО-02 (допразм.)	- / B3 / -	да	1 000	н/д	н/д	12.26	03.09.2014	нет / 0.37 г
АКБ Пересвет, БО-02	B+ / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.77-12.88	12.88	29.08.2014	нет / 1 г
Русфинанс Банк, 12	BBB- / Baa1 / BBB	да	3 000	н/д / 100%	н/д	11.18	28.08.2014	нет / 1.85 г
Хорус Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	13.42	21.08.2014	нет / 3.82 г
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- / Baa3 / -	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+/Baa1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Baa3 / 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



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.