

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин *d.chepragin@zenit.ru* Кирилл Сычев *k.sychev@zenit.ru*

#### Банк ВТБ (BB+/Ba2WD): слабые результаты за 1K15 г., выпуски не предлагают особых идей

Вчера Банк ВТБ открыл сезон отчетностей за 1K15 г., опубликовав консолидированные финансовые результаты по МСФО, которые все же не стали открытием и выглядели заметно слабее, чем в 4K14 г. Так в 1K15 г. на фоне существенного падения уровня чистой процентной маржи и ухудшения качества активов ВТБ продолжил наращивать чистый убыток по сравнению с предыдущим кварталом.

В качестве основного события финансового отчета за 1K15 г. конечно же стало получение банком чистого убытка в размере 18.3 млрд руб., что практически в 4 раза превышает результат 4K14 г. Хотя стоит отметить, что итоговый результат банка в 4K14 г. был частично спасен за счет разового дохода от пролонгации займа АСВ на санацию Банка Москвы в размере 99 млрд руб и в целом мог быть значительно хуже, даже по сравнению с отчетным периодом. В 1K15 г. ключевыми факторами, оказавшими давление на P&L банка, стали рост процентных ставок, а также, как отмечалось нами ранее, существенное сокращение непроцентных доходов в связи с исключением эффекта от единовременного дохода. Первый, с одной стороны, нивелировал сжатие рабочих активов, увеличив процентные доходы до 272,2 млрд руб. (+14,1% кв/кв), с другой стороны, на фоне закрытия внешних рынков капитала привел к почти полторному росту стоимости фондирования, что в итоге не могло не сказаться на показателях эффективности банка (NIM сократился с 3,5% до 1,7%). Несмотря на это, полученный убыток имел ограниченное влияние на показатели достаточности капитала банка (Tier 1 – 9,7%; Total capital – 11,9%), так как был частично компенсирован за счет сокращения базы активов, взвешенных с учетом риска. Отметим, что даже с учетом убытков ВТБ может чувствовать себя комфортно по нормативам капитала, так как в скором времени ожидается поддержка капиталу банка благодаря программе докапитализации через ОФЗ (предварительная сумма составляет порядка 310 млрд руб.). В тоже время, сокращение рабочих активов, а именно валового кредитного портфеля негативно отразилось на показателе качества активов (NPL 90+ в 1K15 г. составил 6,4%; + 0,6 п.п. кв/кв). При этом светлым пятном в отчетности стало более, чем двукратное сокращение показателя стоимости риска (с 4,6% до 2,2%), тем самым резервные отчисления оказывали более сдержанное влияние на результаты банка.

С точки зрения источников фондирования основным драйвером роста выступили средства клиентов, а именно депозиты юридических лиц, что объясняется закрытием внешних рынков и дорогим фондированием на долговых рынках. При этом в 1K15 г. ВТБ погасил долговые обязательства на сумму эквивалентную 2 млрд долл., тем самым снизив долговую нагрузку банка и сократив в краткосрочной перспективе давление со стороны процентных расходов.

Учитывая существенную разницу в кредитном качестве по сравнению с Сбербанком, на рынке евробондов бумаги ВТБ, на наш взгляд, оценены справедливо и не предлагают особых идей, торгуясь с премией к старшим выпускам Сбербанка в среднем в размере 100 бп. На рублевом рынке выпуски ВТБ в целом торгуются приблизительно на уровне других банков первого эшелона, предлагая премию к ОФЗ в размере 200-210 бп.

#### Финансовые показатели Банк ВТБ по МСФО

млрд. руб.	1K15	4K14
Процентные доходы	272,2	238,6
Чист. %% доходы	46,1	86,1
Чистые %% доходы после резерва	-2,3	-11,5
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-18,3</b>	<b>-4,6</b>
Ликвидная позиция	674,8	695,2
Чист. ссудная задолженность	8898,5	9150,4
<b>ВСЕГО АКТИВЫ</b>	<b>12438,9</b>	<b>12190,8</b>
<b>Капитал</b>	<b>1113,8</b>	<b>1131,0</b>
Оптовое фондирование	3918,5	4383,8
Средства клиентов	6450,5	5669,4
<b>Расчетные показатели</b>		
Достаточность капитала 1 уровня	9,7%	9,8%
Достаточность капитала	11,9%	12,0%
Чистая % маржа	1,7%	3,5%
Опт. Фондир.(Долг+МБК) / Активы	0,32	0,36
Cost-to-income	0,66	0,38
NPL 90+/Кред. портфель	6,4%	5,8%
Резервы/Кредитный портфель	7,2%	6,7%
Резервы/NPL 90+	112,0%	114,8%
ROaE	-	2,0%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

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

## МТС (BB+/Ba1/BB+): нейтральная финансовая отчетность за 1K15, евробонды компании торгуются на справедливых уровнях

Вчера МТС раскрыла финансовые и операционные результаты по итогам 1K15. Мы оцениваем раскрытые показатели нейтрально: по итогам прошлого квартала компания смогла увеличить выручку г/г в отличие от других операторов "большой тройки", вместе с тем, МТС также отразила в отчете более заметное, по сравнению с основными конкурентами, падение операционной рентабельности в сравнении с прошлым годом. Отметим также, что, начиная с этого года, компания перешла на подготовку отчетности в соответствии с МСФО (ранее МТС отчитывалась по US GAAP), что обеспечить лучшую сопоставимость ее результатов с Вымпелкомом, а также МегаФоном.

Выручка МТС за прошлый квартал выросла на 2.7% г/г (до 100.2 млрд. руб.), а показатель OIBDA, наоборот, снизился на 2% г/г (до 41. млрд. руб.). В результате, рентабельность по OIBDA несколько снизилась к уровню прошлого года (на 2 пп г/г) и составила 41.2%. Долговая нагрузка МТС в терминах чистый долг / OIBDA LTM к концу 1K15 подросла до 1.4x (против 1.2x на начало года) из-за увеличения долга, однако уровень долговой нагрузки компании остается достаточно умеренным. На динамику финансовых результатов компании оказали влияние хорошие результаты российского бизнеса, где рост выручки составил 3.6% г/г, в основном благодаря по-прежнему высоким темпам роста доходов от услуг передачи данных (на 26% г/г в 1K15). Кроме того, снижение результатов украинского сегмента бизнеса оказалось не таким уж драматичным: выручка в рублевом выражении снизилась на 17.2% г/г (до 7.9 млрд. руб.) из-за более быстрого обесценения гривны в сравнении с рублем (в гривнах выручка МТС выросла на 9% г/г). Что касается OIBDA, на динамику этого показателя повлияли снижение доходности роуминговых услуг из-за девальвации рубля, а также расходы, связанные с перезапуском бизнеса МТС в Узбекистане, и сокращение вклада в консолидированную OIBDA украинского бизнеса вследствие девальвации гривны (в гривнах OIBDA за 1K15 не изменилась г/г, а в рублях – упала на 26.2%).

По итогам 1K15 чистый операционный денежный поток МТС снизился на 10.9% г/г (до 39.1 млрд. руб.), тогда как объем CAPEX (включая расходы на НМА) за тот же период вырос более чем в 3 раза г/г, достигнув 32.5 млрд. руб. Вследствие этого, свободный денежный поток МТС в 1K15 составил лишь 6.6 млрд. руб., что на 80.4% меньше уровня прошло года. Как отмечает МТС, такой заметный рост капзатрат в прошлом квартале (до 32.4% от выручки или 78.6% от OIBDA) стал результатом, во-первых, результатом увеличения вложений, направленных на строительство сетей, а также расчётов с иностранными поставщиками по контрактам, заключенным в 4K14. Кроме того, МТС потратилась на оплату 3G-лицензий в Украине, полученных по итогам конкурса в феврале этого года. Отметим, что прошлый квартал стал для компании самым интенсивным с точки зрения расходов на CAPEX, учитывая общий план по инвестициям в размере 85 млрд. руб. за весь 2015 г.

Долг МТС на конец 1K15 вырос на 12.7% к началу года и достиг 329.7 млрд. руб., при этом доля коротких обязательств сохранилась на невысоком уровне, составив 13.6% (-1 пп к 4K14). Увеличение задолженности, в основном, стало результатом привлечения нового долга: чистое привлечение за 1K15 составило около 36.9 млрд. руб. Часть привлеченных средств была направлена на пополнение ликвидности компании, что несколько затормозило повышение уровня долговой нагрузки. Так, отношение чистого долга к OIBDA к концу 1K15 выросло до 1.4x, тогда как в начале года показатель составлял 1.2x. Впрочем, и достигнутый уровень все еще является весьма умеренным и укладывается в предельный ориентир МТС (1.5x).

Что касается кредитных рейтингов компании, то отчет за 1K15 является, на наш взгляд, умеренно-позитивным в этом контексте, прежде всего, из-за достаточно хороших (относительно ожиданий) показателей украинского бизнеса и ослабления общего градуса напряженности в стране. Кроме того, МТС прошла пик инвестиций в 1K15 и в дальнейшем сможет генерировать более сильный свободный денежный поток, что, вместе с запасом ликвидности на балансе, будет в состоянии покрывать потребности компании в наличности, в том числе и на дивидендные выплаты. Таким образом, рейтинги МТС по-прежнему ограничены "страновым потолком", учитывая, что основной объем доходов компания зарабатывает в России.

Рублевые бумаги МТС являются не очень ликвидными, бумаги с дюрацией более

Ключевые финансовые показатели  
МТС по МСФО за 1K15

млрд. руб.	1K15	1K14	%г
Выручка	100.2	97.5	2.7%
OIBDA	41.3	42.2	-2.0%
Операционная прибыль	19.2	24.1	-20.3%
Чистая прибыль	10.9	12.7	-14.3%
Рентабельность по OIBDA	41.2%	43.2%	-2.0 пп
Операционная рентабельность	19.1%	24.7%	-5.5 пп
Чистая рентабельность	10.9%	13.0%	-2.2 пп
Операцион. ден. поток до изм. в OI	41.1	44.5	-7.7%
Чистый операц. ден. поток	39.1	43.9	-10.9%
CAPEX (включая НМА)	32.5	9.9	x3.3
Свободный денежный поток	6.6	34.0	-80.4%

млрд. руб.	1K15	2014	%г
Активы	640.8	599.3	6.9%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	86.8	71.4	21.6%
Долг	329.7	292.4	12.7%
доля краткосрочного долга	13.6%	14.6%	-1.0 пп
Чистый долг	242.9	221.0	9.9%
Капитал	179.8	178.6	0.7%
CAPEX/Выручка	32.4%	22.4%	-
CAPEX/OIBDA	78.6%	51.3%	-
Долг/OIBDA LTM	1.8x	1.6x	-
Чистый долг/OIBDA	1.4x	1.2x	-
Долг/Капитал	1.8x	1.6x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

2-х лет индикативно торгуются со спрэдом 100-140 бп к кривой ОФЗ, что, в среднем соответствует спрэду близких по дюрации бумаг МегаФона, которые выглядят, на наш взгляд, предпочтительнее. На рынке евробондов в терминах спреда к кривой UST с начала апреля более длинный евробонд MOBTEL'23 показал среднюю для рынка динамику, сузив спред к UST на 160 бп (примерно до 400 бп), в то время как более короткий MOBTEL'20 выглядел немного хуже рынка, сузив спред на 140 бп (до 440 бп). Сейчас евробонды МТС торгуются с дисконтом 80-90 бп к бумагам Вымпелкома (BB/Ba3/-) и на уровне бумаг Новатэка (BB+/Ba1/BBB-) сопоставимой дюрации, что, на наш взгляд, выглядит справедливо.

## Первичный рынок

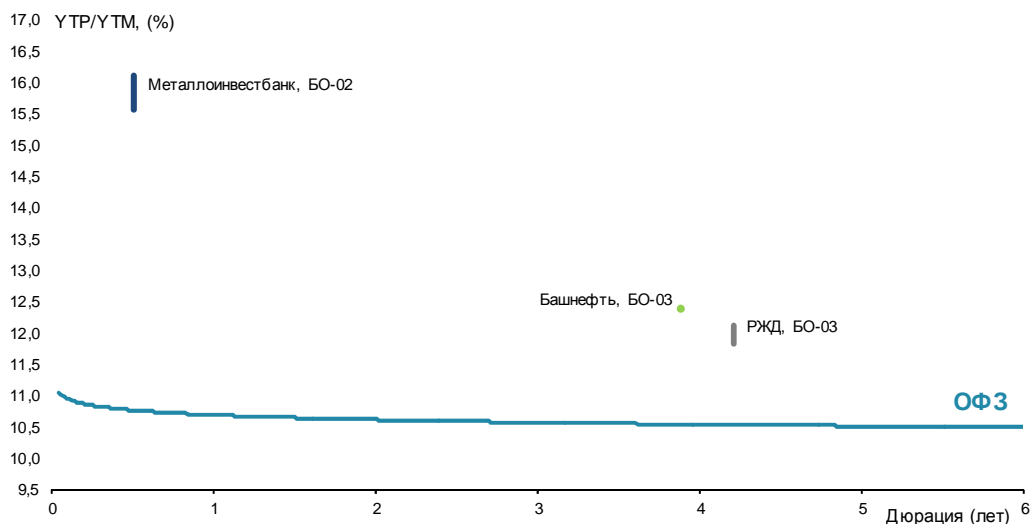
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Офер Погаше
РЖД, БО-03	BB+ / Va1 / BBB-	да	15 000	11.83-12.10	19.05.2015	22.05.2015	нет / 4.21 г	5.5 г / 1
Башнефть, БО-03	- / Va1 / BB	да	5 000	12.36	19.05.2015	27.05.2015	нет / 3.89 г	5 лет / 1
Металлоинвестбанк, БО-02	- / B2 / -	да	2 000	15.56-16.10	26.05.2015	28.05.2015	нет / 0.50 г	0.5 г / 5

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	Амортиз Дюрац
МИБ, 02	- / Baa1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.
Магнит, 02	BB+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.47	12.47	15.05.2015	нет / 1.
Магнит, 03	BB+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.47	12.47	15.05.2015	нет / 1.
МИБ, 02	- / Baa1 / BBB-	да	3 000	н/д	13.96-14.49	13.69	29.04.2015	нет / 1.
Русгидро, БО-09	BB / Va2 / BB+	да	10 000	3.0 / 100%	13.42-13.69	13.16	28.04.2015	нет / 2.
О'Кей, БО-05	- / - / B+	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.37	28.04.2015	нет / 1.
ЛК Уралсиб, БО-20	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.
ЛК Уралсиб, БО-21	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.92	21.04.2016	нет / 2.
АИЖК, БО-03	BB+ / Va1 / -	да	5 000	н/д / 100%	13.92-14.48	13.10	20.04.2015	нет / 1.
Банк Пересвет, БО-04	B+ / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.11-18.68	18.11	17.04.2015	нет / 0.
Банк ФК Открытие, БО-П02	BB- / Va3 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.37-16.91	16.39	14.04.2015	нет / 1.
Банк ФК Открытие, БО-П01	BB- / Va3 / -	да	2 000	н/д / 100%	15.75-16.25	16.00	14.04.2015	нет / 0.
Локо-Банк, БО-06	- / B2 / B+	да	3 000	1.5 / 100%	18.11-18.68	18.11	09.04.2015	нет / 0.
Банк ЗЕНИТ, БО-09	- / Va3 / BB-	да	5 000	2.2 / 100%	17.18-17.45	16.75	09.04.2015	нет / 1.
Кредит Европа Банк, БО-08	- / B1 / BB	да	3 000	н/д / 100%	15.56-16.64	15.56	03.04.2015	нет / 1.
Татфонбанк, БО-13	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	16.09-17.71	15.56	03.04.2015	нет / 1.
МКБ, БО-09	BB- / B1 / BB-	да	3 000	н/д / 100%	15.56	15.56	25.03.2015	нет / 1.
Связь-Банк, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	н/д / 100%	15.56	15.56	24.03.2015	нет / 1.



# 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

## Аналитическое управление

Акции		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
Облигации		<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

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.