



Нестабильность в финсекторе Мексики: паника обоснована или пора покупать?

ЧТО ПРОИЗОШЛО?

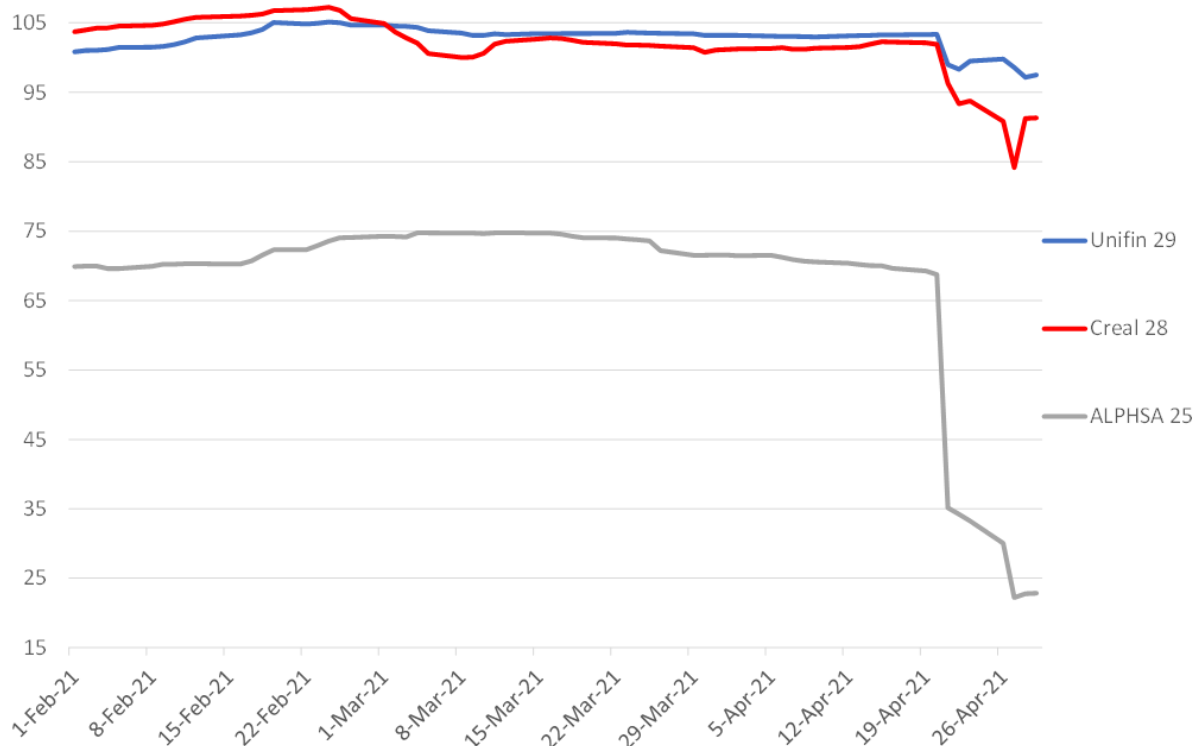
На прошлой неделе один игроков мексиканского рынка небанковских финансовых услуг, компания Alpha Credit (Caa2/CCC/CC), опубликовала пресс-релиз, в котором упомянула о возможном доначислении резервов за предыдущие отчетные периоды на сумму 4,1 млрд песо (эквивалент примерно \$206 млн). Это превышает величину капитала компании (2,8 млрд песо в 3К20), которая и без того сократилась в прошлом году.

Причиной послужила смена аудитора, который обнаружил неточности в отчетности за 2018-2019 гг. (в части учета позиции по дериватам) и заявил о намерении внести исправления. Помимо прочего, были найдены ошибки, относящиеся к 1) резервам на потери по ссудам 2) резервам по дебиторской задолженности 3) амортизации расходов.

Как следствие эмитент на неопределенный период отложил раскрытие отчетности за полный 2020 г., которое изначально ожидалось в конце апреля. В случае, если доначисленные резервы будут утверждены в полном объеме, Alpha Credit столкнется с дефицитом капитала. По итогам 3К21 капитализация компании выглядела весьма скромно - соотношение капитал/активы составляло 13%. Одним из ковенантов по выпуску евробондов, размещенному в начале 2020 г. (ALPHSA 25) выступает коэффициент капитализации, а именно соотношение собственных средств и выданных займов (на уровне не менее 13,5%). При полном доначислении резервов коэффициент опустится ниже нормативного и у держателей облигаций появится право на их досрочное погашение. В совокупности два долларовых выпуска еврооблигаций составляют более 80% всех обязательств компании. Alpha Credit - средний по размеру игрок на рынке мексиканских и колумбийских финансовых услуг (размер активов в 3К20 составлял \$1,1 млрд). Компания в основном занимается выдачей зарплатных кредитов (92% общего портфеля), остальное представлено сегментом SME.

Цена выпусков ALPHSA обвалилась более чем на 50%, а все три международных рейтинговых агентства пересмотрели свою оценку до уровня "CCC" с возможностью дальнейшего понижения. Негативный новостной фон вокруг Alpha Credit мгновенно перекинулся и на другие многоцелевые финансовые компании (Sociedad Financiera de Objeto Múltiple, sofom), увлекая вниз котировки Unifin (BB-/BB), Creditoreal (BB/BB+) и Findep (B+/BB-). Дополнительное давление создала новость о пересмотре величины просроченной задолженности Credito Real за 2020 г. (произошла реклассификация из необслуживаемого долга в просроченный), что увеличило долю NPL с 1,8% до 3,3%.

ДИНАМИКА ЦЕН ВЫПУСКОВ ДОЛЛАРОВЫХ НОТ МЕКСИКАНСКИХ SOFOM, %



Источник: Bloomberg

НАСКОЛЬКО РАСПРОДАЖА ОБОСНОВАНА?

В случае с Alpha Credit, ноты которой с погашением в 2025 г. опустились до преддефолтного уровня в 22%, очень сложно делать однозначные выводы. Очевидно, что рынок крайне болезненно воспринял происходящие корпоративные события и пока не спешит восстанавливаться. Сам эмитент с тех пор не проводил дополнительной коммуникации с инвесторами, поэтому о сроках пересмотра отчетности и продолжительности работы специального комитета (создан из членов совета директоров, приглашенных советников, юридических консультантов и аудиторов) ничего не известно. К положительным сценариям развития событий можно отнести доначисление меньшей суммы резервов и/или докапитализацию компании со стороны акционеров (по аналогии с событиями 2020 г., когда Softbank "влил" в компанию \$100 млн). Что же касается двух других весьма популярных эмитентов во вселенной EM - Unifin и Creditoreal, то здесь реакция инвесторов кажется нам слишком импульсивной. С начала распродажи обе компании успели опубликовать финансовые результаты по МСФО за первый квартал 2021 г., которые не выявили серьезных угроз кредитоспособности.

CREDITO REAL - ЦИФРЫ ЗА 1К21 ОЖИДАЕМО СЛАБЫЕ, НО РЫНОК ГОТОВИЛСЯ К ХУДШЕМУ

После того как в минувшие выходные стало известно о пересмотре и увеличении почти в два раза суммы просроченной задолженности компании, цены ее еврооблигаций обвалились (наиболее длинный выпуск Creal 28 потерял более 20% от номинала). В преддверии публикации отчетности инвесторы опасались еще более кардинального ухудшения качества активов с начала 2021 г. Вместе с тем обнародованные цифры оказались не столь шокирующими, что помогло котировкам бондов стремительно отыграть почти половину потерь. Так, объем кредитов в рамках программ помощи (relief programme) продолжил снижаться с 5,2% до 2%. Ожидается, что данные программы скоро окончательно прекратят действие. Совокупный кредитный портфель продолжил расти (+9% кв/кв) на фоне активного наращивания выдачи зарплатных кредитов (составляют примерно 58% совокупного портфеля). Просроченная задолженность в данном сегменте (payroll) ожидаемо увеличивается, но по-прежнему выглядит весьма консервативно (NPL 1,7%). Наиболее слабо смотрится сегмент SME (23% портфеля), где отмечается резкое ухудшение качества активов (NPL 12% vs 0,5% годом ранее), а также сокращение объема выдачи. Общее качество ссудной задолженности за последние два квартала видимо снизилось - доля "просрочки" увеличилась с 1,8% до 3,9%. В то же время в абсолютном значении данные цифры не несут серьезной угрозы кредитному профилю компании и не выделяются на фоне средних значений по сектору.

Что касается доходов, то они по-прежнему остаются под давлением на фоне все еще действующих программ помощи и возросшей стоимости фондирования (в среднем 11,2% в 1К21 по сравнению с 9,4% в 4К20). В результате чистая процентная маржа (NIM) опустилась до 10,4%. Чистая прибыль уменьшилась на 26% квартал к кварталу (примерно \$5 млн за январь-март 2021 г.).

Доля капитала в пассивах плавно сокращается, но пока не вызывает опасений (22%). Коэффициент капитализации (капитал/совокупный портфель) оценивается в 31,4%.

ОТДЕЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ CREDITO REAL ПО МСФО

\$, млн	1K21	2020	9M20	2019
Активы	3 879	3 542	3 356	3 262
Денежные средства	21	55	18	62
Капитал	865	814	807	851
Кредитный портфель	2 608	2 397	2 202	2 487
Общий долг	2 859	2 504	2 368	2 200
Чистая прибыль	5	38	30	103
ROAA	0,5%	0,6%	1,1%	3,6%
NIM	10,4%	11,5%	11,8%	17,1%
Доля просрочки, %	3,9	3,3	1,8	1,3
Коэффициент покрытия	117%	225%	217%	220%
Капитал/Активы	22%	23%	24%	26%

Источник: данные компании

Давление на котировки Unifin по большей обусловлено эмоциональной реакцией рынка и не обосновано с точки зрения изменений в финансовом профиле. Еще одна мексиканская небанковская финансовая компания, Unifin, также недавно предоставила отчетность за 1K21. Результаты в целом можно охарактеризовать как умеренно позитивные. Выдача кредитов постепенно возрастает, что находит отражение в увеличении лизингового портфеля. Платежная дисциплина заемщиков не падает, таким образом коэффициент просроченной задолженности в целом по портфелю практически не изменился (NPL 4,9%). Так же, как и в случае с Credito Real, рентабельность деятельности по-прежнему находится под давлением из-за сокращения объема выдачи кредитов в предыдущие отчетные периоды и действующих программ помощи (сейчас составляют 5% от всего портфеля). Чистая процентная маржа опустилась до 6% (6,4% на начало 2021 г.). Доля капитала в пассивах стабильна - 15%). Коэффициент капитализации (капитал/совокупный портфель) оценивается в 21,5%.

ОТДЕЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ UNIFIN ПО МСФО

\$, млн	1K21	2020	2019
Активы	4288	4 283	4 184
Денежные средства	234	186	250
Капитал	661	671	577
Кредитный портфель	3203	3 226	3 035
Общий долг	3398	3 289	3 333
Чистая прибыль	15	64	101
ROAA	1,5	1,50%	2,80%
NIM	6%	6,40%	7,30%
Доля просрочки, %	4,9	4,8	3,7
Коэффициент покрытия	86%	72%	61%
Капитал/Активы	15%	15%	14%

Источник: данные компании

НАШ ВЫВОД

Волатильность, наблюдаемая на рынке небанковских финансовых институтов Мексики последнюю неделю, спровоцированная проблемами с отчетностью у небольшого игрока (Alpha Credit по размеру активов почти в три раза уступает Credito Real и почти в четыре - Unifin), во-многом неоправданная, что лишний раз подтверждают свежие финансовые отчеты компаний и отсутствие предупреждений со стороны международных рейтинговых агентств. Мы рекомендуем обратить внимание на еврооблигации Unifin, привлекательность которых возросла с точки зрения коэффициента риск/доходность после недавней просадки. Бизнес-модель компании принципиально отличается от той, что у Alpha Credit (основной фокус на лизинг, а не розничное финансирование). Недавно опубликованная отчетность по МСФО за 1K21 также указывает на стабильность кредитного профиля и приемлемое качество активов. Согласно комментариям топ-менеджмента во время конференц-звонка, посвященного результатам за 1K21, опубликованная отчетность является достоверной и в полной мере отражает текущее финансовое состояние компании. Ожидается, что затруднения, вызванные распространением Covid-19, остались позади. Рекомендуем к ПОКУПКЕ наиболее недооцененный выпуск Unifin 29 (YTM 10,46%). Относительно еврооблигаций Credito Real наша рекомендация ДЕРЖАТЬ.

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | Iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | Stanislav.Yudin@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Елизавета Хёрн | Аналитик | Elizaveta.Herne@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | Oleg.Makarov@iticapital.ru

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>