

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

 Чепрагин Дмитрий
 d.chepragin@zenit.ru

Альфа-Банк (BB+/Ba1/BBB-): нейтральные результаты в отчетности за 2П13 г., евробонды и суборды предлагают неплохую премию

В начале недели Альфа-Банк, крупнейший частный банк, предоставил консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 2П13 г. В целом опубликованные данные мы оцениваем нейтрально. Из ключевых моментов отчетности можно выделить довольно скромные темпы роста чистого кредитного портфеля на уровне 2.5% п/п. При этом драйвером роста портфеля выступил только розничный сегмент (+21% п/п), корпоративное кредитование стабилизировалось на уровне первого полугодия (-0.5% п/п). По заявлениям менеджмента Банка, в условиях ухудшения экономической ситуации в 2014 г. Банк продолжит ограничивать темпы роста кредитного портфеля: по корпоративному сегменту прогнозные значения колеблются в районе 7-8% г/г, а по рознице – 14-16% г/г. Повышение доли высокодоходных и в тоже время высокорискованных продуктов (кредитные карт, кредиты наличными и потребительские кредиты) в кредитном портфеле позитивно отразилось на уровне чистой процентной марже, которая выросла до 5.5% (+0.4 п.п.), а также дало легкий негативный оттенок на уровень просрочки, NPL составил 2.1% (+0.1 п.п. п/п). Отрицательным моментом отчетности стало снижение чистой прибыли на 12% до 421 млн долл. на фоне роста процентных доходов и сильной динамики комиссионных доходов, а именно доходов от обслуживания расчетных операций клиентов. Основным объяснением этого, как и у многих банков, служат высокие резервные отчисления и операционные расходы. Несмотря на это, капитализированной прибыли хватило для поддержания комфортного уровня достаточности совокупного капитала и первого уровня (Total capital ratio - 16.7%, Tier 1 – 11.7%). Отметим также, что преимущественно за счет долговых инструментов и средств других банков в 2П13 г. банк нарастил подушку ликвидности, аккумулировав порядка 6 млрд руб., тем самым снизив риски ликвидности, что выглядит очень своевременным в текущих условиях. Уровень долговой нагрузки в терминах Опт. Фондирование/Активы вырос до 0.28x, но при этом остался на комфортном для Банка уровне.

Стоит также сказать, что учитывая географию бизнеса Альфа-Банка, а также сохраняющуюся напряженность на Украине, актуальным выглядит оценка риска негативного эффекта на операции и финансовое положение ABN Ukraine Group, а также Группы в целом. На конец 2013 года на балансе банковской группы Альфа-Банк обязательства, а также кредиты украинским заемщикам ABN Ukraine Group в совокупности составили порядка 781 млн долл. или 1.6% активов всей Группы, что, на наш взгляд, выглядит не особенно критично. На текущий момент судьба украинского подразделения не решена, в качестве возможного варианта дальнейшего развития рассматривается поддержка Банка со стороны акционеров.

В целом на рынке евробондов выпуски Альфа-Банка выглядят вполне интересно, предлагая при этом одну из самых больших премий среди банков инвестиционного рейтинга. Так старшие выпуски в среднем дают премию к UST в районе 350-450 бп., а премия длинного суборда ALFARU 19 к кривой не превышает 70 бп., что также существенно на фоне текущего рынка. На рублевом рынке наблюдается обратная ситуация и выпуски Альфа-Банк не предлагают особых идей.

Финансовые показатели Альфа-Банк по МСФО

млн долл.	2П13	1П13
Процентные доходы	2 109	1 981
Чист. % доходы	1 192	1 054
Комиссионный доход	423	357
Чистая прибыль	421	479
Ликвидная позиция	5 925	4 630
Вложения в ценные бумаги	4 535	4 626
Чист. осудная задолженность	32 507	31 732
ВСЕГО АКТИВЫ	48 647	45 438
Капитал	4 818	4 507
Оптовое фондирование	13 668	11 051
Средства клиентов	26 725	26 214
Достаточность капитала 1 уровня	11.7%	11.2%
Достаточность капитала	16.7%	16.3%
Чистая % маржа	5.5%	5.1%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.28	0.24
Cost-to-income	0.45	0.42
NPL 1+Кред. портфель	2.1%	2.0%
Резервы/Кредитный портфель	4.2%	3.9%
ROaE	18.1%	22.1%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Глобалтранс (-/Ва3/ВВ): нейтральный финансовый отчет по итогам 2013 г. на фоне отсутствия значимых для компании событий

На днях Глобалтранс (-/Ва3/ВВ) опубликовал финансовую отчетность по МСФО и операционные показатели по итогам 2013 г. Мы оцениваем операционные результаты компании по итогам прошлого года как весьма неплохие: грузооборот вырос в 2013 г. на 12.8% г/г (до 155.5 млрд. пкм), а задействованный в перевозках подвижной состав показал рост на 14.1% г/г при общем увеличении парка на 6.3% г/г (в основном, за счет арендованных вагонов, число которых выросло более чем на треть). Кроме того, Глобалтрансу удалось снизить по итогам прошлого года коэффициент порожнего пробега до 53% против 57% в 2012 г. Вместе с тем, нельзя не отметить, что и показанный компанией рост грузооборота на далеко не лучшем рынке (общероссийский грузооборот сократился в прошлом году на 1%), был обеспечен, в большей степени, за счет М&А-сделок, а не органического роста. Напомним, что в мае 2012 г. Глобалтранс завершил покупку кэптивного ж/д-оператора Металлоинвеста за 540 млн. долл., а в феврале 2013 г. – аналогичную сделку по покупке ММК-Транс за 250 млн. долл. Аналогичным образом улучшение общей операционной эффективности было достигнуто за счет увеличения доли полувагонов в структуре парка: их коэффициент порожнего пробега сохранился в 2013 г. на уровне 38%, тогда как для цистерн и хопперов этот показатель вырос до 109% (против 105% в 2012 г.).

Финансовые итоги деятельности Глобалтранса по итогам 2013 г. мы оцениваем нейтрально. Так, выручка компании в 2013 г. (за вычетом транзитных платежей) выросла на 6.4% г/г (до 1 407 млн. долл.), при этом ее рост был менее масштабным по сравнению с физическим увеличением грузооборота, поскольку в прошлом году наличие избыточного предложения подвижного состава давило на ставки фрахта, в результате чего средняя цена груженой отправки Глобалтранса снизилась на 8.6% г/г (до 907 долл.), к чему также добавилось снижение средней дистанции груженой перевозки компании на 2.6% г/г (до 1 521 км). Показатель EBITDA по итогам 2013 г. сохранился на уровне 2012 г. и составил 653 млн. долл. Сдерживающее влияние на EBITDA оказывали опережающие темпы роста себестоимости продаж компании (на 19.1% г/г) и SM&A-расходов (на 15.8% г/г) по сравнению с увеличением выручки. В результате рентабельность по EBITDA хоть и снизилась до 46.4% (-3.4 пп г/г), но, все же, сохранилась на весьма высоком уровне.

Свободный денежный поток компании (чистый операционный денежный поток за вычетом процентов по долгу и капитальных расходов) по итогам 2013 г. составил 383 млн. долл., тогда в 2012 г. этот показатель находился в отрицательной зоне и составил -306 млн. долл. В условиях практически стабильной величины денежного потока от операционной деятельности, позитивный эффект оказало значительное сокращение объема капвложений в 2013 г. Так, величина CAPEX снизилась почти в 10 раз и составила всего 80 млн. долл. против 784 млн. долл., а отношение затрат к EBITDA снизилось до 0.1x против 1.2x в 2012 г. Такая динамика капвложений была обусловлена тем, что 2012 г. стал годом активного расширения бизнеса компании. Помимо приобретения бизнесов по перевозкам Металлоинвеста и ММК (контроль над компанией был получен еще до окончательных расчетов), Глобалтранс также приобрел в течение 2012 г. более 10 тыс. новых вагонов, что составило более 25% от собственного парка компании на конец 2011 г. В прошлом же году Глобалтранс практически отказался от капрасходов, кроме небольших платежей по лизингу и поддерживающих инвестиций, что было обусловлено находившимся в стагнации рынком перевозок, который дестимулировал органический рост. В сложившейся ситуации для Глобалтранса гораздо более привлекательна покупка действующих игроков, поскольку в таком случае компания получает не только сам подвижной состав, но и обслуживаемый им грузопоток в придачу. Свободный денежный поток в 2013 г. был направлен, в основном, на финансирование сделки по покупке ММК-Транса (финальный платеж на 203 млн. долл.), а также, в отсутствие значительных капитальных инвестиций – на дивиденды. Так, выплаты акционерам Глобалтранса и миноритариям дочерних компаний в 2013 г. составили в сумме около 178 млн. долл.

Кроме того, в 2013 г. Глобалтранс немного снизил долг: к концу 4К13 его сумма снизилась на 5.7% по сравнению с началом года и составила 1 014 млн. долл. Это произошло за счет накопленных на балансе компании денежных средств, кроме того, масштаб снижения был достаточно незначителен, что, вкупе со стабильной г/г EBITDA не привело к изменению долговой нагрузки. На конец 4К13 показатель, как

Ключевые финансовые показатели Глобалтранс по МСФО за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка*	1 407	1 322	6.4%
EBITDA**	653	658	-0.8%
Операционная прибыль	452	536	-15.7%
Чистая прибыль	252	312	-19.2%
Рентабельность по EBITDA	46.4%	49.8%	-3.4 пп
Операционная рентабельность	32.1%	40.5%	-8.4 пп
Чистая рентабельность	17.9%	23.6%	-5.7 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	654	659	-0.8%
Чистый операцион. ден. поток***	463	478	-3.1%
CAPEX	80	784	-89.8%
Свободный денежный поток	383	(306)	-

млн. долл.	2013	2012	%
Активы	2 857	2 950	-3.2%
в т.ч. денежные средства	104	178	-41.6%
Долг	1 014	1 075	-5.7%
доля краткосрочного долга	27.3%	22.1%	5.2 пп
Чистый долг	910	897	1.4%
Капитал	1 582	1 606	-1.5%
CAPEX+M&A	283	1 357	-79.1%
CAPEX/EBITDA	0.1x	1.2x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.4x	2.1x	-
Долг/EBITDA	1.6x	1.6x	-
Чистый долг/EBITDA	1.4x	1.4x	-
EBITDA/Процентные выплаты	5.9x	7.3x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.7x	-

*показатель скорректирован на транзитные платежи

**показатель скорректирован на неденежные и/или неоперационные статьи

***за вычетом процентных платежей

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Глобалтранс в 2013 г.

Операционные показатели	2013	2012	%
Грузооборот, млрд. тонно-км	155.5	137.8	12.8%
Всего подвижной состав, ед.	65 808	61 935	6.3%
в т.ч. собственный	61 124	58 501	4.5%
в лизинге	4 684	3 434	36.4%
Коэффициент порожнего пробега	53%	57%	-4.0 пп
в т.ч. цистерны и хопперы	109%	105%	4.0 пп
полувагоны	38%	38%	0.0 пп
Сред. кол-во подвижного состава, использован. в операц. деят-ти, ед.	53 445	46 825	14.1%
Сред. кол-во груз. перевозок на единицу подвижного состава	25.1	25.0	0.4%
Сред. дистанция груз. перевозки, км	1 521	1 561	-2.6%
Сред. цена груз. отправки, долл.	907	992	-8.6%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

и на начало года, составил 1.4х в терминах чистый долг/EBITDA, сохранившись на достаточно невысоком уровне. Доля краткосрочного долга на конец 4К13 выросла 27.3% (против 22.1% на начало года), что некритично само по себе, к этому можно добавить, что более трети короткого долга на конец года покрывалось денежными остатками на балансе. Подводя итог, отметим, что в течение 2013 г. Глобалтранс действовал в рамках заявленной стратегии, сосредоточившись на интеграции и оптимизации приобретенных активов и сокращении долга, а год обошелся без значимых приобретений. Напомним также, что в апреле 2013 г. Moody's подтвердил рейтинг Глобалтранса на уровне Ba3/Positive, при этом результаты за 2013 г., на наш взгляд, нейтральны для рейтингов компании. Мы полагаем, что о повышении рейтинга от Moody's до уровня рейтинга от Fitch (BB/Stable) можно будет говорить лишь после возобновления устойчивого роста российского рынка ж/д-перевозок.

Котировки биржевых выпусков НПК до обострения ситуации вокруг Украины торговались на уровне 101.60%-101.75% от номинала, а в конце февраля – начале марта бумаги корректировались вместе с рынком, потеряв в пределах 3.5 фигур в цене. Сейчас цены бумаг восстановились до уровней 100.30%-101% от номинала, в то же время, их средний спрэд к суверенной кривой сжался до чуть более 100 бп, что, главным образом, свидетельствует о низкой ликвидности бумаг НПК на фоне состоявшегося роста доходностей ОФЗ.

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
--------	---------------------	--	------------------------------------	-----------------------------------	-------------------	--------------------	-------------------------	----------------------

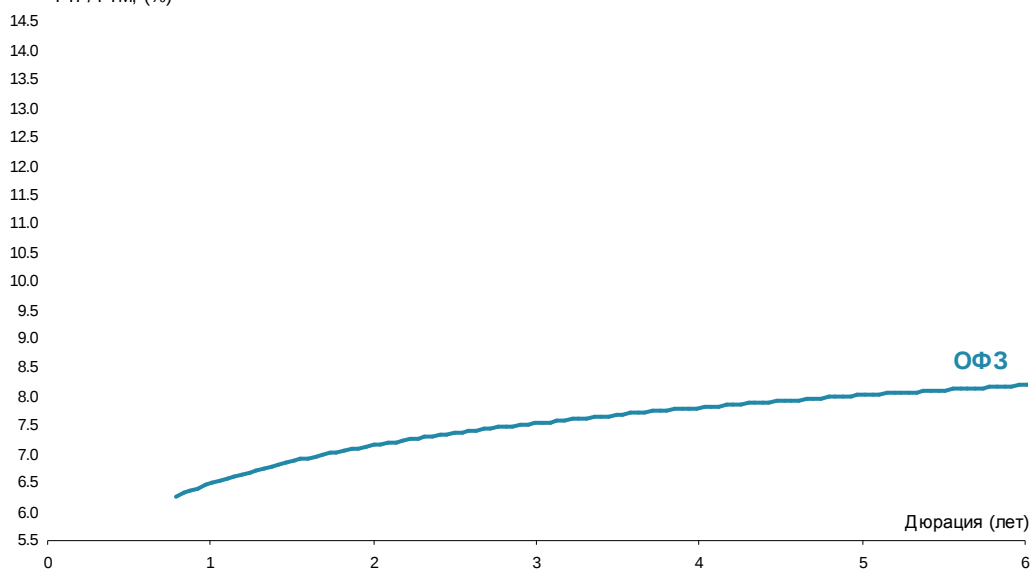
Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

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
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г.
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ba3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Baa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Baa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	BB- / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.

15.0 УТР/УТМ, (%)



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
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
 Константин Поспелов
 Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации
 Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
 Максим Симагин
 Александр Валканов
 Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
 Макроэкономика/кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Количественный анализ
 Акции

Владимир Евстифеев
 Кирилл Сычев
 Евгений Чердаков
 Дмитрий Чепрагин
 Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
 Фарида Ахметова
 Марина Никишова
 Вера Панова
 Алексей Басов
 Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
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.