БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков *e.cherdakov@zenit.ru*
Кирилл Сычев *k.sychev@zenit.ru*

Глобалтранс (-/Ba3/BB): нейтральный финансовый отчет по итогам 1П14, бумаги компании малоликвидны

Вчера Глобалтранс опубликовал финансовый отчет и операционные показатели за 1П14. Мы нейтрально оцениваем раскрытые данные. В 1П14 выручка компании снизилась на 15.8% г/г (до 618 млн. долл.), показатель EBITDA – на 22.2% г/г (до 270 млн. долл.), в результате чего рентабельность по EBITDA снизилась до 43.7% (-3.6 пп г/г). Величина долга Глобалтранса к концу 1П14 мало изменилась по сравнению с началом года и составила около 1 млрд. долл. (-1.4% к 4К13). В то же время, к концу 1П14 сумма денежных средств на балансе компании увеличилась до 124 млн. долл. (+19.2% к 4К13), что, вместе с тем, не смогло в полной мере компенсировать снижение EBITDA в 1П14.В результате, уровень долговой нагрузки Глобалтранса к концу 1П14 чуть повысился по сравнению с началом года и составил 1.5х чистый долг / EBITDA LTM (против 1.4х на конец 4К13). Отметим, что ухудшение временной структуры долгового портфеля компании к концу 1П14 было куда более заметным: за счет коротких обязательств было сформировано уже 57.4% портфеля, тогда как на начало года их доля составляла 27.3%.

Ключевым фактором, повлиявшим на динамику отраженных в отчете по итогам 1П14 финансовых результатов Глобалтранса, стало ослабление рубля в течение 1П14. Так, по данным Bloomberg, средний курс рубля к доллару (валюта отчетности компании) в 1П14 снизился на 12.7% г/г. Вследствие этого, средняя цена груженой отправки Глобалтранса в 1П14 снизилась на 15.3% г/г (до 797 долл.), что, во многом и предопределило динамику выручки, где также свой вклад внесло и сокращение среднего количества перевозок на единицу подвижного состава на 2.3% г/г. В то же время, на достаточно слабом рынке Глобалтранс смог увеличить грузооборот (с учетом привлеченного парка) на 2.4% г/г (до 80.6 млрд. тонно-км) на фоне роста среднего количества задействованного в операционной деятельности подвижного состава на 2.3% г/г (до 54.2 тыс. ед.) и удлинения в 1П14 средней длины груженой перевозки на 3.6% г/г (до 1.6 тыс. км). Кроме того, компании удалось повысить по итогам 1П14 эффективность использования парка: показатель общего порожнего пробега снизился до 51% (-2 пп г/г) за счет снижения порожнего пробега цистерн и хопперов на 8 пп г/г (до 102%).

Чистый операционный денежный поток Глобалтранса (за минусом процентных платежей) по итогам 1П14 снизился на 14.5% г/г (до 194 млн. долл.), в то же время, капитальные расходы снижались еще более быстрыми темпами (на 33.3% г/г), что позволило минимизировать сокращение свободного денежного потока, который в 1П14 составил 162 млн. долл. (-9.5% г/г). Сумма CAPEX компании в 1П14 составила всего 32 млн. долл., как и в прошлом году сохранившись на минимальном уровне в 0.1х EBITDA. Согласно комментариям менеджмента, в текущих условиях компания намерена минимизировать и объем капвложений, ограничившись инвестициями на поддержание текущего парка, и M&A-активность, сосредоточившись на повышении эффективности купленных в течение последних 2-х лет кэптивных операторов. При этом высвобождающиеся средства будут направляться на дивиденды. Так, в 1П14 весь свободный денежный поток был направлен на финансирование дивидендных выплат, которые составили около 175 млн. долл. Величина долга компании к концу 1П14 составила около 1 млрд. долл. (-1.4% к 4К13) и практически не изменилась к началу года. В то же время, долговая нагрузка чуть увеличилась, составив 1.5х в терминах чистый долг / EBITDA LTM к концу 1П14 (против 1.4х на конец 4К13), что стало следствием сокращения EBITDA компании в 1П14. В то же время, долговая

Ключевые финансовые показатели Глобалтранс по МСФО за 1П14

млн. долл.	1П14	1П13	%%
Выручка*	618	734	-15.8%
EBITDA	270	347	-22.2%
Операционная прибыль	184	247	-25.5%
Чистая прибыль	105	148	-29.1%
Рентабельность по EBITDA	43.7%	47.3%	-3.6 пп
Операционная рентабельность	29.8%	33.7%	-3.9 пп
Чистая рентабельность	17.0%	20.2%	-3.2 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	272	347	-21.6%
Чистый операцион. ден. поток**	194	227	-14.5%
CAPEX	32	48	-33.3%
Свободный денежный поток	162	179	-9.5%
млн. долл.	**1П14**	**2013**	**%%**
Активы	2 675	2 857	-6.4%
в т.ч. денежные средства	124	104	19.2%
Долг	1 000	1 014	-1.4%
доля краткосрочного долга	57.4%	27.3%	30.1 пп
Чистый долг	876	910	-3.7%
Капитал	1 456	1 582	-8.0%
CAPEX+M&A	32	283	-
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.1x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	0.1x	0.4x	-
Долг/EBITDA LTM	1.7x	1.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1.5x	1.4x	-
EBITDA/Процентные выплаты	5.9x	5.9x	-
Долг/Капитал	0.7x	0.6x	-

**показатель скорректирован на транзитные платежи*

***за вычетом процентных платежей*

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Глобалтранс в 1П14

Операционные показатели	1П14	1П13	%%
Грузооборот, млрд. тонно-км	**80.6**	**78.7**	**2.4%**
Всего подвижной состав, ед.	**65 448**	**64 945**	**0.8%**
в т.ч. собственный	60 842	61 399	-0.9%
в лизинге	4 606	3 546	29.9%
Коэффициент порожнего пробега	**51%**	**53%**	**-2.0 пп**
в т.ч. цистерны и хопперы	102%	110%	-8.0 пп
полувагоны	38%	37%	1.0 пп
Сред. кол-во подвижного состава, использован. в операц. деят-ти, ед.	54 203	52 968	2.3%
Сред. кол-во груж. перевозок на единицу подвижного состава	12.5	12.8	-2.3%
Сред. дистанция груж. перевозки, км	1 592	1 536	3.6%
Сред. цена груж. отправки, долл.	797	941	-15.3%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

нагрузка Глобалтранса сохранилась на достаточно умеренном уровне, тогда как больший негатив был связан с ухудшением временной структуры долга. Короткие обязательства к концу 1П14 формировали уже более половины портфеля (57.4%), тогда как на начало года их доля еще составляла 27.3%. Подводя итог, отметим, что удлинение дюрации долгового портфеля это, пожалуй, единственный, в этой части, насущный вопрос, который компании необходимо решить. Результаты компании, на наш взгляд, нейтральны для ее кредитных рейтингов, учитывая, что вся отрасль, на текущий момент, пребывает далеко не в лучшем виде.

Два коротких биржевых выпуска НПК характеризуются низкой ликвидность, а биды в бумагах стоят на близких к номиналу уровнях (99.85%), что неудивительно с учетом скорого погашения (в марте 2015 г). Биды транслируются в спрэд около 170 бп к кривой ОФЗ, что, на наш взгляд, снижает привлекательность облигаций НПК, поскольку близкий по дюрации выпуск ТрансКонтейнера (-/Ba3/BB+) индикативно торгуется с таким же спрэдом

Первичный рынок

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

Запсибкомбанк (B+/-/-): несмотря на сложную конъюнктуру рынка, выпуск предлагает неплохую доходность

Вчера Запсибкомбанк начал сбор заявок на участие в размещении нового выпуска облигаций серии БО-04 объемом 2 млрд. руб. Срок обращения займа составляет 3 года, при этом условиями выпуска предусмотрена полугодовая оферта. Ориентир по ставке купона составляет 13.0% годовых, что соответствует доходности к оферте 13.42% годовых. Закрытие книги запланировано на 4 сентября, а техническое размещение выпуска - на 08 сентября.

Запсибкомбанк - один из крупнейших банков Уральского федерального округа (65 место в рейтинге банков по активам), имеющий выраженный розничный уклон и обладающий в связи с этим, довольно обширной филиальной сетью, порядка 100 подразделений расположенных в крупнейших городах России. Акционерами банка являются ряд физических лиц, ни одно из которых не имеет контрольного пакета. При этом стоит отметить, что банк имеет некоторый административный ресурс в силу аффилированности акционеров и руководства банка с действующими органами власти. Как отмечалось нами ранее, Запсибкомбанк специализируется преимущественно на розничном кредитовании (порядка 75% в структуре валового кредитного портфеля), при этом доля корпоративного кредитования составляет менее 25%. В структуре розничных продуктов наибольшую долю занимают ипотечные и жилищные кредиты (более 50%), а также потребительские кредиты (более 45%). Специфика портфеля, на наш взгляд, объясняет довольно низкий для розницы уровень чистой процентной маржи (чуть более 8%) по сравнению с другими розничными игроками. В тоже время, учитывая результаты других розничных банков, Банк обладает довольно низким уровнем проблемной задолженности (NPL 30+ - 6.3%), хотя с начала года показатель вырос на 2.1 п.п. Возросший уровень NPL потребовал от банка доначисления резервов, несмотря на это, и довольно высокий уровень операционных расходов, по итогам 1П14 банк нарастил чистую прибыль до 988 млн руб. (+32.8 по сравнению с 1П13), оказав тем самым поддержку показателю достаточности банка (Н1 составил 11.84% на 01.08.2014). С точки зрения ликвидности, банк смотрится вполне приемлемо, хотя в 1П14 подушка ликвидности сократилась вдвое, на горизонте до года совокупный разрыв ликвидности не превышает 1 млрд руб. (1% от совокупных активов)

Текущая ситуация на рынке облигаций является неблагоприятной для размещений эмитентов в верхнем сегменте доходности. В тоже время, на наш взгляд, выпуск может быть интересен для группы инвесторов лояльных к риску, так как выпуск Запсибкомбанка предлагает достойные уровни доходности при короткой дюрации и на фоне неплохого кредитного профиля банка. Так заявленный ориентир доходности нового предложения дает спред на уровне 490 бп. к ОФЗ, что соответствует минимальной премии по бидам, в размере 20-30 бп., к сопоставимому по дюрации собственному обращающемуся выпуску Запсибкомбанк БО-03 (YTP по биду - 13.2%/D – 0.5 г.). Отметим также, что на рынке имеются выпуски со схожей дюрацией других более крупных розничных банков (Восточный Экспресс и Банк Русский Стандарт), которые предлагают внушительную премию к ориентирам нового выпуска, но одновременно с этим характеризуется заметно худшимb финансовыми результатfми, что подтвердили недавно опубликованные отчеты.

Запсибкомбанк БО-04

Основные параметры выпусков	
Эмитент	ОАО Запсибкомбанк
Рейтинги (S&P/M/F)	B+ / - / -
Ломбардный список ЦБ	да
Номинальный объем	2 000 млн. руб.
Оферта	Через полгода @ 100%
Срок обращения	3 года
Купонный период	182 день
Ориентир по купону	13.00% годовых
Ориентир по YTP	13.42% годовых
Дюрация	0.6 года
Организаторы	УРАЛСИБ Кэпитал

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

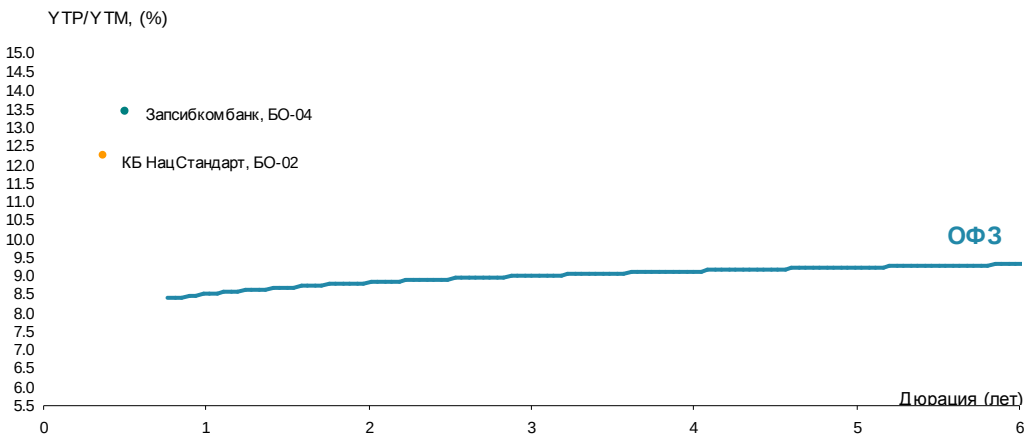
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
КБ НацСтандарт, БО-02 (допразм.)	- / B3 / -	да	1 000	12.26	н/д	03.09.2014	нет / 0.37 г	0.37 г / 3.88
Внешэкономбанк, БО-11	BBB- / Baa1 / BBB	да	20 000	10.11	н/д	04.09.2014	нет / 8.02 г	нет / 15 лет
Запсибкомбанк, БО-04	B+ / - / -	да	2 000	13.42	04.09.2014	08.09.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 3 г

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 YTP/YTM, % годовых	Фактическая YTP/YTM, % годовых	Дата размещения	Амортизация Дюрация
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- / Ba1 / 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- / 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



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.