

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Чепрагин Дмитрий
d.chepragin@zenit.ru

Газпромбанк (BBB-/Baa3/BBB-): нейтральные результаты в отчетности за 4К13 г., суборды выглядят привлекательнее старших выпусков

В конце прошлой недели вслед за Сбербанком Газпромбанк (далее ГПБ), занимающий 3-е место по активам в рейтинге банков, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4К13 г., которые мы оцениваем как нейтральные. Как и Сбербанк в 4К13 г. с точки зрения масштабов бизнеса ГПБ смотрелся довольно сильно, темпы роста кредитного портфеля составили порядка 10% кв/кв. Основу роста портфеля по-прежнему обеспечивает сегмент корпоративного кредитования (+10.5% кв/кв), занимающий 88% в структуре портфеля, при этом прирост в рознице выглядел чуть слабее (+6.5% кв/кв), тем самым снизив долю в портфеле до 12%. Отметим, что в 2014 г. ГПБ не планирует столь существенные темпы роста кредитования (в корпоративном сегменте не превысят 7%, а в розничном - 20%), что выглядит вполне логично, учитывая сложившуюся макроэкономическую ситуацию. К позитивным моментам отчетности можно отнести незначительный, но все-таки рост чистой процентной маржи (3.6%; +0.2 п.п.), обусловленный снижением стоимости ресурсной базы, а также улучшением структуры активов. По итогам 4К13г. ГПБ подтвердил статус Банка с одним из лучших показателей по уровню просрочки: NPL 90+ сократился до 0.9% (-0.1 п.п. кв/кв). В тоже время ГПБ придерживается консервативной политики резервирования (коэффициент покрытия резервами составляет 3.5x), что, на наш взгляд, может объясняться отраслевой разбивкой кредитного портфеля, а именно наличием в портфеле большой доли металлургических и угольных компаний (порядка 20%). В тоже время растущий уровень резервов и операционных расходов оказали давление на конечный результат Банка в 4К13г. Так рост процентных и комиссионных доходов был полностью «съеден», тем самым уровень чистой прибыли сократился на 22% кв/кв до 9 млрд руб. Снижение прибыли негативно сказалось на уровне эффективности (ROaE – 2.3%), а также достаточности капитала (Total capital ratio 13.2%, Tier 1 – 9.9%). Любопытно, что в 4К13 г. ГПБ продолжил оказывать поддержку капиталу, как за счет капитализации прибыли, так и привлечения инструментов капитала 2 уровня, но активы Банка росли опережающими темпами. В 4К13г. рост бизнеса ГПБ был профинансирован в большей степени за счет средств клиентов, в меньшей за счет оптового фондирования, при этом уровень долговой нагрузки в терминах Оптовое фондирование/Активы остался практически неизменным 0.21x. Отметим, что в рамках МБК наблюдался рост задолженности перед ЦБ РФ, что является одним из признаков нехватки ликвидности банку в 4К13г.

Учитывая геополитические риски, а также в связи с этим высокую вероятность негативных рейтинговых действий на рынке евробондов наблюдалось расширение спреда по выпускам Газпромбанка. Причем по старшим выпускам премия к выпускам Сбербанка выросла до 90 бп (+20 бп к началу года), а по субордам до 180 бп (+100 бп.) Что касается рублевого рынка, то там выпуски Газпромбанка торгуются на уровне других госбанков, имеют ограниченную активность и не предлагают особых идей.

Финансовые показатели Газпромбанк по МСФО

млн. руб.	4к13	3к13
Процентные доходы	59 371	54 878
Чист. % доходы	25 896	23 184
Комиссионный доход	4 259	2 881
Чистая прибыль	9 082	11 595
Ликвидная позиция	521 861	451 057
Вложения в ценные бумаги	372 206	394 327
Чист. ссудная задолженность	2 355 869	2 141 360
ВСЕГО АКТИВЫ	3 646 980	3 375 557
Капитал	397 474	382 150
Оптовое фондирование	747 640	663 375
Средств у клиентов	2 260 816	2 081 710
Достаточность капитала 1 ур	9.9%	10.1%
Достаточность капитала	13.2%	14.0%
Чистая % маржа	3.6%	3.4%
Опт. Фондир.(Долг+МБК) / Актив	0.21	0.20
NPL 90+/Кред. портфель	0.9%	1.0%
ROaE	2.3%	3.1%

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

РУСАЛ (NR): сокращение производства и ухудшение кредитных метрик в 2013 г. в рамках ожиданий, бумаги продолжают торговаться на distress-уровнях

В конце прошлой недели Русал опубликовал финансовую отчетность за 2013 г. Представленные компанией данные отражают продолжение нисходящего ценового тренда на рынке алюминия на фоне все еще избыточного предложения (с учетом существующих в мире запасов) и снижения производства на неэффективных мощностях. Напомним, что ранее РУСАЛ сообщил о сокращении производства алюминия на 7.6% г/г (до 3 857 тыс. тонн), что совсем немного ниже собственного прогноза: в 2013 г. компания намеревалась сократить выпуск металла примерно на 9% к уровню 2012 г. Сокращение производства в 2013 г. было достигнуто за счет остановки завода в Нигерии и ряда неэффективных мощностей в европейской части России, а также за счет сокращения выпуска на сибирских предприятиях компании. Дальнейшие планы предполагают снижение производства в 2014 г. на 9% г/г (до 3.5 млн. тонн). В 2014 г. РУСАЛ ожидает сохранения темпов роста мирового спроса на металл на уровне прошлого года, по итогам которого мировое потребление выросло на 6% г/г. Без учета устойчиво профицитного Китая, дефицит на мировом рынке алюминия должен увеличиться до 1.4 млн. тонн (против 0.6 млн. тонн в 2013 г.). Отметим, что по итогам 2013 г. мировое производство алюминия (без учета Китая), в целом, сохранилось на уровне 2012 г. (снижение на 48 тыс. тонн – до 25.66 млн. тонн), то есть усилила крупнейших мировых производителей по ограничению предложения принесли определенные плоды. Надо сказать, что и китайское правительство в течение 2013 г. принимало меры по снижению выплавки металла за счет закрытия устаревших и неэффективных в сложившихся ценовых условиях предприятий, что позволило сбалансировать китайский рынок, а к концу 2013 г. в Китае даже наблюдался дефицит в 340 тыс. тонн.

Сохранение позитивных прогнозов относительно мирового рынка алюминия на фоне готовности ведущих производителей ограничивать физическое предложение металла, а также высокий спрос на алюминий со стороны финансовых игроков, по мнению РУСАЛа, будут способствовать повышению премий, которые к концу 2013 г. достигли рекордных уровней. Так, после снижений премий в середине 2013 г., которые были обусловлены угрозой ускоренной разгрузки складов LME и быстрого роста предложения физического металла на рынке из-за неопределенности вокруг новых правил складирования металла, к концу 2013 г. премии за немедленную поставку по спотовым контрактам в Европе достигли 210-230 долл. за тонну, а в январе 2014 г. подскочили уже до 275-315 долл. В то же время, в свете последних новостей об успехе РУСАЛа в лондонском суде, который посчитал, что LME не имеет права в одностороннем порядке пересматривать условия складирования и обязал биржу вернуться к консультациям с заинтересованными сторонами, можно говорить о сохранении премий в ближайшее время на относительно высоком уровне.

Переходя непосредственно к финансовым показателям компании, отметим, что выручка РУСАЛа в 2013 г. сократилась на 10.4% г/г (до 9 760 млн. долл.), что стало следствием как сокращения физических объемов отгрузки, так и снижения средних цен реализации на 2.9% г/г (до 2 154 долл./тонна). Показатель EBITDA снизился на 28.9% г/г (до 651 млн. долл.), что, помимо фактора снижения выручки, было обусловлено более медленными темпами снижения себестоимости (на 8.7% г/г) и D&A-расходов (на 9% г/г). В результате, рентабельность по EBITDA в прошлом году до 6.7% (-1.7 пп г/г). В то же время, в 2013 г. темпы снижения cash-cost тонны алюминия РУСАЛа (-2% г/г) приблизились к темпам снижения средней продажной цены на LME. Капзатраты РУСАЛа в 2013 г. составили 553 млн. долл., что на 10.4% превышает аналогичные расходы 2012 г. В относительном выражении CAPEX компании вырос до 0.8x EBITDA (против 0.5x в 2012 г.) – в большей степени за счет быстрого сжатия EBITDA. Рост инвестиций, существенное снижение чистого операционного потока, а также значительные выплаты по процентам увеличили свободный денежный поток в глубоко отрицательную зону – дефицит средств составил 776 млн. долл. Кроме того, в 2013 г. РУСАЛ также сократил тело долга на 465 млн. долл. Финансирование этих расходов было обеспечено за счет

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа по МСФО за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка	9 760	10 891	-10.4%
ЕБИТДА	651	915	-28.9%
Операционная прибыль	(1 804)	60	-
Чистый убыток	(3 222)	(528)	x6.1
Рентабельность по EBITDA	6.7%	8.4%	-1.7 пп
Операционная рентабельность	-	-	-
Чистая рентабельность	-	-	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	717	883	-18.8%
Чистый операцион. ден. поток	408	1 092	-62.6%
CAPEX	553	501	10.4%
Свободный денежный поток*	(776)	(19)	x40.8

млн. долл.	2013	2012	%
Активы	20 580	25 210	-18.4%
в т.ч. денежные средства	716	505	41.8%
Долг	10 825	11 334	-4.5%
доля краткосрочного долга	15.5%	8.2%	7.3 пп
Чистый долг	10 109	10 829	-6.6%
Капитал	6 650	10 732	-38.0%
CAPEX/EBITDA	0.8x	0.5x	-
Долг/EBITDA	16.6x	12.4x	-
Чистый долг/EBITDA	15.5x	11.8x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	1.0x	1.5x	-
Долг/Капитал	1.6x	1.1x	-

*за вычетом уплаченных процентов

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей РУСАЛа в 2013 г.

тыс. тонн	2013	2012	%
Производство алюминия	3 857	4 173	-7.6%
Производство глинозема	7 310	7 477	-2.2%
Производство бокситов	11 876	12 365	-4.0%
Производство нефелинов. руды	4 662	4 947	-5.8%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

дивидендных поступлений (в основном, со стороны НорНикеля) на 866 млн. долл. и еще 620 млн. долл. за акции НорНикеля, проданных Millhouse Романа Абрамовича еще в 2012 г. (фактические выплаты были проведены во 2К13).

Долг РУСАЛа на конец 4К13 снизился на 4.5% к началу года – до 10 825 млн. долл. Снижение долга, впрочем, не привело к существенным изменениям в части долговой нагрузки. Ситуация остается стабильно тяжелой: на конец года чистый долг компании сохранялся на уровне выше 10 млрд. долл., а отношение чистый долг/ЕБИТДА повысилось до 15.5x (против 11.8x на начало года) из-за сокращения денежных потоков. Единственным светлым моментом здесь, пожалуй, является преимущественно долгосрочная структура долга: краткосрочный долг составил 15.5% против 8.2% на начало года. Согласно комментариям менеджмента РУСАЛа, сейчас компанией достигнуты договоренности относительно ковенантных каникул по PXF-кредиту на 4.5 млрд. долл. с подавляющим большинством участников синдиката, что позволяет надеяться на успешное завершение переговоров. В конце концов, у кредиторов, вероятно, нет особого желания ухудшать положение РУСАЛа, который, в текущих условиях, поддерживает свою кредитоспособность за счет внешних факторов: дивидендов НорНикеля и доступа к рефинансированию.

Выпуски Русала продолжают торговаться на distress-уровнях, впрочем, на фоне распродаж этого месяца, бумаги перестали так уж выделяться на общем фоне. В марте бумаги двигались вместе с рынком: так, с началом политического обострения вокруг Украины более короткий и менее ликвидный РУСАЛ Братск 07 потерял 10 фигур в цене и опускался до уровня около 90% от номинала, сейчас котировки отросли до уровня в 93%. Впрочем, здесь нужно отметить, что большая часть этого выпуска (73%) была выкуплена в ходе оферты, исполненной 4 марта. Более ликвидный РУСАЛ Братск 08 в рамках того же временного промежутка потерял в цене около 5.2 пп, локальный минимум был достигнут на уровне 85.12%, а на текущий момент выпуск немного скорректировался вверх – до 86.53% от номинала.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

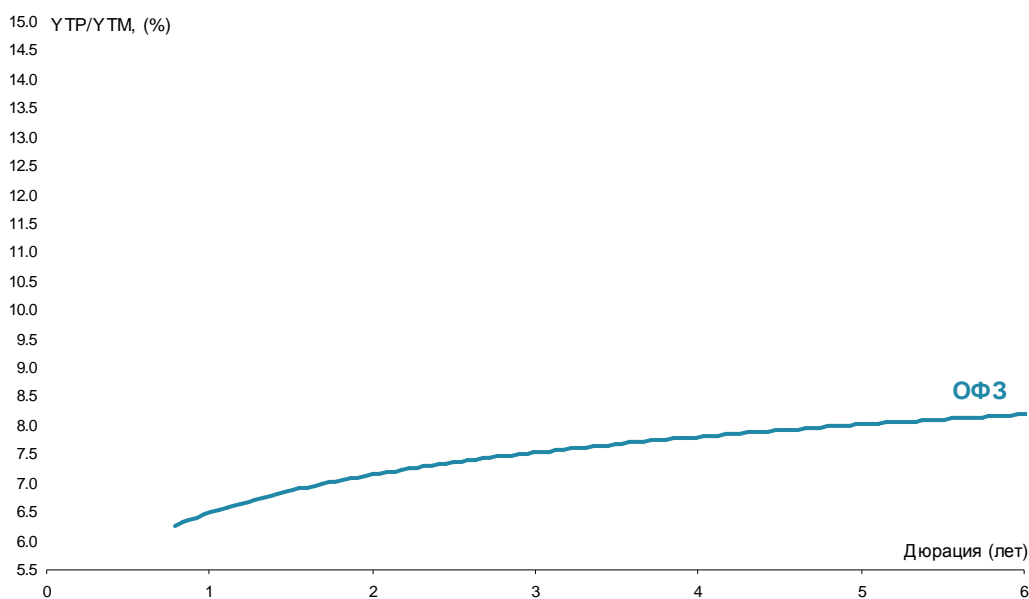
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
--------	------------------	------------------------------------	------------------------------	-----------------------------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

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	- / Va3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Va3 / 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 / Vaa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Vaa1 / 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.
Рисланд, 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 / Vaa1 / 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.



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

Макроэкономика
 Макроэкономика/кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Количественный анализ
 Акции

Акции
 Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

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

Рублевые облигации

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

ibcm@zenit.ru
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.