

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

ХКФ Банк (В1/-ВВ-): умеренно негативные результаты за 3К14 г., бумаги торгуются на уровне аутсайдеров рынка

Вчера ХКФ Банк предоставил консолидированные финансовые данные по МСФО за 3К14 г., которые, как и во 2К14, оказались, на наш взгляд, довольно слабыми. На фоне сокращения кредитного портфеля банку по-прежнему не удалось справиться с растущим уровнем проблемной задолженности, который в итоге привел к возросшему уровню резервных отчислений и не позволил банку выйти в плюс по чистой прибыли.

Очевидно, что в 3К14 г. ХКФ Банк продолжил придерживаться выбранной в начале года стратегии, где акцент был сделан не на росте кредитного портфеля, а, в первую очередь, на его качестве, чтобы в конечном счете снизить давление на P&L банка. В итоге в 3К14 г. рост активов (+3.3% кв/кв) был обеспечен преимущественно за счет аккумуляции денежной подушки (+26% кв/кв), а также наращивания вложений в ценные бумаги (+55% кв/кв). При этом валовый кредитный портфель продолжил сокращаться (-2.6% кв/кв), причем практически по всей продуктовой линейке. В итоге такие перестановки в структуре активов негативно отразились на эффективности банка, уровень чистой процентной маржи сократился до 17.8% (-1 п.п. кв/кв). Позитивным же эффектом от выбранной стратегии в 3К14 г. стало заметное снижение показателя стоимости риска до 19.6%, что в отличие от других розничных банков уже является неплохим результатом. Хотя в тоже время, более взвешенная политики банка по управлению ростом бизнеса по-прежнему не позволила ХКФ Банку сократить уровень «плохих активов». Так показатель NPL 90+ в 3К4 г. продемонстрировал рост на 0.7 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом, прибавив до 16.8%. Но стоит отметить, что, несмотря на снижение коэффициента покрытия резервами проблемной задолженности, NPL 90+ в 3К4 г. все же был полностью перекрыт за счет резервных отчислений. Обратной же стороной резервов по-прежнему явилась их негативная проекция на итоговый результат банка. Хотя убыток в 3К14 г. и был заметно меньше, чем во 2К14, улучшение в показателе было обусловлено все же, в первую очередь, оптимизацией административных расходов (Cost-to-Income снизился до 0.35x), а именно снижением затрат на оплату труда (-24.3% кв/кв), что может быть следствием сокращения штата сотрудников.

Все же позитивным моментом от сокращения чистого убытка стала небольшое улучшение показателя достаточности собственного капитала (Total capital ratio - 23.9%, Tier 1 – 16.4%), который к слову традиционно является сильной стороной банка и на протяжении всего года находился на комфортном уровне. Также в качестве сильной стороны ХКФ банка можно отнести, довольно низкую зависимость от оптового фондирования, долговая нагрузка которого в терминах Оптовое фондирование/Активы не поднимается выше 0.2x.

Как на рублевом рынке облигаций, так и евробондов выпуски ХКФ Банка торгуются на уровне аутсайдеров рынка, что помимо сложной конъюнктуры рынка, на наш взгляд, является отражением слабых финансовых отчетов. На рынке евробондов у банка обращаются 2 суборда, которые торгуются с близким к максимальному спредам к кривой UST в диапазоне 1100-1200 бп. На рублевом рынке ХКФ Банк представлен 2 выпусками, которые, характеризуются низкой ликвидностью, но, все же видно, что доходности по бумагам по выпускам находятся не далеко от доходностей бумаг Банк Русский Стандарт. Так, например, УТР выпуска ХКФ Банк, БО-02 по бумагам находится в районе 17.39% на дюрацию 1.15 г.

Ключевые финансовые показатели ХКФ Банка за 3М14

млн. руб.	3К14	2К14
Процентные доходы	17 739	18 863
Чистые % доходы	11 463	12 525
Чистый комиссионный доход	4 824	4 644
Чистая прибыль	(161)	(747)
Ликвидная позиция и		
размещенные депозиты	61 625	48 889
Вложения в ценные бумаги	12 038	7 757
Чист. судная задолженность	243 025	249 453
ВСЕГО АКТИВЫ	343 605	332 500
Капитал	50 003	49 396
Оптовое фондирование	47 783	39 487
Средства клиентов	211 944	213 858
Расчетные показатели		
Достаточность капитала 1 уровня	16.4%	16.1%
Достаточность капитала	23.9%	23.7%
Чистая % маржа	17.8%	18.8%
Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы	0.14	0.12
Cost-to-Income	0.35	0.42
NPL 90+ Кредитный портфель	16.8%	16.1%
Резервы/Кредитный портфель	17.2%	16.8%
Резервы/NPL 90+	102.5%	107.2%
ROaE	-	-

Источник: Данные Банка, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Мечел (Moody's: Caa3/Neg): некоторый позитив в отчетности за 3К14, судьба компании в руках Правительства и госбанков

Вчера Мечел опубликовал финансовую отчетность по US GAAP за 3К14 и по итогам 9М14 в целом. Раскрытые данные оказались несколько лучше наших ожиданий и содержат определенный позитив. Так, в 3К14 темпы снижения выручки сохранились на уровне предыдущих кварталов и, по итогам 9М14 в целом, показатель снизился на 25.1% г/г (до 5 032 млн. долл.), а темпы снижения EBITDA, за тот же период, и вовсе замедлились до 21.5% г/г (до 470 млн. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA компании за 9М14 чуть подросла и составила 9.3% (+0.4 пп г/г). Долг компании (включая лизинговые обязательства) к концу 3К14 снизился на 12.6% к началу года и составил 8 237 млн. долл. Сокращению долга способствовало как его погашение, так и, в значительной мере, ослабление рубля в течение 9М14 (по итогам 4К14 этот эффект будет куда более сильным), учитывая, что более половины долга Мечела номинировано в рублях. Вместе с тем, компания нарушила обязательства перед кредиторами, что привело к реклассификации долга: его краткосрочная часть к концу 3К14 достигла 94.5% против 17.1% на начало года. В свою очередь, падение EBITDA и снижение остатков денежных средств на балансе (почти в 4 раза к началу года, до 72 млн. долл.) привело к повышению долговой нагрузки компании к концу 3К14 до 13.6x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 12.5x на начало года).

Сокращение финансовых результатов Мечела по итогам 9М14 произошло как в результате сокращения физических объемов продаж, прежде всего железорудного концентрата (снизились в 3 раза г/г), а также различных типов углей (на 3-9% г/г) и металлургической продукции. Так, отгрузки сортового проката снизились за 9М14 на 16.9% г/г, плоского проката – на 29.1% г/г, метизов – на 10.6% г/г. Такая динамика показателей была обусловлена, с одной стороны, остановкой добычи угля на американском Mechel Bluestone и прекращением сотрудничества с Группой Эстар, к чему также добавилось сокращение оборотного капитала (компания была вынуждена извлекать средства для обслуживания гигантских процентов по долгу). К этому добавилось и падение цен на коксующийся уголь (более чем на 15% г/г за 9М14) и железную руду (более чем на 20%). В то же время, снижающиеся цены на сырье привели заметному повышению уровня рентабельности по EBITDA в рамках металлургического сегмента, которая в 3К14 достигла 13.9%. К тому же, поддержку рентабельности компании оказала и девальвация национальной валюты, внесшая вклад в снижение номинированных в рублях издержек Мечела (SG&A-расходы за 9М14 снизились на 13.6% г/г).

Впрочем, несмотря на некоторое улучшение финансовых показателей Мечела в 3К14, отчетность за 9М14 свидетельствует о достижении компанией критического уровня платежеспособности. Начиная с 4К13 валовой денежный поток Мечела (до изменений в оборотном капитале) был отрицательным, а за 9М14 этот показатель составил уже -183 млн. долл. Тем не менее, чистый операционный денежный поток за 9М14 составил около 700 млн. долл. (рост более чем в 2 раза г/г), в основном, благодаря высвобождению средств из оборотного капитала. Кроме того, компания снизила инвестиции, объем которых за 9М14 составил 454 млн. долл. (-18.1% г/г) или 1x EBITDA за период. В итоге, свободный денежный поток Мечела за 9М14 составил 245 млн. долл. (в прошлом году был дефицит на 241 млн. долл.). Эти деньги, наряду с запасами ликвидности на балансе, были использованы, главным образом, для погашения долга (на 359 млн. долл.) и финансирования небольших M&A-сделок (всего на 40 млн. долл.). В результате, объем денежных средств на счетах компании снизился до 72 млн. долл. (против 275 млн. долл. на начало года). Таким образом, запас ликвидности Мечела подходит к концу, изъятие средств из оборотного капитала также не может идти постоянно, равно как и финансирование за счет средств контрагентов, которые активно судятся со структурами Мечела по неплатежам. К этому нужно добавить, что компания уже даже формально не в состоянии в полной мере платить проценты по долгу. За 9М14 объем процентных платежей превысил EBITDA. То есть, если Мечелу не удастся, в ближайшее время, продать какие-либо активы (речь идет, в первую очередь, об американской Bluestone), либо ценовая конъюнктура на коксующийся уголь заметно не улучшится (что маловероятно), кредиторам придется согласиться уже на введение каникул даже по процентным платежам. По нашим оценкам, в этом году компания сможет заработать порядка 600-700 млн. долл. EBITDA, тогда как выплаты по процентам в

Ключевые финансовые показатели Мечела по US GAAP по итогам 9М14

млн. долл.	9М14	9М13	%%
Выручка	5 032	6 718	-25.1%
ЕВITDA*	470	599	-21.5%
Операционная прибыль/(убыток)	79	(596)	-
Чистый убыток	(1 219)	(2 244)	-45.7%
Рентабельность по EBITDA	9.3%	8.9%	0.4 пп
Операционная рентабельность	1.6%	-	-
Чистая рентабельность	-	-	-
Операцион. денежный поток до изм. ОК	(183)	30	-
Чистый операционный денежный поток	699	313	x2.2
CAPEX	454	554	-18.1%
Свободный денежный поток	245	(241)	-

млн. долл.	9М14	2013	%%
Активы	11 384	13 835	-17.7%
в т.ч. денежные средства	72	275	-73.8%
Долг**	8 237	9 425	-12.6%
доля краткосрочного долга	94.5%	17.1%	77.4 пп
Чистый долг	8 165	9 150	-10.8%
Капитал	(221)	812	-
CAPEX/EBITDA	1.0x	1.0x	-
Долг/EBITDA LTM	13.7x	12.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	13.6x	12.5x	-
ЕВITDA/Расходы по процентам	0.8	1.2	-
Долг/Капитал	-	11.6x	-

*показатель скорректирован на неоперационные и неденежные доходы и/или расходы

**включая обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных результатов Мечела за 9М14

тыс. тонн	9М14	9М13	%%
Производство			
Уголь	17 008	20 430	-16.7%
Чугун	2 910	2 908	0.1%
Сталь	3 182	3 648	-12.8%
Продажи сырья внеш. покупателям			
Железорудный концентрат	1 023	3 062	-66.6%
Концентрат коксующегося угля	6 112	6 650	-8.1%
Антрациты	1 369	1 504	-9.0%
Угли РС1	2 443	2 567	-4.8%
Энергетические угли	3 090	3 181	-2.9%
Кокс	851	768	10.8%
Общие продажи металлопродукции*			
Сортовой прокат	2 283	2 747	-16.9%
Плоский прокат	332	468	-29.1%
Товарная заготовка	80	651	-87.7%
Метизы	584	653	-10.6%
Покровы и штамповки	105	128	-18.0%

*включая продукцию сторонних производителей

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

целом за год составят более 700 млн. долл.

Впрочем, динамика операционных и финансовых результатов Мечела уже давно не оказывает определяющего влияния на перспективы компании в том смысле, что в течение последнего года речь идет уже просто о физическом выживании Мечела. Так, рынок все лето ждал принципиального решения Правительства по дальнейшей судьбе компании, однако такого решения нет до сих пор. Напомним, что речь шла о двух вариантах дальнейшего развития событий: первый предполагал отказ от дальнейшей поддержки компании (то есть, банкротство), что чревато для госбанков убытками от обесценения активов и досоздания резервов, не говоря уже о социальном аспекте этой проблемы. Второй вариант предполагал сохранение поддержки со стороны госбанков, которые, в таком случае конвертируют свой долг в капитал Мечела, что привело бы к сокращению доли основного бенефициара Игоря Зюзина примерно до 5%. В конце лета – начале осени риторика со стороны руководства госбанков и некоторых чиновников Правительства по отношению к Мечелу заметно ужесточилась, лейтмотивом стали заявления о том, что не имеет смысла реструктурировать долги компании. На этом фоне Сбербанк и ВТБ подали на Мечел в суд, вынеся разбирательства по просроченным кредитам в публичную плоскость. И если, до последнего времени, эти события не являлись однозначным сигналом к тому, что было принято принципиальное решение банкротить Мечел – небольшая, относительно общей задолженности, сумма исков ВТБ и Сбербанка (в общем, около 4.5 млрд. руб.) скорее говорила о желании госбанков усилить свои переговорные позиции в споре с менеджментом Мечела, – то последние новости свидетельствуют о том, что терпение госбанков подходит к концу. Так, на прошлой неделе суд удовлетворил иск к компании со стороны ВТБ на 3 млрд. руб., но что более важно – в ходе заседания стало известно, что банк потребовал досрочного погашения долга еще на 47 млрд. руб. Это говорит о том, что у руководства Мечела остается все меньше времени. С другой стороны, в суд пока не пошел основной кредитор компании – Газпромбанк. Наоборот, Мечелу даже удалось договориться о переносе платежей по кредиту на 170 млн. долл. на 2015 г. Более того, компания сообщила, не раскрывая подробностей, что согласовала с Газпромбанком некий “компромиссный” вариант реструктуризации долга, а также направила его ВТБ и Сбербанку, и надеется достичь взаимопонимания со всеми кредиторами.

В заключение напомним, что в начале октября Moody's вновь понизило рейтинг Мечела до уровня Саа3 с негативным прогнозом (первое снижение было еще в марте – до Саа1/Negative), добавив, что даже наиболее благоприятный сценарий, подразумевающий реструктуризацию долга компании, будет неизбежно чреват потерями для ее кредиторов. В контексте публичного долга отметим, что облигации Мечела уже очень давно превратились в инструмент, интересный исключительно агрессивным инвесторам, четко отдающим себе отчет, насколько большие риски они на себя принимают.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

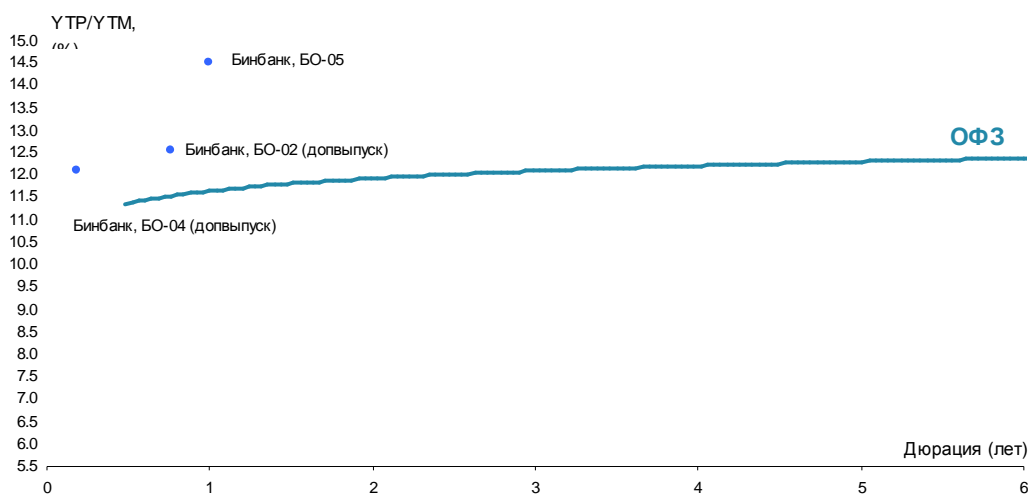
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	12.56	08.12.2014	10.12.2014	нет / 0.76 г	0.9 г / 1.9 г
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	12.12	08.12.2014	10.12.2014	нет / 0.18 г	0.2 г / 5.2 г
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	14.49	08.12.2014	10.12.2014	нет / 1 г	1 г / 6 лет
РГС-Недвижимость, БО-04	NR	нет	3 000	н/д	10.12.2014	15.12.2014	н/д	н/д / 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 УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.25 г
Банк МИБ, ОЗ	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.41 г
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
Юникредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Ba1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@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

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.