

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Металлоинвест (BB/Ba2/BB): финансовые результаты 2014г.

Вчера Металлоинвест - крупнейшая российская горнорудная компания - раскрыла отчетность по МСФО за 2014г. Представленные данные выглядят неплохо с учетом сложной ценовой конъюнктуры внешних рынков металлургического сырья. Наши основные наблюдения и выводы из отчета представлены ниже.

- Операционные результаты Металлоинвеста выглядят нейтрально: рост производства и объемов продаж в горнорудном сегменте по году находится в пределах +1%. В металлургическом – ситуация противоположная: объемы снизились в пределах того же 1%. С точки зрения влияния на финансовый результат, эти факторы не являются существенными.
- Существенное влияние на доходы компании в 2014г. и особенно в 4 квартале оказывали 2 противоположных фактора. В первую очередь, это цены на мировых рынках горнорудного сырья. Здесь ситуация по-прежнему оставалась сложной: во 2П14 цены обновили трехлетние минимумы и привели к снижению долларовой выручки компании более чем на 13%. Второй фактор – девальвация рубля, а с ней и рублевых издержек компании. Этот фактор в основном пришелся на 4 квартал, а его главным итогом стал скачек рентабельности компании до рекордных значений с 2011-2012гг., что позволило примерно наполовину компенсировать негативное влияние низких цен на EBITDA и денежные потоки.
- Чистый операционный денежный поток Металлоинвеста остался на уровне 2013г., главным образом, благодаря снижению издержек и сокращению оборотного капитала. Капвложения сохранились на привычном для компании уровне (CAPEX/EBITDA 0.3x), и в основном носили поддерживающий характер.
- Значительную поддержку ликвидному профилю Металлоинвеста оказали поступления от продажи 1.8% АДР ГК НорНикель за \$588 млн. В сумме со свободным денежным потоком это позволило компании сократить чистый долг на \$1.3 млрд., а долговую нагрузку до Ч.Долг/EBITDA 2.1x.

В целом, на наш взгляд, компания имеет неплохие шансы преодолеть период сложной рыночной конъюнктуры с минимальным ущербом объективным показателям кредитоспособности. С точки зрения заявленных для Металлоинвеста рейтинговых ограничений, позитивно выглядят показанные в отчете снижение долговой нагрузки и рост маржи. В противоположную сторону играют системные для компании риски в виде ценовой конъюнктуры мировых рынков ЖРС и геополитических процессов, которые, видимо, останутся определяющими для агентств, как минимум, в перспективе ближайших кварталов.

Рублевые выпуски компании неликвидны, индикативные биды в трехлетних выпусках Металлоинвест 02 и Металлоинвест 03 находятся на уровне YTM 16.5-17%. Евробонд METINR-16 (YTM 6.6% D 1.3г.) с начала года торговался заметно лучше рынка и снизил доходность на 3.5 фигуры до 6.6% к погашению в июле 2016г. Дальний выпуск METINR-20 с начала года в целом выглядел на уровне средней динамики рынка и сузил спред к UST на 120 бп. В рамках сектора спреда бумаги к выпускам Северстали CHMFRU-22 и НЛМК NLMKRU-19 сузились соответственно с 250 и 300 бп до 200 бп и с ретроспективной точки зрения сохраняют потенциал сужения еще, как минимум, на 50 бп.

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста по итогам 2014

млн. долл.	2014	2013	%%
Выручка	6 367	7 324	-13.1%
EBITDA	1 961	2 291	-14.4%
Операционная прибыль	2 011	1 874	7.3%
Чистая прибыль	66	1 080	-93.9%
Рентабельность по EBITDA	30.8%	31.3%	-0.5 пп
Операционная рентабельность	31.6%	25.6%	6.0 пп
Чистая рентабельность	1.0%	14.7%	-13.7 пп

Операц. ден.поток до изм. в ОК	1 887	2 147	-12.1%
Чистый операцион. денеж. поток	1 348	1 312	2.7%
CAPEX	596	531	12.2%
Свободный денежный поток	752	781	-3.7%

млн. долл.	2014	2013	%%
Активы	7 266	10 451	-30.5%
в т.ч. денежные средства	550	523	5.2%
Долг	4 734	5 965	-20.6%
доля краткосрочного долга	13.6%	3.2%	10.4 пп
Чистый долг	4 184	5 442	-23.1%
Капитал	1 645	2 959	-44.4%

CAPEX/EBITDA	0.3x	0.2x	-
Долг/EBITDA LTM	2.4x	2.6x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.1x	2.4x	-
EBITDA/Процентные платежи	4.9x	5.5x	-
Долг/Капитал	2.9x	2.0x	-

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

ОАО КБ «Центр-инвест» (В1/-/-): финансовые результаты 2014г.

Вчера ОАО КБ «Центр-инвест» (В1/-/-), далее Банк, провел презентацию для инвесторов, где представил финансовую отчетность по МСФО за 2014г, которую, несмотря на снижение качества активов характерного в целом для банковского сектора, а также сложные геополитические и экономические условия в России, мы оцениваем достаточно позитивно.

Увеличение чистого кредитного портфеля (+17.4% г/г) было обеспечено преимущественно ростом кредитов МСБ до 30,5 млрд. руб. (+10.9% г/г) и розничного кредитования до 34 млрд. руб. (+29.3% г/г), что в комплексе с низкой стоимостью фондирования от международных финансовых институтов позволило сохранить высокую чистую процентную маржу – 6.3%. Несмотря на продолжающийся рост доли розничного кредитования (до 45% портфеля; +4.0 пп за 2014г.) при сохранении высокой доли кредитов МСБ (40.3%), качество кредитного портфеля остается на приемлемом уровне в рамках сектора: NPL 90+ на конец 2014г. составляет 5.3% (+1.0 пп за 2014г.)

Рост ссудного портфеля позволил увеличить чистые процентные доходы до 4.6 млрд. руб. (+15.0% г/г). Однако, некоторое снижение его качества, привело к росту резервных отчислений до 1.5 млрд. руб. (+84.3% г/г). В результате, чистые процентные доходы после резервов снизились до 3.1 млрд. руб. (-3.4% г/г). Также, рост административных и операционных расходов (+4.2% г/г) и снижение чистых комиссионных доходов (-1.4%) привели к сокращению чистой прибыли до 1.11 млрд. руб. (-21.4% г/г), что, в свою очередь, обеспечило некоторое снижение показателей рентабельности: ROaE – 12.1% (-5.2 пп по сравнению с 2013г.). Тем не менее, на наш взгляд, уровень рентабельности Банка достаточно приемлемый по сравнению с другими банками. Несмотря на увеличение доли кредитных операций в активах Банка, главным образом способствующее некоторому снижению достаточности капитала до 14.5% (-1.1пп), капитализация Банка остается на высоких уровнях, что объясняется как увеличением капитала преимущественно за счет нераспределенной прибыли, так и умеренным ростом активов, взвешенных с учетом риска.

Зависимость Банка от оптового фондирования резко возросла преимущественно за счет средств, привлеченных от ЦБ РФ: показатель Долг/Активы по итогам 2014г. составил почти 32%, что в целом чуть выше среднерыночного уровня. При этом, стоит отметить, что, несмотря на резкие колебания курсов иностранной валюты и досрочное востребование депозитов физическими лицами, Банку удалось не только сохранить текущую клиентскую базу, но и привлечь на обслуживание новых клиентов (+3 тыс. счетов юрлиц и +12 тыс. счетов физлиц). Принимая во внимание комфортный уровень общей долговой нагрузки, график выплат по международным кредитам, носящий преимущественно долгосрочный характер, кредитный портфель, сформированный более чем на 40% краткосрочными ссудами, мы оцениваем краткосрочные риски рефинансирования Банка на умеренном уровне.

Собственная кривая Эмитента на рынке облигаций представлена 5 выпусками, все из которых находятся в пределах полугодовой дюрации. Доходность по бумагам практически по всем выпускам варьируется в диапазоне 18 -19%, что при текущих условиях с учетом короткой дюрации бумаг и неплохих последних финансовых результатов банка может заинтересовать инвесторов, стремящихся к высокой доходности при относительно умеренном риске.

Ключевые финансовые показатели КБ «Центр-инвест» по итогам 2014

млрд. руб.	2014	2013	%г
Чистые % доходы	4.60	4.00	15.0%
Чистые % доходы (после резерва)	3.13	3.24	-3.4%
Чистые комиссионные доходы	0.71	0.72	-1.4%
Чистая прибыль	1.10	1.40	-21.4%
Денежные средства и резервы в ЦБ, средства в др. банках	12.0	8.6	39.7%
Портфель ценных бумаг	3.7	2.1	76.2%
Кредитный портфель	71.5	60.9	17.4%
ВСЕГО АКТИВЫ	91.3	75.9	20.3%
КАПИТАЛ	9.6	8.8	9.7%
Средства клиентов	49.2	49.4	-0.4%
Выпущенные ценные бумаги	9.1	9.0	1.1%
Кредиты от международных фин. институтов	8.5	5.9	44.1%
Субординированный долг	2.8	1.8	55.6%
Средства ЦБ РФ	10.0	0.0	
Средства других банков	1.5	0.5	194.2%
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	81.7	67.2	21.6%
Достат. капитала (CAR)	14.5%	15.6%	-1.1%
NPL 90+ / Кредитный портфель	5.3%	4.3%	1.0%
Опт. Фондирование/Активы	31.9%	20.3%	11.6%
Чистая % маржа	6.3%	6.6%	-0.3%
Cost to income	43.4%	45.0%	-1.6%
ROaE	12.1%	17.3%	-5.2%

* без учета субординированного долга

Источник: Данные Компании,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

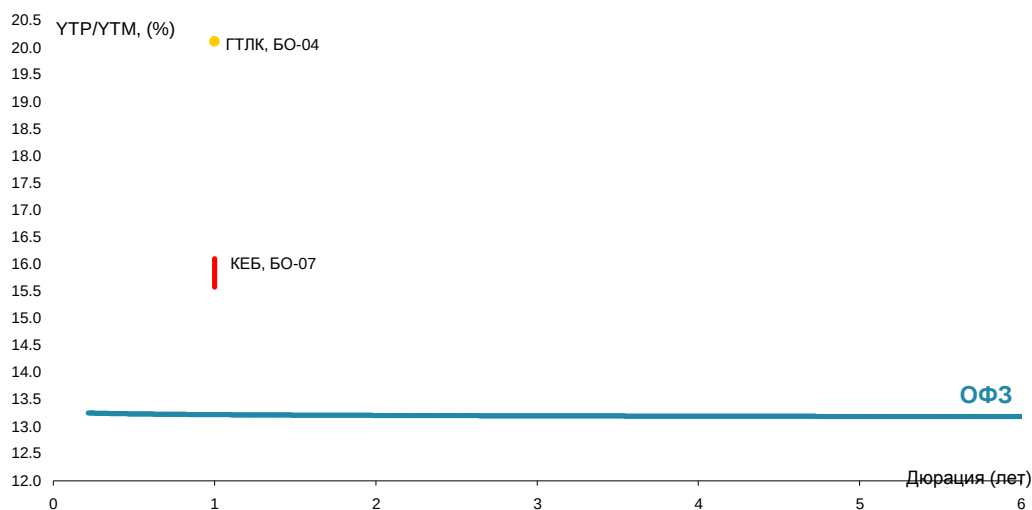
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погаше
ГТЛК, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	20.11	17.03.2015	19.03.2015	нет / 1 г	1 г / 10
Кредит Европа Банк, БО-07	- / B1 / BB-	да	3 000	15.57-16.10	17.03.2015	19.03.2015	нет / 1 г	1 г / 3

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	Амортиз. Дюрация
Россельхозбанк, БО-17	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1
Связьбанк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 1
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.5
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.5
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.5
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.5
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.5
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.5
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.5
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1



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 Пospelов
 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
 Кредитный анализ
 Кредитный анализ
 Акции

Владимир Евстифеев
 Кирилл Сычев
 Наталия Толстошеина
 Евгений Чердаков
 Дмитрий Чепрагин
 Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@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

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