



Утренний Express-О

18 сентября 2013 г.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Долг ГСС на 600 млн долл. перед ВЭБом может быть конвертирован в акции ОАО «Компания «Сухой».



Банк БФА (-/В/-): первичное предложение.

Долг ГСС на 600 млн долл. перед ВЭБом может быть конвертирован в акции ОАО «Компания «Сухой».

Конвертация долга может поспособствовать снижению долговой нагрузки и отчасти улучшить финансовое положение ГСС – производителя Sukhoi Superjet. Новость позитивная для оставшихся в обращении бондов ГСС.

ВЭБ может конвертировать долг ГСС на 600 млн долл. в акции «материнской» компании....

Параллельно ГСС может получить субсидии ВЭБа на 8,7 млрд руб., вырученные от продажи акций EADS...

ВЭБ может получить до 33% в Компании «Сухой»...

Конвертация поспособствует снижению уровня долга ГСС...

По данным Fitch, уровень рейтинга ГСС на уровне «ВВ»/Стабильный при текущей убыточности проекта удерживается наличием господдержки...

Комментарий. Газета «Коммерсантъ» сообщает, что сегодня наблюдательный совет ВЭБа обсудит участие в финансировании производства Sukhoi Superjet, проекта реализуемого ЗАО ГСС – эмитент облигационных выпусков. Главный вопрос — как ВЭБ войдет в капитал ОАО Компания «Сухой» (производитель военных самолетов владеет 71,99% акций ЗАО ГСС), стабилизировав финансовое положение ГСС, не испортив при этом собственной отчетности.

Напомним, что планы спасения ЗАО ГСС от возможного дефолта летом утвердил президент Владимир Путин, согласно которым часть долга ГСС в размере 600 млн долл. перед ВЭБом можно конвертировать в акции ОАО Компания «Сухой» при безубыточности операции для самой госкорпорации. Параллельно ГСС может получить субсидию от ВЭБа за счет продажи акций EADS (производитель Airbus). По данным «Коммерсантъ», их объем может составить 8,7 млрд руб. (или около 269 млн долл.).

В итоге, ВЭБ может получить 26% уставного капитала ОАО Компания «Сухой», а с учетом субсидий от продажи акций EADS – все 33%. В настоящее время 89,6% акций ОАО Компания «Сухой» принадлежат ОАК, а 10,4% – Росимуществу.

На наш взгляд, конвертация долга ГСС на 600 млн долл. может поспособствовать снижению долговой нагрузки компании и отчасти улучшить ее финансовое положение, которое остается неустойчивым, в том числе при все еще невысоких объемах выпуска Sukhoi Superjet (в 2012 г. было произведено 12 самолетов вместо 25 заявленных). Так, проект по-прежнему остается убыточным (в 2012 г. чистый убыток составил 111 млн долл. (МСФО), в 1 пол. 2013 г. – 188 млн долл. (РСБУ)), а размер долга на конец июня достиг 2,12 млрд долл. В случае конвертации 600 млн долл. долга в акции, ГСС сможет практически на треть сократить размер долга, что, безусловно, позитивно для кредитного профиля компании.

Впрочем, на данной стадии реализации проекта Sukhoi Superjet наибольшее значение играет сохраняющаяся поддержка, в том числе и финансовая, со стороны государства. Об этом в конце августа также заявило и агентство Fitch, выделив господдержку в качестве основной причины, удерживающей рейтинг ГСС на текущем уровне «ВВ»/Стабильный. Ухудшение, более чем ожидалось, финансовых показатели ГСС за 1 пол. 2013 г. по РСБУ также не приведет к пересмотру рейтингов, в том числе из-за возможного нарушения компанией ковенанта по кредитам, отступление от которых ранее уже неоднократно одобрялось кредиторами.

18 сентября 2013

Новость позитивна для облигаций ГСС, но вряд ли можно ждать заметной реакции в котировках...

Эксперты Fitch при этом отметили «адекватную ликвидность у ГСС», а также предположили, что «компания сохранит доступ к новым источникам фондирования, поэтому вряд ли столкнется с давлением в плане обслуживания долга в краткосрочной перспективе».

На конец 1 пол. 2013 г. ГСС имела денежные средства в размере около 26 млн долл. и доступные кредитные линии на сумму свыше 300 млн долл. против 296 млн долл. короткого долга. Агентство также отметило, что кредитная линия в размере 1 млрд долл. от ВЭБа, полученная во 2 пол. 2012 г., а также ожидаемые взносы капитала от акционера в размере около 200 млн долл. в 2013 г. служат свидетельством продолжающейся операционной поддержки, получаемой группой.

Новость, безусловно, позитивная для облигаций ГСС, остающихся в обращении, но вряд ли можно ждать заметной реакции в их котировках, принимая во внимание низкую ликвидность.

Александр Полютов

Банк БФА (-/В/-): первичное предложение.

Размещение банка является дебютным и высокодоходным, что отвечает кредитному профилю заемщика из третьего эшелона. Облигации могут найти интерес у инвесторов толерантных к рискам данной категории банков, желающих повысить доходность своего портфеля. Рекомендуем участие в выпуске с доходностью ближе к верхней границе индикатива.

Комментарий. Банк БФА планирует в конце сентября открыть книгу заявок на выпуск облигаций серии 01 объемом 1,5 млрд руб. Индикатив ставки купона составляет 11,0-11,75% годовых, что соответствует доходности 11,3-12,1% годовых к оферте через 1 год.

Отметим, что размещение Банка БФА является дебютным на рынке рублевых облигаций, поэтому остановимся на ключевых моментах кредитного профиля банка из Северной столицы.

Н1 был довольно высоким, составляя 13,1%...

- **Акционерная структура.** Мы бы не назвали ключевым моментом инвестиционной привлекательности Банка. Здесь стоит отметить, что Эмитента контролирует пул физических лиц (без контроля у конкретного лица), среди которых может привлечь внимание Коган Е.В. (19,31% по данным материалов к размещению). По данным СМИ, он является сыном В.Когана, российского банкира и бывшего главы Госстора. Подтверждает отчасти это и тот факт, что костяк управляющей команды БФА составляют бывшие топ-менеджеры Промышленно-строительного банка Санкт-Петербурга. Отметим, что на 1 сентября текущего года Н1 был довольно высоким, составляя 13,1%.

Последние два года Банк развивался темпами, значительно превышающими среднеотраслевые значения.

- **Интенсивные темпы развития.** Последние два года Банк развивался темпами, значительно превышающими среднеотраслевые значения. Основной рынок произошел в 2011 году, когда был влит капитал, увеличивший собственные средства почти в 2 раза, получена лицензия на привлечение депозитов физлиц, привлечена новая команда и началась реализация новой стратегии. Таким образом, Кредитная организация не так давно приобрела свое новое «лицо». Отчасти, на наш взгляд, риски повышаются тем, что в 2012 году рост был простимулирован приобретением кредитных портфелей. На наш взгляд, все это может говорить о возможности проявления еще не реализованных рисков.

На 10 крупнейших заемщиков на конец 2012 года приходилось 56% кредитного портфеля....

- **Высокая концентрация бизнеса.** Несмотря на то, что банк получил лицензию на привлечение депозитов, основу его бизнеса по-прежнему составляет корпоративный сегмент. Причем нельзя не отметить здесь высокую концентрацию, которая свидетельствует о зависимости финансовой устойчивости Банка от довольно ограниченного круга клиентов. На 10 крупнейших заемщиков на конец 2012 года приходилось 56% кредитного портфеля. Причем лизинг и девелопмент составляют в совокупности 50% портфеля (26% и 24% соответственно). Почти половина портфеля представляет собой необеспеченные кредиты. Причем в пассивах мы также видим слабую диверсификацию – на 8 клиентов приходится более 52% размещенных средств клиентов. Девелопмент, строительство и операции с недвижимостью формируют 34,5% депозитов и средств клиентов.

...лизинг и девелопмент составляют в совокупности 50% портфеля...

RoAA, RoAE и NIM составили по итогам 2012

- **Умеренная маржинальность бизнеса.** Отметим, что показатели эффективности остаются довольно низкими. RoAA, RoAE и NIM составили по итогам 2012 года довольно скромные 1,7%, 11,1% и 4,4% соответственно. Отчасти на это влияет

18 сентября 2013

года довольно скромные
1,7%, 11,1% и 4,4%
соответственно.

...с принятием рисков не
только финансового, но и
строительного
секторов...

существенный запас ликвидности, размещенный в денежных средствах и ценных бумагах и превышающий 40% активов. Хотя это давит на маржинальность, однако заметно повышает финансовую устойчивость кредитной организации.

Учитывая высокую концентрацию в пассивах кредитной организации, размещаемый заем поможет Кредитной организации отчасти повысить диверсификацию источников фондирования. Ранее долг по выпущенным ценным бумагам ограничивался лишь векселями, объем которых достигал 4% пассивов.

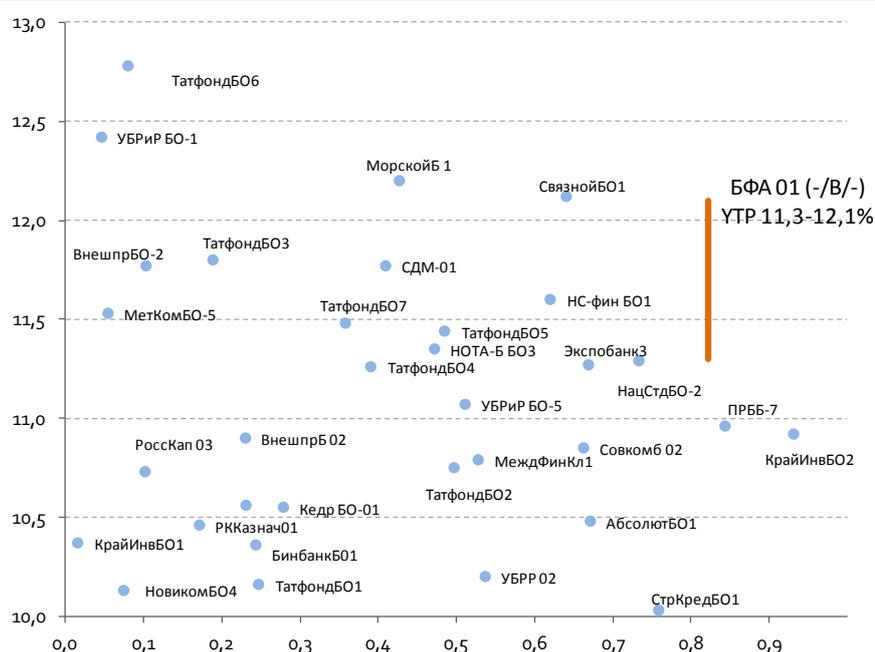
На наш взгляд, в качестве альтернативы бумагам БФА могут выступать облигации Татфондбанка, НОТА-Банка, которые торгуются на схожих уровнях. По нашему мнению, участие может быть интересно для игроков рынка с агрессивной стратегией с принятием рисков не только финансового, но и строительного секторов. Поскольку по нижней границе достаточно альтернатив, то основной спрос сложится, вероятно, от середины предложенного диапазона, ближе к верхней границе.

Финансовые показатели Банка БФА по МСФО

| Балансовые показатели, млн руб. | | 2010 | 2011 | 2012 | 2012 / 2011 |
|--------------------------------------|---------------------------------|--------|--------|--------|--------------|
| Активы | | 15 549 | 29 844 | 54 856 | 83,8% |
| Денежные средства | | 1 588 | 7 383 | 9 952 | 34,8% |
| | Доля в активах | 10,2% | 24,7% | 18,1% | - |
| Кредиты (net) | | 6 417 | 10 943 | 24 754 | 126,2% |
| Кредиты (gross) | | 6 985 | 11 879 | 26 435 | 122,5% |
| | Доля в активах | 41,3% | 36,7% | 45,1% | - |
| | NPL (90+), % | 6,3% | 2,3% | 0,3% | - |
| | Резервы (совокупн.) / NPL (90+) | 1,29 | 3,35 | 23,28 | - |
| | Кредиты / Средства клиентов | 0,76 | 0,53 | 0,63 | - |
| Финансовые активы | | 3 382 | 9 085 | 12 504 | 37,6% |
| | Доля в активах | 21,7% | 30,4% | 22,8% | - |
| Total Capital Adequacy Ratio | | 28,6% | 32,5% | 14,2% | - |
| Показатели прибыльности, млн руб. | | 2010 | 2011 | 2012 | 2012 / 2011 |
| Создание резервов под обесценение | | 3 | -393 | -1 100 | 180,1% |
| Операционные доходы | | 1 086 | 1 403 | 3 331 | 137,4% |
| Прибыль за период | | 594 | 426 | 721 | 69,3% |
| Качественные показатели деятельности | | 2010 | 2011 | 2012 | 2012 VS 2011 |
| RoAA | | 4,5% | 1,9% | 1,7% | -0,2 п.п. |
| RoAE | | 21,5% | 9,7% | 11,1% | 1,4 п.п. |
| Cost / Income | | 29,7% | 34,9% | 41,0% | 6,1 п.п. |
| Чистая процентная маржа* | | 3,1% | 4,6% | 4,4% | -0,2 п.п. |

* данные банка

Карта рынка: финансовый сектор



Александр Полотов
Елена Федоткова

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

РУКОВОДСТВО

| | | | |
|-----------------------|-----------------------|---------------|---------------|
| Николай Кашеев | Директор департамента | KNI@psbank.ru | доб. 77-47-39 |
|-----------------------|-----------------------|---------------|---------------|

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

| | | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------|---------------|
| Евгений Локтюхов | Руководитель направления | LoktyukhovEA@psbank.ru | доб. 77-47-61 |
| Илья Фролов | Главный аналитик | FrolovIG@psbank.ru | доб. 77-47-06 |
| Олег Шагов | Главный аналитик | Shagov@psbank.ru | доб. 77-47-06 |
| Владимир Гусев | Ведущий аналитик | GusevVP@psbank.ru | доб. 77-47-06 |
| Екатерина Крылова | Ведущий аналитик | KrylovaEA@psbank.ru | доб. 77-67-31 |

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

| | | | |
|---------------------------|--------------------------|-------------------------|---------------|
| Игорь Голубев | Руководитель направления | GolubevIA@psbank.ru | доб. 77-47-29 |
| Елена Федоткова | Главный аналитик | FedotkovaEV@psbank.ru | доб. 77-47-16 |
| Алексей Егоров | Ведущий аналитик | EgorovAV@psbank.ru | доб. 77-47-48 |
| Вадим Паламарчук | Ведущий аналитик | PalamarchukVA@psbank.ru | доб. 77-47-81 |
| Александр Полюттов | Ведущий аналитик | PolyutovAV@psbank.ru | доб. 77-67-54 |

Управление торговли и продаж

| | | |
|------------------------|------------------------|--------------------|
| Петр Федосенко | fedosenkopn@psbank.ru | +7 (495) 228-33-86 |
| Богдан Круть | krutbv@psbank.ru | +7 (495) 228-39-22 |
| Хмелевский Иван | khmelevsky@psbank.ru | +7 (495) 411-51-37 |
| Ольга Целинина | tselini naoi@psbank.ru | +7 (495) 228-33-12 |

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получить данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.