

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Совкомбанк (-/B/B+): присвоение рейтинга от Fitch.

Северсталь (Ba1/BB+/BB+) объявила о продаже американских заводов.

## Совкомбанк (-/B/B+): присвоение рейтинга от Fitch.

На рейтинги Совкомбанка влияют следующие факторы: недостаточно продолжительный опыт работы на российском рынке потребительского кредитования, непростые перспективы российских розничных банков, значительная волатильность прибыльности и качества активов, значительное влияние объемов выдачи новых кредитов на прибыль до отчислений в резервы, и довольно высокие рыночные риски. В то же время, рейтинги учитывают адекватное в настоящее время качество активов Совкомбанка, хорошую ликвидность и приемлемую капитализацию, а также несколько более консервативный подход к андеррайтингу кредитов по сравнению с конкурентами.

Бумаги (более ликв. БО-02) сейчас торгуются на уровне ТКС-Банка (B2/-/B+). Теперь рейтинги у двух эмитентов на одном уровне. Однако по кредитному качеству активов Совкомбанк сейчас смотрится интереснее.

**Комментарий.** Агентство Fitch присвоило Совкомбанку долгосрочный рейтинг дефолта эмитента на уровне «B+». Прогноз рейтинга – «Стабильный».

Агентство отмечает, что на рейтинги Совкомбанка влияют следующие факторы:

- **Недостаточно продолжительный опыт работы** на российском рынке потребительского кредитования.
- **Непростые перспективы российских розничных банков** из-за растущей закредитованности населения и, как следствие, рост просроченной задолженности,
- **Значительная волатильность прибыльности и качества активов банка**, которые в существенной мере еще не проходили испытания временем в неблагоприятные периоды экономического цикла. Несмотря на хорошую прибыльность в 2011-2013 гг. (средняя доходность на капитал (ROAE) находилась на высоком уровне 44%) Банк понес операционный убыток в 0,1 млрд руб. в 1 кв. 2014 г., без учета непрофильных доходов и расходов, связанных с приобретением GE Money Bank (около 24% суммарных активов Совкомбанка по состоянию на конец 2013 г.).
- **Значительное влияние объемов выдачи новых кредитов** (а значит, и темпов роста кредитного портфеля) на прибыль до отчислений в резервы. Это связано с тем, что 69% прибыли до отчислений под обесценение за 3 мес. 2014 г. (65% в 2013 г.) было получено от агентских комиссий по страхованию. Такие комиссии признаются доходом сразу на момент выдачи кредита и напрямую зависят от темпов выдачи кредитов, а значит и от темпов роста кредитного портфеля. Поэтому замедление темпов роста кредитного портфеля и удлинение средней срочности кредитов (и то, и другое ожидается Fitch в ближайшее время) может негативно сказаться на прибыльности Совкомбанка. Кредитный портфель не рос в 1 кв. 2014 г.
- **Довольно высокие рыночные риски.** По состоянию на конец 1 кв. 2014 г. объем фонирования по сделкам РЕПО с Центральным банком России («ЦБ РФ») был

21 ИЮЛЯ 2014

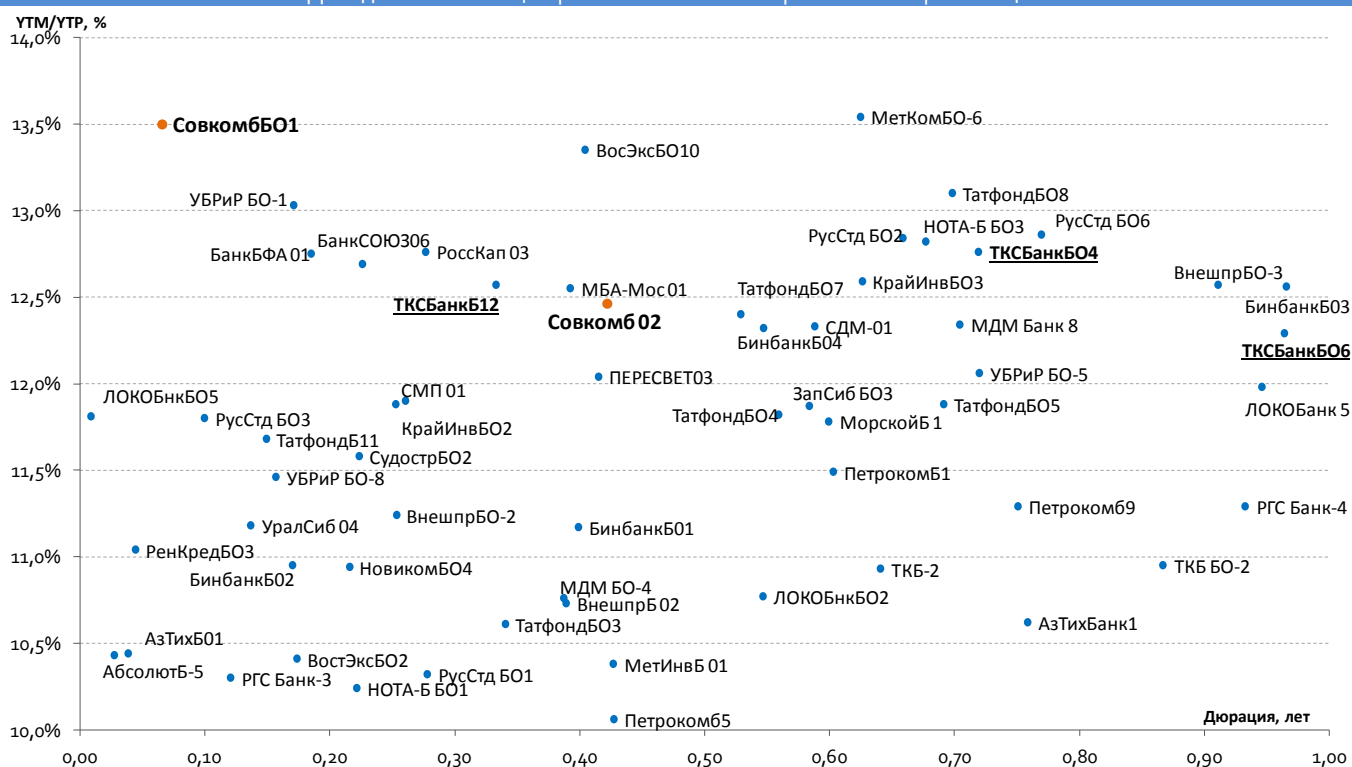
существенным (23% обязательств). Поступления используются для покупки дополнительных облигаций, которые также могут быть заложены в ЦБ РФ по операциям РЕПО. Маржа Совкомбанка составляет около 2% между ставкой РЕПО ЦБ РФ и доходностью по портфелю ценных бумаг. Как следствие, большой портфель облигаций на балансе Банка (3,5х основного капитала по методологии Fitch на конец 1 кв. 2014 г.) подвергает банк существенным рыночным рискам, хотя большинство облигаций имеют приемлемое кредитное качество.

В то же время, по мнению агентства, рейтинги учитывают адекватное в настоящее время качество активов Совкомбанка, хорошую ликвидность и приемлемую капитализацию, а также несколько более консервативный подход к андеррайтингу кредитов по сравнению с конкурентами.

Напомним, у Банка есть рейтинг от S&P на ступень ниже, таким образом присвоение нового более высокого рейтинга - положительная новость для Эмитента. При этом отметим, что в мае текущего года Moody's отозвало у Банка рейтинг «B2». Таким образом смена рейтинговых агентств прошла в пользу Эмитента.

Бумаги (более ликвидный БО-02) сейчас торгуются на уровне ТКС-Банка (B2/-/B+). Теперь рейтинги у двух эмитентов на одном уровне. Однако по кредитному качеству активов Совкомбанк сейчас смотрится интереснее.

#### Доходности облигаций российских банков и финансовых организаций



***Елена Федоткова***

## Северсталь (Ba1/BB+/BB+) объявила о продаже американских заводов.

Северсталь объявила о заключении соглашений по продаже американских заводов Columbus и Dearborn местными Steel Dynamics Inc. и AK Steel Holding Corp. Общая сумма сделки составит 2,325 млрд долл. Напомним, в мае Северсталь уже заявляла, что ищет покупателей на свои американские активы, среди наиболее вероятных претендентов назывались U.S. Steel, Steel Dynamics и бразильская Companhia Siderurgica Nacional, а сумма возможной сделки оценивалась в 2,5 млрд долл. Отметим, что событие позитивное для Северстали, поскольку за счет проданных активов компания сможет сократить уровень долга, а также устранить угрозу возможного распространения санкций на активы. Новость может стать драйвером для роста котировок евробондов, в большей степени Severstal-18 и Severstal-22, впрочем, сделка уже во многом заложена в ценах бумаг.

*Северсталь продает американские заводы Columbus и Dearborn за 2,325 млрд долл...*

*За счет сделки Северсталь может сократить уровень долга, а также снять возможную угрозу распространения санкций на эти активы...*

*Если продажа найдет отражение в кредитных метриках, нельзя исключить положительных рейтинговых действий...*

*Событие позитивное для евробондов Severstal, впрочем, сделка уже во многом заложена в их ценах...*

**Комментарий.** Газета «Коммерсантъ» со ссылкой на Bloomberg сегодня утром сообщила, что Северсталь близка к заключению соглашений по продаже американских заводов с местными Steel Dynamics Inc. и AK Steel Holding Corp. Предполагается, что Steel Dynamics выкупит завод Северстали Columbus, а AK Steel – Dearborn, общая сумма сделки составит свыше 2 млрд долл. В свою очередь, Интерфакс со ссылкой на Financial Times, сообщает, что размер сделки может составить порядка 2,3 млрд долл. В «Коммерсантъ» также отмечается, что в сделку также войдут принадлежащий Северстали производитель кокса Mountain State Carbon LLC и доли в Double Eagle Steel Coating Company (паритетное СП с U.S. Steel Corp.), Spartan Steel Coating LLC (48%) и Mississippi Steel Processing LLC (20%).

Тем временем сама Северсталь уже официально объявила о данной сделке, уточнив ее сумму в размере 2,325 млрд долл. Напомним, в мае Северсталь уже заявляла, что ищет покупателей на свои американские активы, среди наиболее вероятных претендентов назывались U.S. Steel, Steel Dynamics и бразильская Companhia Siderurgica Nacional. Сумма возможной сделки оценивалась в 2,5 млрд долл. По данным «Коммерсантъ», общий объем долга двух американских заводов составляет около 1,3 млрд долл., таким образом, Северсталь от продажи активов деньгами сможет получить более 1 млрд долл.

Безусловно, событие позитивное для Северстали, поскольку за счет вырученных средств компания планировала снижать долг – в 1 кв. 2014 г. метрика Долг/EBITDA была 2,1х, а после сделки, по нашим оценкам, она может снизиться до 1,2-1,7х. Более того, прибыльность бизнеса Северстали после сделки может возрасти, поскольку рентабельность российского стального дивизиона компании была выше (в 1 кв. 2014 г. EBITDA margin была 7,4% против 15,2% соответственно).

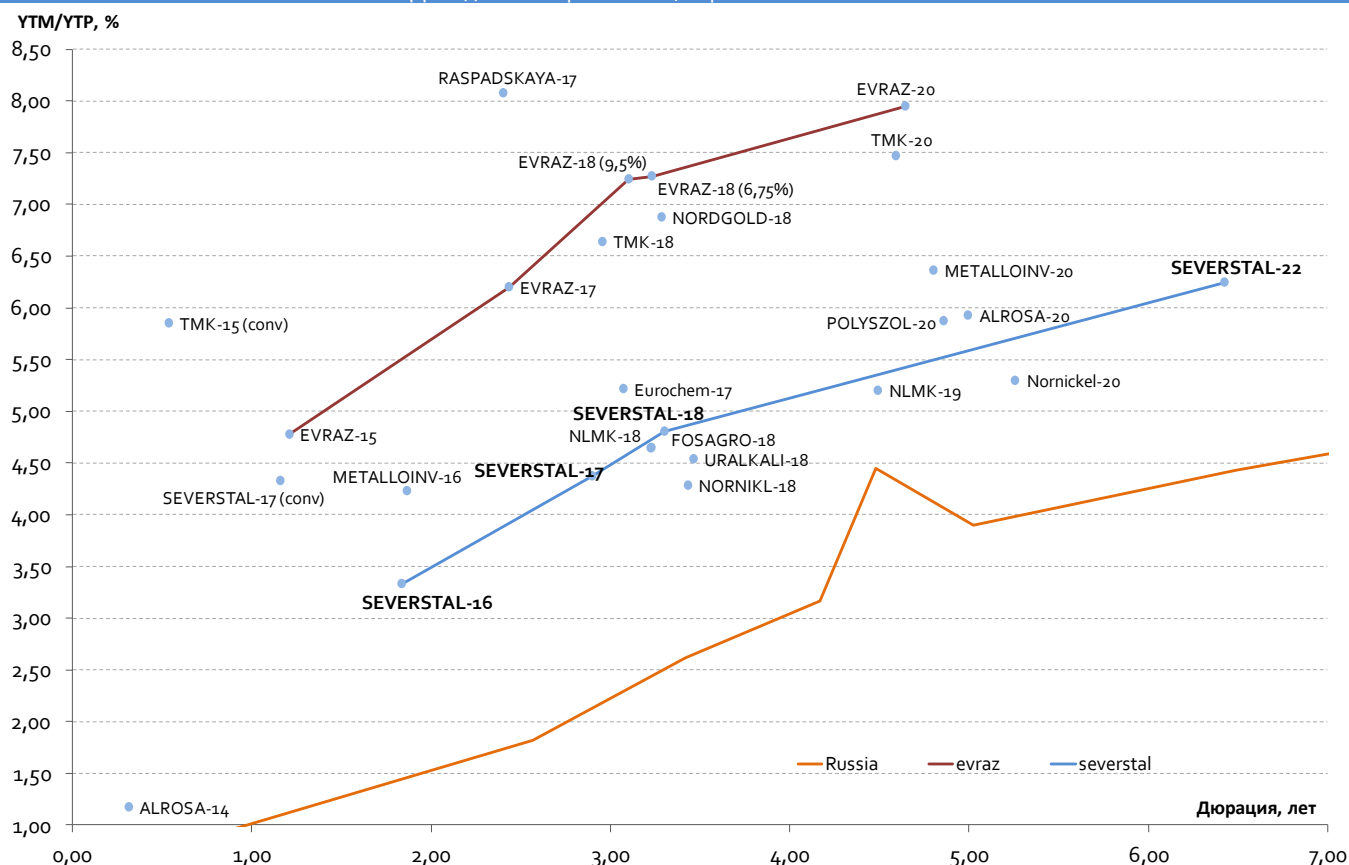
Также стоит отметить, что распродажа всех американских активов устранил угрозу возможного распространения санкций на них. Напомним, на прошлой неделе Северсталь также анонсировала, что договорилась о продаже угольной компании PBS Coals в США канадской Corsa Coal. Сумма сделки составит 140 млн долл., из которых деньгами Северсталь получит 60 млн долл., еще 20 млн долл. будет заморожено на спецсчете до выполнения оговоренных условий сделки, также Corsa Coal возьмет на себя обязательства PBS по рекультивации и водоочистке на 60 млн долл. (см. наш комментарий от [16 июля 2014 г.](#)).

Вместе с тем, если денежные средства от сделки, как заявлялось ранее компанией, пойдут на погашение долга, то нельзя исключать позитивных рейтинговых действий в адрес Северстали. К примеру, от Moody's у Северстали рейтинг «Ba1» уже с Позитивным прогнозом.

Новость может стать драйвером для роста котировок евробондов, в большей степени Severstal-18 и Severstal-22 (на 40-60 б.п.), впрочем, сделка уже во многом заложена в ценах бумаг.

21 ИЮЛЯ 2014

## Доходности еврооблигаций российских эмитентов



| Ключевые финансовые показатели<br>млн долл. | Северсталь (МСФО) |            |           |
|---|-------------------|------------|-----------|
|   | 1 кв. 2013        | 1 кв. 2014 | Изм. %    |
| Выручка                                     | 3 322             | 3 007      | -9,5      |
| Операционный денежный поток                 | 109               | 488        | 347,4     |
| ЕБИТДА                                      | 430               | 534        | 24,2      |
| ЕБИТДА margin                               | 12,9%             | 17,8%      | -4,9 п.п. |
| Чистая прибыль                              | 44                | -100       | -         |
| margin                                      | 1,32%             | отриц      | -         |
|   | 2013              | 1 кв. 2014 | Изм. %    |
| Активы                                      | 14 534            | 13 445     | -7,5      |
| Денежные средства и эквиваленты             | 1 036             | 892        | -13,9     |
| Долг  | 4 754             | 4 444      | -6,5      |
| краткосрочный                               | 628               | 779        | 24,1      |
| долгосрочный                                | 4 127             | 3 666      | -11,2     |
| Чистый долг                                 | 3 718             | 3 552      | -4,5      |
| Долг/ЕБИТДА                                 | 2,3               | 2,1        |           |
| Чистый долг/ЕБИТДА                          | 1,8               | 1,6        |           |

Источники: данные компании, PSB Research

***Александр Полютов***

**Контакты:**

**ОАО «Промсвязьбанк»**  
**PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
 e-mail: RD@psbank.ru  
 Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

**PSB RESEARCH**

**Николай Кашцев** KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

**Роман Османов** OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

**Евгений Локтюхов** LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

**Илья Фролов** FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

**Олег Шагов** Shagov@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

**Екатерина Крылова** KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

**Игорь Нуждин** NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

**Игорь Голубев** GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

**Елена Федоткова** FedotkovaEV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

**Алексей Егоров** EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

**Александр Полютов** PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

**Алина Арбекова** ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

**Дмитрий Монастыршин** Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

**Дмитрий Грицкевич** Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

**Пётр Федосенко** FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

**Богдан Круть** KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22

**Иван Хмелевский** Khmelevsky@psbank.ru +7 (495) 411-51-37

**Ольга Целинина** TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

**Юлия Рыбакова** Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68

**Евгений Жариков** Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

**Денис Семеновых** SemenovyxDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

**Николай Фролов** FrolovN@psbank.ru +7 (495) 228-39-23

**Борис Холжигитов** KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

**Андрей Скабелин** Skabelin@psbank.ru +7 (495) 411-51-34

**Иван Заволоснов** ZavolosnovIV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

**Александр Сурпин** SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

**Виктория Давитиашвили** DavitashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

**Алексей Кулаков** KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

**Михаил Маркин** MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ**

**Сергей Миленин** Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

**Александр Бараночников** Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Павел Науменко** NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

**Сергей Устиков** UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

**Александр Орехов** OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**Игорь Федосенко** FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

**Виталий Туруло** TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

21 ИЮЛЯ 2014

© 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 получать 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.