



Утренний Express-О

27 марта 2015 г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Совкомфлот (B1/BB+/BB-): отчетность за 2014 г.



Сбербанк (Ba1/-/BBB-) отчитался по МСФО за 2014 г.

Совкомфлот (B1/BB+/BB-): отчетность за 2014 г.

Совкомфлот продемонстрировал улучшение финансовых показателей на фоне восстановления конъюнктуры танкерных перевозок, а также увеличения вклада наиболее прибыльных услуг по обслуживанию морской нефтегазодобычи и перевозок СПГ. Хотя долговая нагрузка компании остается высокой (Чистый долг/EBITDA на уровне 5,1х), международные рынки капитала остаются открытыми для компании даже в условиях действия антироссийских санкций. На наш взгляд, евробонд Sovcomflot-17 (YTM 9,95%/2,27 г.) сохраняет потенциал роста относительно выпуска RZD-17 (Ba1/BB+/BBB-).

Комментарий. Согласно отчетности по МСФО, по итогам 2014 г. Совкомфлот отразил улучшение ключевых финансовых показателей на фоне восстановления конъюнктуры танкерных рынков, а также ввод в состав флота 3 судов общим дедвейтом 604 тыс. тонн (2 газовоза-СПГ, 1 крупнотоннажный танкер класса VLCC). Отметим, рост стоимости фрахта начался в конце 2013 г., и на текущий момент можно ожидать сохранения высоких ставок фрахта в 2015 г., однако они по-прежнему останутся волатильными.

В результате, выручка Совкомфлота выросла на 10% до 1,39 млрд долл., показатель EBITDA – на 41% до 491 млн долл., при этом EBITDA margin достигла 39% («+8,5 п.п.» г/г). По данным менеджмента, сумма законтрактованной выручки будущих периодов достигла 8,8 млрд долл.

Долговая нагрузка Совкомфлот на фоне улучшения прибыльности бизнеса снизилась – метрика Долг/EBITDA достигла 5,6х против 7,8х в 2013 г., чистый долг/EBITDA снизился до 5,1х против 7,0х соответственно. Тем не менее, стоит отметить, что уровень долга остается довольно высоким, а кредитные рейтинги компании обусловлены фактором господдержки эмитента, которая рейтинговыми агентствами оценивается как высокая.

Кроме того, мы не ждем снижения долга компании в абсолютном размере, поскольку Совкомфлоту предстоит профинансировать строительство новых танкеров (судостроительная программа насчитывает 10 судов, в том числе крупнотоннажные и СПГ-танкеры), в результате чего объем среднегодовых капиталовложений в период 2015-2017 гг. останется на уровне порядка 550 млн долл.

Относительно временной структуры долга, пик погашений приходится на 2017 г. в размере 1,2 млрд долл. (в т.ч. 800 млн долл. приходится на евробонд). Немаловажно, что для компании остаются открыты рынки капитала, несмотря на санкции против РФ – в начале декабря 2014 г. Совкомфлот подписал соглашение с консорциумом европейских банков о предоставлении кредита на сумму 319 млн долл. сроком на 10 лет. В случае ухудшения рыночной конъюнктуры компании, скорее всего, будет оказана господдержка – Совкомфлот является неотъемлемой составляющей энергетического комплекса РФ (компания обеспечивает перевозку 20% экспортируемых по морю нефти и нефтепродуктов).

27 марта 2015

Ключевые финансовые показатели, млн долл.	Совкомфлот (МСФО)		
	2013	2014	Изм. %
Выручка	1 263	1 387	9,9
Операционный денежный поток	435	491	13,0
EBITDA	382	538	40,9
EBITDA margin	30,3%	38,8%	8,5 п.п.
Чистая прибыль	-39	84	-
margin	отриц	6,0%	-
	2013	2014	Изм. %
Активы	6 399	6 439	0,6
Денежные средства и их экв.	282	285	1,1
Долг	2 962	3 019	1,9
краткосрочный	372	404	8,6
долгосрочный	2 590	2 615	1,0
Чистый долг	2 680	2 734	2,0
Долг/EBITDA	7,8	5,6	
Чистый долг/EBITDA	7,0	5,1	

Источники: данные компании, PSB Research

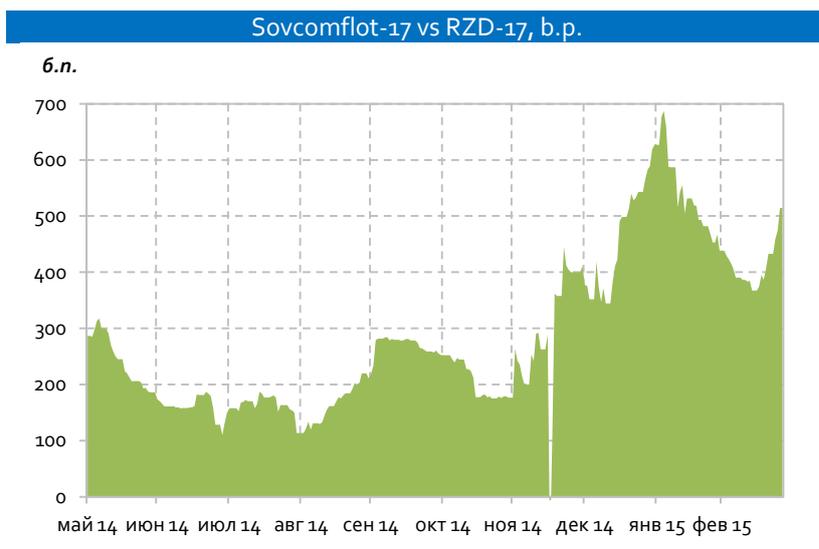


Источник: Bloomberg

Также несколько улучшить ситуацию с уровнем долга компании может IPO Совкомфлота, которое в 2014 г. было отложено ввиду высокой волатильности финансовых рынков. Благоприятная ситуация на рынке может ускорить приватизацию Совкомфлота – в марте 2015 г. Росимущество сообщило, что Совкомфлот и Deutsche Bank, который является агентом, готовы к приватизации 25% компании, что может принести Совкомфлоту 12 млрд руб. (порядка 200 млн долл.).

В целом, на фоне восстановления цен на фрахт и диверсификации бизнеса в сторону более маржинальных рынков (обслуживание морской нефтегазодобычи и перевозки СПГ) ждем опережающего роста EBITDA, что обеспечит плавное снижение долговой нагрузки в 2015 г.

На наш взгляд, евробонд Sovcomflot-17 (YTM 9,95%/2,27 г.) сохраняет потенциал для роста котировок. Так, относительно выпуска RZD-17 (Ba1/BB+/BBB-) доходность евробондов Совкомфлота предлагает премию порядка 500 б.п. против среднего докризисного уровня с момента размещения 180-200 б.п.



Источник: Bloomberg

Дмитрий Грицкевич

27 марта 2015

Сбербанк (Ba1/-/BBB-) отчитался по МСФО за 2014 г.

По данным опубликованной МСФО-отчетности за 2014 г. чистая прибыль Сбербанка составила 290,3 млрд рублей, что на 19,8% меньше уровня прошлого года. Активы Сбербанка выросли в 2014 г. на 38% — до 25,2 трлн рублей. Показатели достаточности капитала снизились на фоне роста объема риска на балансе и снижения прибыли. Несмотря на снижение финансовых результатов, показатели эффективности Сбербанка остаются выше среднеотраслевого уровня (ROAE=14.8%, Cost/Income=43.4%). Учитывая низкие риски рефинансирования, ожидаем, что публикация слабой отчетности окажет нейтральное влияние на евробонды Сбербанка, которые торгуются с премией к суверенной кривой порядка 270 б.п.

Комментарий. Чистая прибыль Сбербанка по данным консолидированной МСФО-отчетности за 2014 г. составила 290,3 млрд рублей, что на 19,8% меньше уровня прошлого года. Снижение прибыльности Сбербанка в 2014 г., как и в целом по сектору, произошло из-за увеличения расходов на создание резервов. Чистые расходы Сбербанка на резервы под обесценение кредитного портфеля выросли на 223,5 млрд руб. и составили 357 млрд руб.

Чистая прибыль Сбербанка IV квартал 2014 г. составила 49,0 млрд руб., что почти в два раза меньше, чем в среднем за предыдущие три квартала. Несмотря на снижение финансовых результатов, показатели эффективности Сбербанка остаются выше среднеотраслевого уровня. Показатель рентабельности собственного капитала (ROAE) по итогам 2014 г. составил 14,8%. Отношение операционных расходов к операционным доходам (Cost/Income) составило 43,4%.

Активы Сбербанка выросли в 2014 г. на 38% — до 25,2 трлн рублей. Темпы роста кредитного портфеля, особенно в части кредитования физлиц опережают среднеотраслевой уровень. Объем кредитов корпоративным клиентам до вычета резервов увеличился на 40,7% до 13,8 трлн рублей (31,3% рост в целом по сектору). Объем кредитов физлицам вырос на 29,3% до 4,8 трлн руб. (13,8% рост в целом по сектору), в том числе ипотечный портфель до резервов вырос на 44,7%, что и стало основным источником роста розничных кредитов.

Показатель NPL 90+ вырос в 2014 г. с 2,9% до 3,2%. Коэффициент покрытия резервами неработающих кредитов составляет 1,4. Качество кредитного портфеля Сбербанка выглядит лучше, чем в среднем по отрасли, чему способствует консервативная политика отбора заемщиков и доступ к первоклассным клиентам за счет наличия дешевого фондирования.

Показатель достаточности капитала 1 уровня (рассчитанный по Базель 1) снизился в 2014 г. с 10,6% до 8,6%, Total CAR снизился с 13,4% до 12,1%. Снижение нормативов достаточности капитала произошло из-за значительного роста риска на балансе. При этом снижение прибыльности ограничило потенциал увеличения капитала.

Основу фондирования Сбербанка обеспечивают средства клиентов, средства ЦБ и других банков. На публичные долговые инструменты приходится менее 2% совокупных пассивов.

Учитывая низкие риски рефинансирования, ожидаем, что публикация слабой отчетности окажет нейтральное влияние на евробонды Сбербанка, которые торгуются с премией к суверенной кривой порядка 270 б.п.

Дмитрий Монастыршин

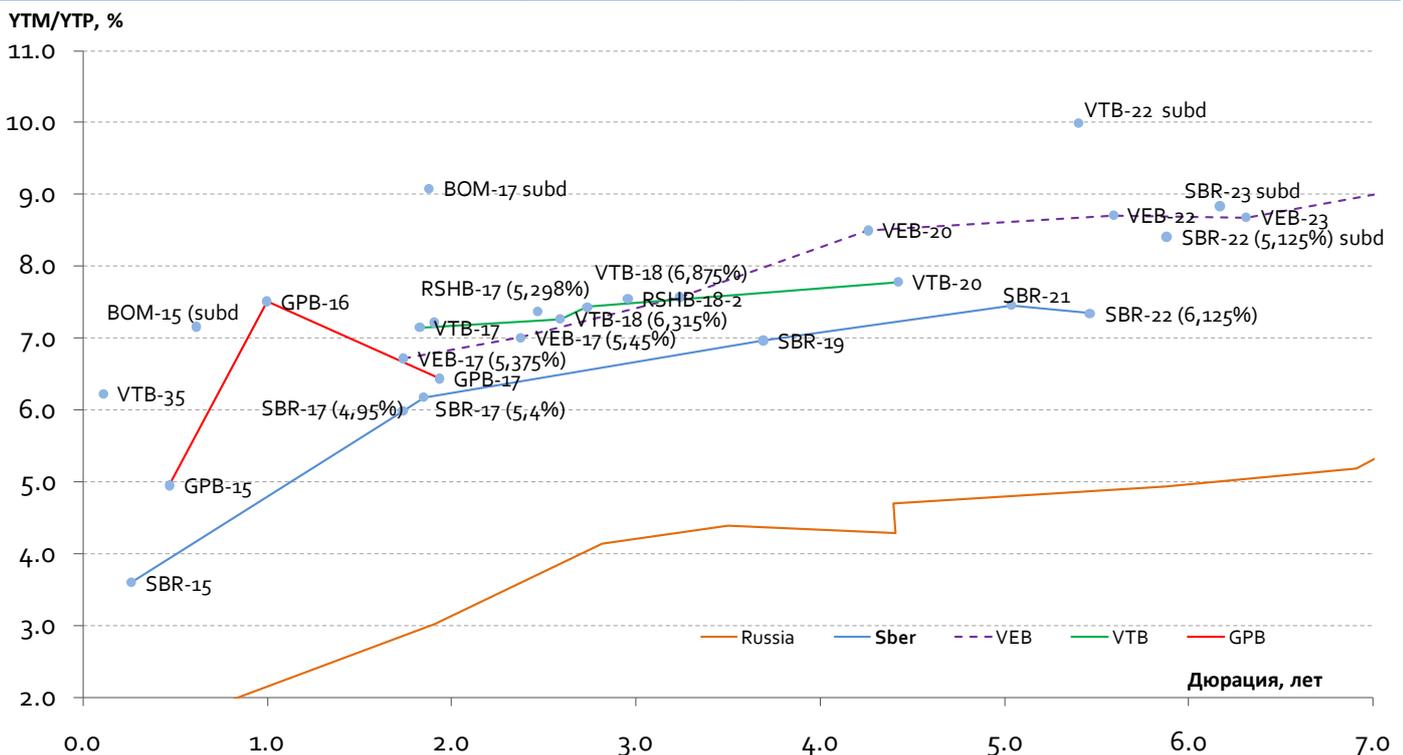
27 марта 2015

Ключевые финансовые показатели ОАО «Сбербанк России» (консолированная МСФО-отчетность)

Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2012	2013	2014	2014/2013
Активы	10 835	15 097	18 210	25 201	38.4%
Денежные средства	626	1 291	1 327	2 309	74.0%
доля в активах	5.8%	8.5%	7.3%	9.2%	
Кредиты (net)	7 720	10 499	12 934	17 757	37.3%
Кредиты (gross)	8 382	11 064	13 544	18 626	37.5%
доля в активах	71.2%	69.5%	71.0%	70.5%	
NPL (>90дн.)	4.9%	3.2%	2.9%	3.2%	0.3 п.п
Impairment allowance / NPL (90+)	1.6	1.6	1.6	1.5	
Финансовые активы	1 626	1 970	2 040	2 195	7.6%
доля в активах	15.0%	13.0%	11.2%	8.7%	
Средства клиентов	7 932	10 179	12 064	15 563	29.0%
доля в активах	73.2%	67.4%	66.2%	61.8%	
Капитал	1 268	1 624	1 881	2 020	7.4%
доля в активах	11.7%	10.8%	10.3%	8.0%	
Достаточность общего капитала	15.2%	13.7%	13.4%	12.1%	
Показатели прибыльности, млрд руб.	2011	2012	2013	2014	2014/2013
Чистые процентные доходы	561.0	704.8	862.2	1 019.7	18.3%
Чистые комиссионные доходы	140.6	170.3	220.3	282.3	28.1%
Создание резервов под обесценение	1.2	-21.5	-134.9	-361.4	167.9%
Операционные доходы	742.8	1 372.2	1 094.8	1 300.7	18.8%
Операционные расходы	-348.3	-451.4	-504.2	-565.1	12.1%
Прибыль за период	315.9	347.9	362.0	290.3	-19.8%
Качественные показатели деятельности	2011	2012	2013	2014	2014/2013
Рентабельность собственных средств	28.0%	24.2%	20.8%	14.8%	-6.0 п.п.
Рентабельность активов	3.2%	2.7%	2.2%	1.4%	-0.8 п.п.
C/I	46.9%	49.0%	46.1%	43.4%	-2.7 п.п.
NIM	6.4%	6.1%	5.9%	5.6%	-0.3 п.п.

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

Карта доходности еврооблигаций



Кредитный комментарий

Кредитный комментарий

Кредитный комментарий

Контакты:

ПАО «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 Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Директор по исследованиям и аналитике

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
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

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

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
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

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86
Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12
Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35
Константин Квашнин Kvasninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69
Сibaев Руслан sibaevrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18
Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96
Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34
Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34
Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@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

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

27 марта 2015

© 2015 ПАО «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 ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «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. ПАО «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. ПАО «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.