

Мониторинг первичного рынка

Влияние обострения внутривнутриполитической ситуации в США на настроение инвесторов постепенно ослабевает. Рост цен на нефть и ожидания продления соглашения ОПЕК по ограничению добычи нефти на 9 месяцев поддерживают спрос на российские корпоративные бонды. Кроме того, интерес к новым выпускам облигаций качественных эмитентов с доходностью на уровне 8,75% – 9,25% поддерживают ожидания по снижению ключевой ставки до уровня 6,5% – 7,0% в течение ближайших 2,5 лет.

На этой неделе, в понедельник, Сбербанк собрал спрос на бонды серии БО-19 объемом 15 млрд руб. со ставкой купона 8,3% на 4 года, что является новым минимумом по стоимости привлекаемого фондирования. На текущей и следующей неделе планируют сбор заявок инвесторов на новые выпуски рублевых облигаций Уралкалий, ИКС5, Акрон, Альфа-Банк, Балтийский лизинг, Ярославская и Волгоградская области. Общий объем планируемых к размещению в ближайшее время бумаг составляет порядка 55 млрд руб.

ГТЛК после проведенного road-show в среду проводит book-building евробондов. Подробный комментарий к размещению еврооблигаций ГТЛК приведен далее.

Облигации: аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M/S&P/F	Возможн. вкл. в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
ИКС 5 Фин, 1P-02	-/BB-/	да	10 000	24 май	26 май	8,60 - 8,75% / 8,79 - 8,94%	3,5 / 15	
Уралкалий, БО-1P-02	Ba2/BB-/BB-	да	10-15 млрд	24 май	31 май	8,95 - 9,20% / 9,15 - 9,41%	- / 3	
Акрон, БО-001P-02	Ba3/-/BB-	да	5 000	26 май	6 июн	8,59 - 9,10% / 9,05 - 9,31%	4 / 10	
ГСС, БО-5 (втор.)	-/-/BB-	да	3 000	до 30 мая	30 май	9,45% / 9,67%	- / 3	
Ярославская обл., 35015	-/-/BB-	да	7 500	29 май	1 июн	8,60 - 8,80% / 8,86 - 9,18%	ам. / 10 (дюр. 6,0)	
Волгоградская обл., 35007	-/-/B+	да	10 000	2 июн	2 июн	9,20 - 9,50% / 8,92 - 9,24%	ам. / 7 (дюр. 4,6)	
Балтийский лизинг, БО-ПО1	-/-/BB-	да	4 000	июнь		11,25 - 11,50% / 11,73 - 12,01%	ам. / 3 (дюр. 2,1)	

Еврооблигации

ГТЛК	Ba2/BB-/BB	да	\$	24 май	31 май	5,5%	7 лет	5,25%
------	------------	----	----	--------	--------	------	-------	-------

Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможн. включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет	Спрэд к ОФЗ по доходн., б.п.
Сбербанк, БО-19	Ba1/-/BBB-	да	15 000	23 май	30 май	8,30 - 8,50% / 8,47 - 8,68%	8,30% / 8,47%	4 / 10	66
ВЭБ, ПБО-1P-07	Ba1/BB+/BBB-	да	25 000	19 май	26 май	9,10 - 9,35% / 9,31 - 9,57%	9,05% / 9,25%	- / 2,5	115
Еврохим, БО-1P-02	-/BB-/BB	да	10 000	18 май	26 май	8,90 - 9,10% / 9,10 - 9,31%	8,75% / 8,94%	- / 3	91
Почта России, БО-1P-02	-/-/BBB-	да	5 000	18 май	23 май	8,75 - 8,9% / 8,94 - 9,10%	8,5% / 8,73%	4 / 10	88
Лента, БО-1P-01	Ba3/BB-/BB	да	5 000	18 май	30 май	8,75 - 9,10% / 8,94 - 9,31%	8,7% / 8,89%	- / 3	86
МОЭСК, БО-10	Ba2/BB-/BB+	да	10 000	16 май	18 май	8,65 - 8,89% / 8,84 - 8,99%	8,55% / 8,74%	5 / 10	114
Якутия	-/BB/BBB-	да	5 000	15 май	18 май	8,80 - 8,90% / 9,10 - 9,31%	8,59% / 8,87%	ам. / 7	117
РЖД, 1P-3R	Ba1/BB+/BBB-	да	15 000	15 май	18 май	8,50 - 8,65% / 8,68 - 8,84%	8,4% / 8,58%	8 / 20	88

Еврооблигации

ПМХ (КОКС)	B3/B-/B	нет	\$500 млн	26 апр	4 май	7,75% - 7,99%	7,50%	- / 5	
МКБ, регр	B1/BB-/BB	нет	\$700 млн	26 апр	10 май	9,00% - 9,25%	8,875%	5,5 / бессрочн.	
Русал	Ba3/-/B+	да	\$500 млн	25 апр	3 май	5,33%	5,30%	- / 6	
Фосагро	Ba1/BBB-/BB+	да	\$500 млн	25 апр	3 май	4,00%	3,95%	- / 4,5	
Металлоинвест	Ba2/BB/BB	да	\$ 800 mln	24 апр	2 май	5,00%	4,85%	- / 7	
X5	Ba2/BB/BB	да	20 bln rub	11 апр	18 апр	9,50%	9,25%	- / 3	
NORNKL	Ba1/BBB-/BBB-	да	\$ 1 000 mln	4 апр	11 апр	4,50%	4,10%	- / 6	
Sovcomflot-23, доразм.	Ba2/BB/BB	да	\$ 150 mln	3 апр	3 апр	5,375% / 5,0%	4,85%	- / 6	

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Rusbonds, Интерфакс

ГТЛК (Ba2/BB-/BB): первичное размещение.

ГТЛК сегодня проводит book-building нового выпуска 7-летних евробондов. Планируемый объем - 500 млн долл. Первоначальный ориентир по доходности был объявлен на уровне 5,5%, а по мере формирования книги понижен до 5,125%. Финальный прайсинг содержит премию к доходности GTLK-21 в размере 57 б.п., что с учетом ожидаемого повышения ставки ФРС выглядит уже не так интересно для покупки.

ГТЛК за счет вливаний в капитал со стороны государства в 2015-2017 годах демонстрирует рост бизнеса и усиление кредитных метрик. По данным МСФО за 2016 г. лизинговый портфель ГТЛК вырос до 160,7 млрд руб. (+24,1 г/г). В структуре лизингового портфеля доминирует авиационный транспорт (52%). Доля ж/д техники составляет 27%, водный транспорт – 11%, прочее – 10%. По размеру лизингового портфеля ГТЛК занимает 4-е место в России, а по объему нового бизнеса в 2016 г. ГТЛК стала лидером. Собственный капитал ГТЛК в 2016 г. вырос на 27,5% - до 57,9 млрд руб. Доля собственных средств в пассивах составляет 25%. Государственные программы поддержки транспортной отрасли в 2017-2019 годах предусматривают дополнительные вливания в капитал ГТЛК в размере 44 млрд руб., что обеспечит дальнейший рост бизнеса. 16 мая агентство Fitch повысило кредитный рейтинг ГТЛК на одну ступень – до уровня «BB» со «Стабильным» прогнозом.

ГТЛК размещает новый выпуск 7-летних евробондов.

Первоначальный ориентир по доходности объявлен около 5,5%, что содержит премию к суверенной кривой 195 б.п.

По нашим оценкам, покупка нового займа ГТЛК интересна с доходностью 5,2%-5,25%...

Альтернативой новому займу может быть выпуск GTLK-21, подверженный меньшим рискам коррекции...

Вливания в капитал ГТЛК со стороны государства в 2015-2017 гг. составили 49 млрд руб.

Бюджет на 2017-2018 гг. предполагает увеличение капитала ГТЛК еще на 44 млрд руб.

Увеличение капитала позволяет привлекать рыночное фондирование и финансировать рост бизнеса. В 2016 г. ГТЛК заняла 1-е место по объему нового бизнеса и 4-е место по размеру лизингового портфеля (160,7 млрд руб.)

Комментарий. ГТЛК сегодня проводит book-building нового выпуска 7-летних евробондов. Объем займа составляет 500 млн долл. Первоначальный ориентир по доходности объявлен на уровне 5,5%. Данный прайсинг содержал премию к суверенной кривой в размере 195 б.п., тогда как размещенный в прошлом году 5-летний займ GTLK-21 торгуется с премией около 170 б.п. По мере формирования книги заявок инвесторов ориентир понижен до 5,125%. Данный уровень содержит премию к доходности GTLK-21 в размере 57 б.п. и премию к суверенной кривой 157 б.п., что в свете проводимой ФРС политики повышения ставок смотрится не интересно с учетом 7-летнего срока обращения нового займа. Справедливую доходности нового выпуска евробондов ГТЛК мы оцениваем на уровне 5,2%-5,25% годовых.

В течение последних трех лет российские госбанки сокращали присутствие на внешних рынках капитала, что обеспечивает высвобождение кредитных лимитов. ГТЛК не включено в санкционные списки, что на фоне отсутствия нового предложения от госбанков обеспечивает высокий интерес к займу. Также мы отмечаем, что новый займ ГТЛК интересен наличием ковенантов, позволяющих досрочно предъявить бумаги к погашению в случае ослабления кредитного профиля компании. Финансовые ковенанты включают обязательства по поддержанию положительного чистого процентного дохода и сохранение доли собственных средств выше 10% от активов. Условия выпуска также предоставят держателям облигаций опцион пут на случай, если российское правительство перестанет контролировать свыше 75% в капитале ГТЛК и/или GTLK Europe. Новый выпуск интересен, прежде всего крупным инвесторам, для которых покупка на первичном рынке позволяет удовлетворить большие заявки. С учетом агрессивного понижения ставки купона по займу GTLK-24, мы считаем покупку GTLK-21 (купон 5,95%, доходность 4,55%) более интересной поскольку в силу меньшей дюрации бумага подвержена меньшим рискам коррекции.

Ключевым фактором кредитоспособности ГТЛК является высокая интеграция с Министерством Транспорта, осуществляющего от имени Правительства России функции 100% собственника. Правительство отвечает за назначение Генерального директора и утверждение стратегии Компании. Наличие отраслевой экспертизы позволяет ГТЛК формировать качественный лизинговый портфель. В 2015 г. Правительство РФ внесло в капитал ГТЛК 34,9 млрд руб., в декабре 2016 г. - 12,4 млрд руб., еще 2 млрд руб. в марте 2017 г. Средства предназначены для финансирования лизинга самолетов SSJ100, отечественных вертолетов, софинансирования постройки паромов, лизинга городского пассажирского транспорта. Собственный капитал ГТЛК по данным МСФО на конец 2016 г. вырос до 57,9 млрд руб. Госпрограммы на 2017-2018 годы предполагают докапитализацию ГТЛК еще на 44 млрд руб.

Рост собственного капитала расширяет возможности ГТЛК привлекать рыночное фондирование для финансирования роста бизнеса. В 2016 г. лизинговый портфель ГТЛК вырос на 24,1% и составил 160,7 млрд руб. По размеру нового бизнеса ГТЛК

24 мая 2017

Доля проблемных активов в 2016 г. снизилась с 8% до 5%, что позволило высвободить резервы. Однако прибыльность по-прежнему остается околонулевой, что является ключевым риском компании...

Финансовый леверидж ГТЛК поддерживается на комфортном уровне...

Fitch повысило кредитный рейтинг ГТЛК до уровня «ВВ», что отражает усиление роли компании в госпрограммах поддержки транспортной отрасли.

заняла в 2106 г. первое место среди российских лизинговых компаний. А по размеру лизингового портфеля поднялась на 4-е место. Стратегия ГТЛК предполагает построение диверсифицированного лизингового портфеля с равномерным распределением рисков на авиационную отрасль, ж/д транспорт и другие сектора. Однако с учетом приоритетного госфинансирования программы SSJ100 пока авиационный сектор доминирует в лизинговом портфеле. В 2016 г. доля авиационного транспорта составила 52% (в 2015 г. – 60%), железнодорожного – 27% (в 2015 г. – 30%), прочие – 22% (в 2015 г. – 11%).

Размер проблемных активов (чистые инвестиции в лизинг и задолженность по расторгнутым договорам лизинга с просрочкой 90 и более дней плюс все изъятые активы на балансе) снизился до умеренных 5% от лизингового портфеля на конец 2016 г. по сравнению с 8% на конец 2015 г. Улучшение качества портфеля (за счет реструктуризации проблемных активов) позволило ГТЛК отразить сокращение резервов под обесценение активов, что обеспечило рост прибыли в 2016 г.

Чистая прибыль ГТЛК в 2016 г. составила 0,2 млрд руб. Это в 5,3 раза превосходит результат 2015 г., тем не менее показатель рентабельности собственного капитала все еще остается околонулевым. Низкая прибыльность ограничивает возможности ГТЛК абсорбировать потенциальные потери и является, на наш взгляд, ключевым риском компании.

Финансовый леверидж ГТЛК поддерживается на комфортном уровне с конца 2015 г. Показатель Финансовый долг/Капитал сохраняется менее 3,5х. Менеджмент ожидает, что темпы роста финансового долга компании в 2017 – 2020 годах будут сопоставимы с динамикой докапитализации и леверидж не превысит 4х.

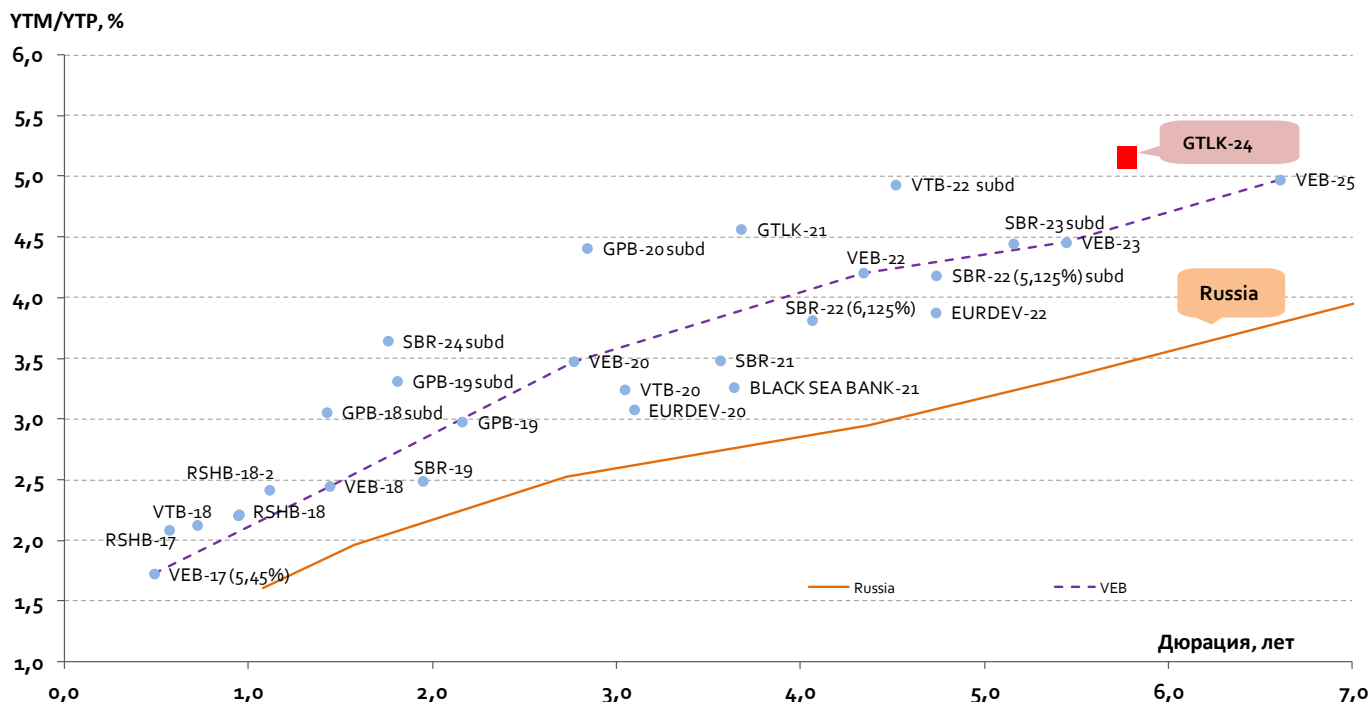
ГТЛК имеет диверсифицированную базу фондирования. Структура пассивов на 31.12.2016 г. выглядела следующим образом: 25% - собственный капитал, 23% - кредиты, 24% - рублевые облигации, 13% - евробонды, 13% - обязательства по финансовому лизингу. Валютная структура фондирования и лизингового портфеля совпадают, что исключает валютный риск. Для финансирования лизингового портфеля ГТЛК привлекает преимущественно долгосрочное фондирование. На горизонте 2017 г. запас ликвидных активов и ожидаемых притоков за счет платежей по договорам лизинга на 27 млрд руб. превышает обязательства к погашению в течение года.

Агентство Fitch 16 мая 2017 г. повысило кредитный рейтинг ГТЛК с «ВВ-» до «ВВ», прогноз «Стабильный». Повышение кредитного рейтинга отражает (1) рост бизнеса и повышение роли компании в госпрограммах по поддержке транспортного сектора и производства российских воздушных и водных судов, (2) взносы в капитал со стороны государства на 12,4 млрд. руб. в декабре 2016 г. и еще 2 млрд. руб. в марте 2017 г. (3) ожидаемые дальнейшие взносы в капитал от государства, (4) глубокую интеграцию компании с Министерством транспорта и Министерством Промышленности.

Среди ключевых рисков ГТЛК рейтинговые агентства отмечают ограниченную ликвидность предметов лизинга, высокую концентрацию на авиационной отрасли, низкую прибыльность.

Дмитрий Монастыршин

24 мая 2017

Карта доходности еврооблигаций: Государственные финансовые институты

Ключевые финансовые показатели ГТЛК по МСФО (млрд руб.)

Балансовые показатели	2013	2014	2015	2016	Изм. 2016/2015
Активы	82,2	97,1	185,2	232,1	25,3%
Денежные средств и экв.	7,5	2,8	19,6	9,5	-51,6%
Чистые инвестиции в лизинг	53,3	55,6	42,3	70,9	67,6%
Активы в операционной аренде	13,5	28,8	83,9	88,1	5,1%
Задолж. по расторгнутым договорам	1,2	1,5	2,7	8,4	210,0%
Авансы поставщикам	2,3	5,7	32,5	39,7	22,0%
Обязательства	71,9	86,6	139,8	174,2	24,6%
Кредиты	42,4	52,7	57,6	52,3	-9,1%
Обязательства по финансовой аренде	7,3	11,8	40,3	31,0	-23,0%
Выпущенные облигации	20,4	20,9	40,2	86,1	114,3%
Капитал	10,286	10,5	45,4	57,9	27,5%

Отчет о прибылях и убытках	2013	2014	2015	2016	Изм. 2016/2015
Выручка	7,5	10,6	16,7	22,1	31,9%
Чистый операционный доход*	2,4	2,8	3,2	3,3	5,8%
Административные расходы	-1,0	-1,0	-1,4	-1,5	4,6%
Резервы под обесценение лизинговых активов	-0,7	-1,3	-1,9	1,6	
Чистая прибыль	0,128	0,265	0,039	0,205	5,3x

Ключевые показатели	2013	2014	2015	2016
Капитал / Активы	12,5%	10,8%	24,5%	24,9%
Расходы / Операционные доходы	41%	35%	45%	45%

Источники: данные Компании, расчеты PSB Research

Чистый операционный доход = Чистый процентный доход + Доход от операционного лизинга - Амортизация

**ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

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

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

PSB RESEARCH

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

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Роман Насонов	NasonovRS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ 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

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов	Операции на финансовых рынках	
Руслан Сибяев	FICC	
Пётр Федосенко	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Михаил Маркин	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков		
Павел Демещик	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135
Александр Орехов	Акции	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами Fixed Income	+7 (495) 705-97-57
Александр Аверочкин		
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Татьяна Муллина	Конверсии, Хеджирование, РЕПО,	+7 (495) 228-39-22
Владислав Риман	Структурные продукты, DCM	
Максим Сушко		
Давид Меликян		
Александр Борисов		
Олег Рабец		
Александр Ленточников	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Глеб Попов		
Игорь Федосенко		+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	Брокерское обслуживание	+7 (495) 411-51-39

© 2017 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.