



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**ГТЛК (-/B+/-): первичное размещение.****Магнит (-/BB+/-): итоги 3-го кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.****ГТЛК (-/B+/-): первичное размещение.**

**ГТЛК планирует 28 октября сформировать книгу заявок инвесторов на приобретение биржевых облигаций серии БО-05 и БО-06 с офертой через 1 и 3 года. Ориентир по ставке купона для выпуска с годовой офертой составляет 13,75-14,15% (УТР 14,18-14,92%) годовых, для выпуска с 3-х летней офертой - 14,50-14,90% (УТР 15,31-15,76%) годовых. На наш взгляд, более интересно выглядит покупка 3-х летнего займа.**

## Комментарий.

ГТЛК планирует 28 октября провести сбор заявок инвесторов на покупку облигаций серий БО-05 и БО-06 с офертой на выкуп бумаг через 1 и 3 года соответственно. Ориентир по ставке купона для выпуска с годовой офертой составляет 13,75-14,15% (УТР 14,18-14,92%) годовых, для выпуска с 3-х летней офертой - 14,50-14,90% (УТР 15,31-15,76%) годовых. Планируемый объем размещения составляет 4 – 8 млрд руб.

Ключевым фактором кредитоспособности ГТЛК является её статус. Компания на 100% принадлежит Росимуществу и находится в управлении Минтранса. Фактически ГТЛК исполняет функции агента государства по поставке в лизинг техники для транспортной и других отраслей. В январе текущего года Правительство РФ увеличило капитал ГТЛК на 4,9 млрд руб., что создало возможности для наращивания бизнеса. За 6м2015 г. ГТЛК заключило новых договоров лизинга на 27,3 млрд руб.

Среди последних событий, отражающихся на кредитных метриках ГТЛК, мы обращаем внимание на распоряжение Правительства №2045-р от 14 октября. В соответствии с данным распоряжением Правительство увеличит капитал ГТЛК на 30 млрд руб. до конца текущего года. В свою очередь ГТЛК использует данные средства для финансирования приобретения и последующей передачи в лизинг самолетов «Сухой Суперджет 100». Помимо этого важное влияние на бизнес окажет планируемая сделка по покупке лизинговой компании Трансфин-М, специализирующейся на лизинге подвижного состава. Объединенная структура станет самой крупной компанией, обладающей компетенцией в финансовом и операционном лизинге. В августе сообщалось, что ФАС согласовал данную сделку.

Наличие государства в составе акционеров позволяет ГТЛК привлекать в качестве клиентов компании с госучастием, что поддерживает высокое качество лизингового портфеля. В течение первого полугодия 2015 г. ГТЛК приобрела 3 самолета Boeing 777 и передала их по договорам операционного лизинга предприятиям, находящимся под контролем государства. Ранее, в первом полугодии 2014 г., были приобретены 3 самолета Boeing 737-800. Балансовая стоимость самолетов, сдаваемых в операционную аренду предприятиям, находящимся под контролем государства, составляет 48,6 млрд

*Единственным акционером ГТЛК является Российская Федерация...*

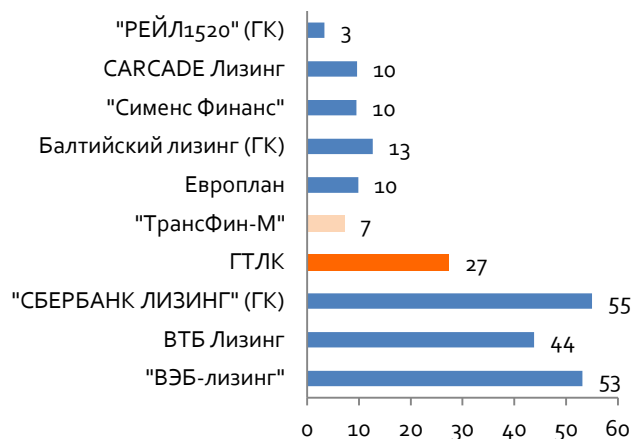
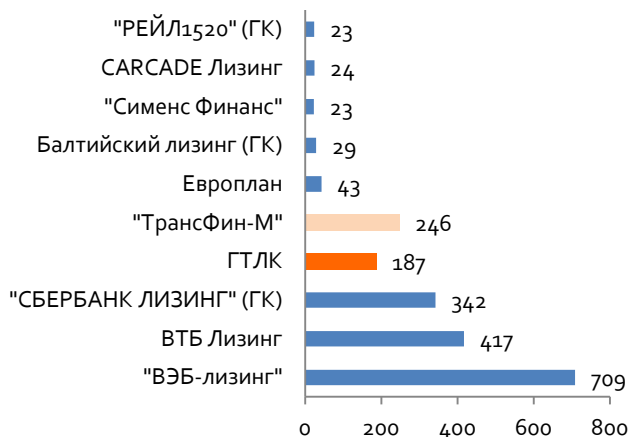
*В январе Правительство РФ увеличило капитал ГТЛК на 4,9 млрд руб. До конца года планируется увеличение капитала еще на 30 млрд руб...*

*ГТЛК по размеру лизингового портфеля занимает 5-е место в России, а по объему заключенных новых договоров лизинга за 6м2015 г. занимает 4-е место...*

руб. (данные МСФО-отчетности за 6м2015 г.). Доходы от сдачи самолетов в операционную аренду компаниям с госучастием формировали 87% всех доходов от операционной аренды, полученных ГТЛК за 6м2015 г.

**Текущий лизинговый портфель, млрд. руб.**

**Сумма новых договоров финансового и оперативного лизинга за 1П2015 года, млрд. руб.**

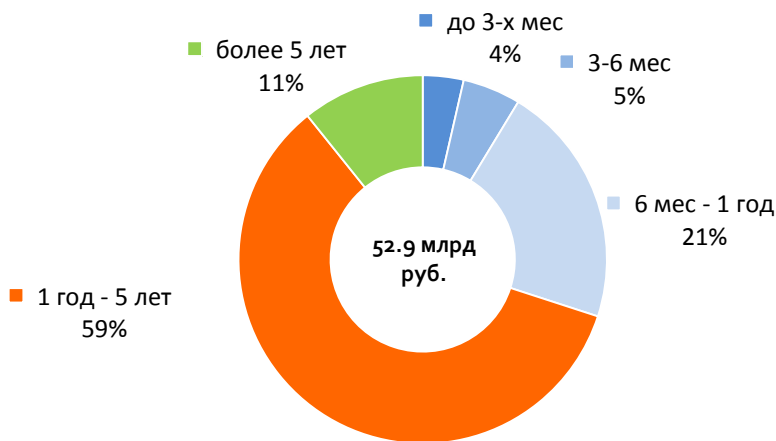


Источник: Эксперт РА

*Хорошее качество лизингового портфеля ГТЛК обеспечивается преобладанием среди клиентов компаний, находящихся под контролем государства...*

Кредитный портфель ГТЛК на 30 июня 2015 г. составлял 52,9 млрд руб., при этом 43% долга профинансировано банками с госучастием. Средняя эффективная ставка по рублевым кредитам, привлеченным от госбанков, составила 12,3% годовых. Кредитный портфель ГТЛК сформирован в соответствии со срочной структурой лизингового портфеля. Кредиты со сроком погашения более 1 года формируют 70% портфеля.

**Кредитный портфель ГТЛК на 30.06.2015 г., млрд руб.**



Источник: МСФО-отчетность за 6м2015 г

*Кредитный портфель ГТЛК диверсифицирован. На компанию открыты лимиты в крупнейших российских и западных банках...*

*ГТЛК не попала в санкционный список ЕС и США...*

Среди ключевых рисков ГТЛК мы отмечаем высокую зависимость от долгового рынка. Сейчас в обращении находится 6 выпусков рублевых облигаций ГТЛК номинальным объемом на 24,5 млрд руб., что составляет 22% от всех обязательств ГТЛК. Причем в первом квартале 2016 г. компании предстоит пройти oferty по 3-м выпускам облигаций номинальной стоимостью 15 млрд руб. в то время как запасы денежных средств и эквивалентов на 30 июня 2015 г. составляли всего 6,9 млрд руб.

*Ключевые риски ГТЛК: слабый запас ликвидности и высокая зависимость от долгового рынка.*

При позиционировании новых выпусков облигаций ГТЛК мы ориентируемся на итоги последних первичных размещений и прохождения oferty эмитентов финансового сектора, имеющих кредитный рейтинг на уровне «В+». Так, Банк Пересвет (-/В+/В+) провел 22 октября размещение займа серии БО-ПО2 со ставкой купона 13,5%, что соответствует доходности к офerte через 3 года на уровне 13,96%. Размещение займа прошло по нижней границе и спрос составил 3,5 млрд руб., что превысило первоначально планируемый объем размещения на уровне 2 - 3 млрд руб. Таким образом, прайсинг нового выпуска облигаций ГТЛК с офertой через 3 года уже по нижней границе содержит премию 135 б.п. к доходности первичного размещения

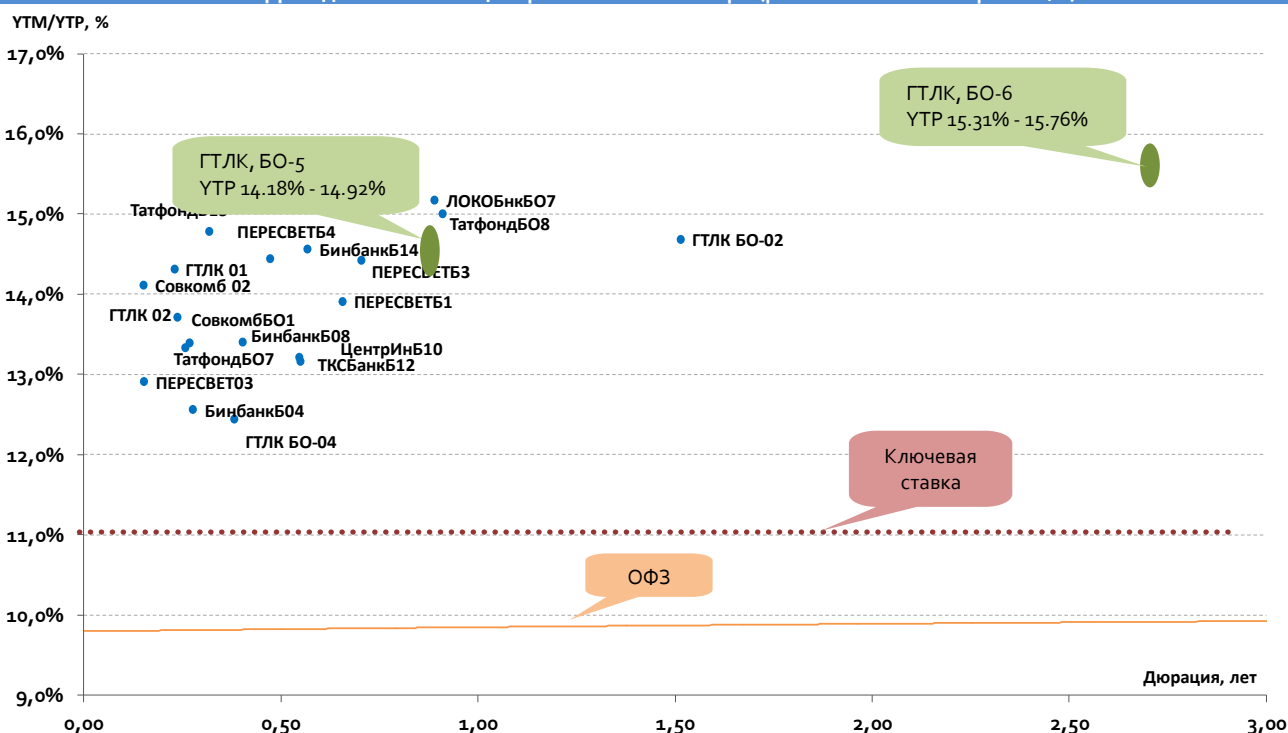
**Из предложенных бумаг более интересно смотрится новый выпуск ГТЛК с офертой через 3 года, содержащий премию к кривой доходности ОФЗ 540-590 б.п.**

выпуска Банка Пересвет БО-ПО2, что выглядит интересно. Также мы обращаем внимание, что текущий прайсинг по выпуску ГТЛК серии БО-6 содержит премию 540 – 590 б.п. к кривой доходности ОФЗ, что является лучшим предложением среди качественных эмитентов рейтинговой категории «В+». Поддержку выпуску в перспективе будет оказывать ожидаемое замедление инфляции и понижение ключевой ставки ЦБ РФ. На фоне высоких ожиданий понижения ключевой ставки предложение новых выпусков облигаций с фиксированной ставкой купона на 3 года является достаточно редким явлением. Дефицит предложения длинных качественных бумаг обеспечивает высокий спрос на новые выпуски.

Прайсинг выпуска ГТЛК с офертой через 1 год смотрится не так интересно. Среди бумаг эмитентов рейтинговой категории «В+» на горизонте дюрации до 1 года конкуренцию новому займу ГТЛК может составить недавно размещенный выпуск облигаций Локо-Банка (В2/-/В+) серии БО-7. Размещение данного выпуска объемом 3 млрд руб. прошло 8 октября со ставкой купона 14,5% при наличии оферты через 1 год. Текущая доходность выпуска составляет 15,17% годовых. В то же время квазигосударственный статус ГТЛК, на наш взгляд, может позволить ГТЛК сформировать спрос на новый выпуск облигаций с офертой через 1 год со ставкой купона не выше 14% годовых.

*Дмитрий Монастыршин*

**Доходности облигаций финансового сектора (рейтинговая категория В+/В)**



**Ключевые финансовые показатели ГТЛК, млрд руб. (МСФО)**

	6м2015	2014	2013
<b>Активы</b>	<b>126,1</b>	<b>97,1</b>	<b>82,2</b>
Денежные средств и экв.	6,9	2,8	7,5
Чистые инвестиции в лизинг	49,8	55,6	53,3
Активы в операционной аренде	59,8	28,8	13,5
Задолж. по расторгнутым договорам	1,9	1,5	1,2
Авансы поставщикам	5,2	5,7	2,3
<b>Обязательства</b>	<b>110,7</b>	<b>86,6</b>	<b>71,9</b>
Кредиты	52,9	52,7	42,4
Обязательства по финансовой аренде	31,8	11,8	7,3
Выпущенные облигации	24,9	20,9	20,4
<b>Капитал</b>	<b>15,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,3</b>
Чистая прибыль	0,029	0,265	0,128

## Магнит (-/BB+/-): итоги 3-го кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.

Магнит представил результаты за 3-ий кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. Результаты прибыли превзошли консенсус-прогноз, по EBITDA и EBITDA margin оказались ниже ожиданий. Выручка выросла на 27% (г/г) до 690 млрд руб., EBITDA margin снизилась на 0,3 п.п. до 10,9%. Давление на прибыльность оказали инвестиции в цены и рост арендных расходов на фоне активной экспансии сети. Долговую нагрузку Магнит за 9 мес. не раскрывает, но по итогам 1 пол. она была на комфортном уровне – Чистый долг/EBITDA составила 0,9х. Размещенный в октябре выпуск Магнит БО-11 уже торгуется выше номинала с доходностью 11,8% и еще может показать рост, как и другие длинные бонды, но, скорее, вместе с рынком.

**Магнит представил результаты за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО ...**

**Результаты прибыли превзошли консенсус-прогноз, по EBITDA и EBITDA margin оказались ниже ожиданий...**

**Выручка выросла на 27% (г/г) до 690 млрд руб., EBITDA margin снизилась на 0,3 п.п. до 10,9%...**

**Давление на прибыльность оказали инвестиции в цены и рост арендных расходов на фоне активной экспансии сети...**

**Долговую нагрузку Магнит за 9 мес. не раскрывает, но по итогам 1 пол. она была на комфортном уровне – Чистый долг/EBITDA составила 0,9х...**

**Комментарий.** В пятницу Магнит представил выборочные финансовые результаты за 3-ий кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. По прибыли показатели компании превзошли прогноз рынка, по EBITDA и EBITDA margin оказались ниже ожиданий.

Так, в январе-сентябре Магнит увеличил выручку на 27% (г/г) до 690 млрд руб., EBITDA – на 24% (г/г) до 75 млрд руб., при этом EBITDA margin составила 10,9% («-0,3 п.п.» г/г), чистая прибыль выросла на 28% до 43 млрд руб.

Отметим, что по темпам роста Магнит вновь несколько уступил X5 (выручка «+28%» г/г; EBITDA – «+29%» г/г), но по уровню прибыльности бизнеса Магнит выглядит заметно лучше X5 (10,9% против 7,2% соответственно), хотя по итогам 9 мес. несколько снизил рентабельность. Давление на прибыльность бизнеса сети оказывает ухудшение операционной среды – по данным менеджмента, компания находится под давлением инвестиций в цены, чтобы не потерять покупателей, кроме того, возросли арендные расходы в связи с активной экспансией сети.

В целом, Магниту удается удерживать достаточно высокий для сектора показатель рентабельности, сохраняя высокие темпы развития (за 9 мес. 2015 г. количество магазинов выросло на 26%, торговая площадь – на 25% до 4,16 млн кв. м.), при этом продажи LfL составили в январе-сентябре 8,69% (ср. чек – 9,44%; -0,69%).

Магнит сохраняет свои прогнозы по основным финансовым результатам на 2015 год (рост выручки на 26%-28%, EBITDA margin 10,5-11,3%). При этом менеджмент ожидает, что рост выручки по итогам года все-таки будет ближе к нижней границе – в районе 26%.

Ключевые финансовые показатели (МСФО) млрд руб.	Магнит (-/BB+/-)			X5 (Ba3/BB-/BB)		
	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %
Количество магазинов, шт.	9 020	11 388	26,3	5 005	6 512	30,1
Общая торговая площадь, тыс. кв.м.	3 327	4 155	24,9	2 376	3 080	29,6
Выручка	543	690	27,2	452	579	28,0
Операционный денежный поток	n/a	n/a	-	15	12	-20,9
EBITDA	61	75	23,9	32	42	29,1
EBITDA margin	11,2%	10,9%	-0,3 п.п.	7,2%	7,2%	0 п.п.
Чистая прибыль	34	43	27,6	10	12	22,4
margin	6,2%	6,3%	0,1 п.п.	2,2%	2,1%	-0,1 п.п.
	2014	1 пол. 2015	Изм. %	2014	9 мес. 2015	Изм. %
Активы	345	357	3,6	351	368	4,9
Денежные средства и эквиваленты	18	12	-32,7	26	5	-81,1
Долг	96	98	2,3	131	142	8,2
краткосрочный	51	58	14,1	16	44	179,3
долгосрочный	44	39	-11,2	115	97	-15,3
Чистый долг	78	137	75,5	105	137	29,9
Долг/EBITDA	1,1	1,0		2,9	2,6	
Чистый долг/EBITDA	0,9	0,9		2,3	2,5	

Источники: данные компаний, PSB Research

Долговую нагрузку Магнит традиционно в промежуточных квартальных результатах не раскрывает (1 и 3 кв.), впрочем, по итогам 1 пол. 2015 г. размер долга ритейлера составил 98 млрд руб., что несильно отличалось от его значения по итогам 2014 г. («+2,3%» г/г). При этом кредитные метрики были более чем комфортные: Долг/EBITDA – 1,0х, Чистый долг/EBITDA – 0,9х.

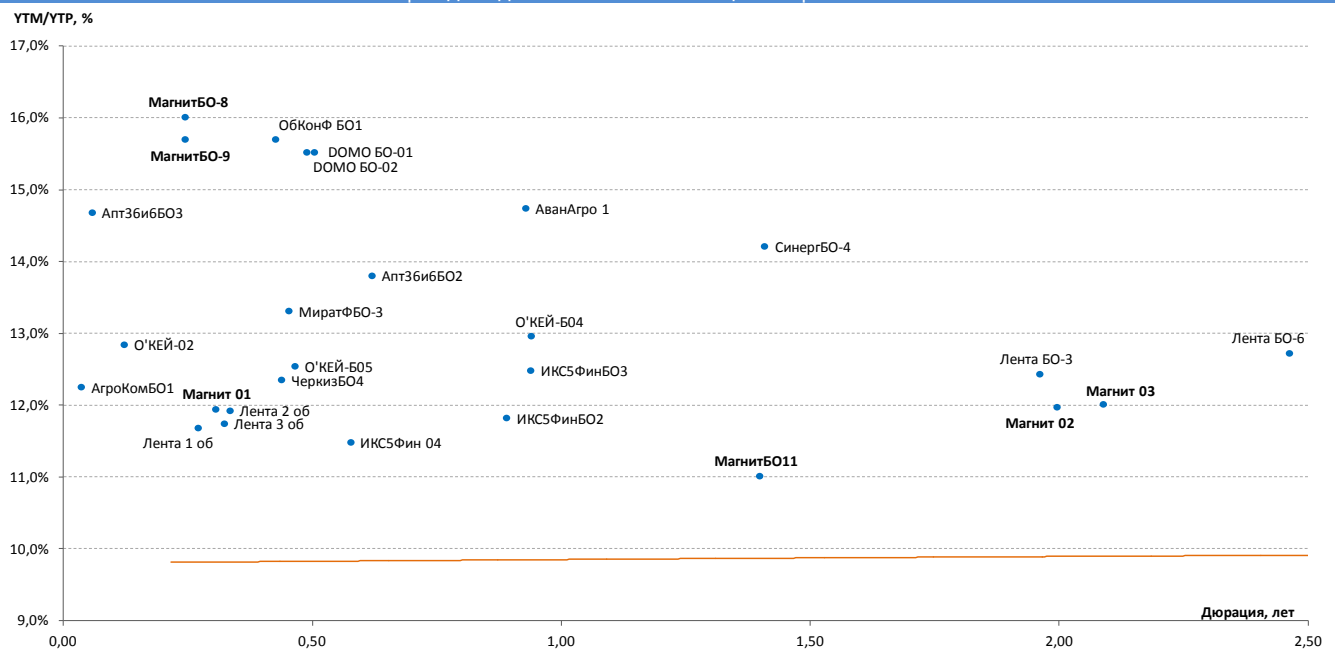
Вместе с тем, короткий долг (составил в 1 пол. 58 млрд руб. при денежных средствах 12 млрд руб.), на наш взгляд, Магнит вполне может рефинансировать, в

**Новый выпуск Магнит БО-11 торгуется выше номинала с доходностью 11,8% и может показать рост, как и другие длинные бонды, скорее, вместе с рынком...**

том числе за счет кредитов и на долговом рынке.

Так, в середине октября компания успешно разместила выпуск облигаций серии БО-11 на 10 млрд руб. при переспросе в 2,6 раза, ставка купона составила 11,7% (доходность 12,04% к 1,5-летней оферте). На вторичном рынке данный выпуск уже торгуется выше номинала (101,3%), а доходность опустилась к 11,8% на фоне повышенных ожиданий на рынке относительно возобновления ЦБ цикла понижения ставки, причем, уже на ближайшем заседании 30 октября. В целом, на текущих уровнях доходности, в том числе в сравнении с выпусками ИКС 5 Финанс и Ленты, бонды Магнита могут показать рост, скорее, уже вместе с рынком в ожиданиях смягчения ДКП ЦБ.

Карта доходностей: Ритейл и пищевая промышленность



**Александр Полютов**

## 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**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов**

**Илья Фролов**

**Екатерина Крылова**

**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Дмитрий Монастыршин**

**Дмитрий Грицкевич**

**Алексей Егоров**

**Александр Полютов**

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко**

**Ольга Целинина**

**Дмитрий Иванов**

**Константин Квашнин**

**Сibaев Руслан**

**Евгений Жариков**

**Борис Холжигитов**

**Устинов Максим**

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин**

**Александр Сурпин**

**Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков**

**Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко**

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 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.