

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Промсвязьбанк (В+/ВаЗ/ВВ-): неоднозначные финансовые результаты за 3К14

Вчера Промсвязьбанк предоставил консолидированные финансовые результаты по МСФО за 3К14, которые в целом выглядят неоднозначно, но одновременно с этим, на наш взгляд, могут послужить неплохим базисом для последующих финансовых отчетов, даже с учетом существенного ухудшения конъюнктуры рынка. Так с одной стороны банк зафиксировал трехкратное сокращение чистой прибыли и заметное снижение показателей эффективности, с другой, несмотря на это, банку удалось заметно выправить ситуацию на ключевых проблемных участках, с достаточностью капитала и качеством активов, и все это на фоне внушительного роста кредитного портфеля.

В 3К14 с точки зрения структуры активов, наибольшие изменения по-прежнему коснулись рабочих активов, где Промсвязьбанк продолжил сокращать портфель ценных бумаг (-33.6% кв/кв) в пользу роста чистой ссудной задолженности (+15% кв/кв). Также стоит отметить в банке возросшую долю дебиторской задолженности по сделкам «обратного РЕПО» (объем сделок вырос в 3.5 раза кв/кв), что свидетельствует о том, что Промсвязьбанк имел достаточный объем средств и был поставщиком ликвидности на рынок в 3К14. Рост кредитного портфеля был преимущественно обеспечен за счет корпоративного кредитования (+19.2% кв/кв), и эффекта от девальвации рубля. К слову, розничные продукты также росли опережающими темпами (потребительские и ипотечные кредиты увеличились на 7.1% и 16.7% соответственно), а аутсайдером в структуре кредитного портфеля выступил сегмент МСБ (-4.3% кв/кв). В тоже самое время, увеличение масштабов бизнеса благодаря корпоративному сегменту, а именно, кредитованию высококлассных заемщиков, по словам руководства банка, негативно сказалось на уровне чистой процентной марже банка, которая не сильно, но все же снизилась до 4.4% (-0.2 п.п кв/кв). С точки зрения качественных характеристик портфеля банк демонстрировал заметные улучшения, доля NPL 90+ сократилась до 2.9% (-0.8 п.п. кв/кв). Хотя снижение показателя было достигнуто, в первую очередь, за счет возросших объемов списаний и продажи проблемных активов, а также частичного размывания доли NPL за счет возросшего объема кредитного портфеля. Наиболее негативным момент в отчетности в 3К14 явилось снижение чистой прибыли в 3 раза до 854 млн руб. Давление на показатель по-прежнему оказывал высокий уровень резервных отчислений, при этом также к основным причинам столь негативного результата можно отнести убыток от операций с финансовыми инструментами (-0.8 млрд руб.) и, более существенный, от операций с иностранной валютой (-2.7 млрд руб.). Все это не могло не сказаться на капитализации банка, но, июльское и сентябрьское размещение субордов на 300 и 100 млн долл. своевременно поддержало показатель достаточности капитала, выправив Н1.0 с 10.6% до 11.0%. Помимо структуры активов изменения произошли и в пассивной части баланса банка. Так в качестве основного источника фондирования выступили средства других банков (+79.5% кв/кв), а именно вливания со стороны ЦБ РФ в виде срочных депозитов, и в чуть меньшей степени средства клиентов (+4.9% кв/кв). При этом долговая нагрузка банка в терминах Опт.Фондирование/Активы сохраняется на комфортном уровне 0.15x и имеет еще существенный запас прочности в случае необходимости привлечения заемных средств..

Как и на рублевом, так и на рынке евробондов, движение в ценах и доходностях бумаг Промсвязьбанка было обусловлено возросшим уровнем процентных ставок. Так на рынке евробондов после рекордного расширения спреда к кривой UST, как в субордах, так и старших выпусках банка наблюдался заметный отскок, который в итоге стабилизировался на уровнях даже ниже бумаг Банк Открытие (НОМОС Банк). На рублевом рынке обращается 4 выпуска банка, два из которых в скором времени должны быть погашены. Наиболее интересным, на наш взгляд, все же может быть выпуск Промсвязьбанк, БО-6, имеющий дюрацию в районе полугода и предлагающий по последним сделкам доходность свыше 22% годовых.

Финансовые показатели Промсвязьбанк по МСФО

| млн. руб. | 3К14 | 2К14 |
|----------------------------------|----------------|----------------|
| Процентные доходы | 20 378 | 19 122 |
| Чист. %%% доходы | 8 554 | 8 256 |
| Чистый комиссионный доход | 3 404 | 3 091 |
| Чистая прибыль | 854 | 2 619 |
| Денежные средства | 70 363 | 75 033 |
| Вложения в ценные бумаги | 22 156 | 33 360 |
| Чист. ссудная задолженность | 698 910 | 607 233 |
| ВСЕГО АКТИВЫ | 886 885 | 783 067 |
| Капитал | 67 436 | 66 804 |
| Очета и депозиты банков | 107 459 | 59 856 |
| Средства клиентов | 570 197 | 543 272 |
| Выпущенные ценные бумаги | 31 669 | 33 923 |
| Достаточность капитала | 11.0% | 10.6% |
| Чистая проц. маржа | 4.4% | 4.6% |
| Опт. Фондир. (Долг+МБК) / Активы | 0.15 | 0.11 |
| Cost-to-income | 0.4 | 0.4 |
| NPL 90+/Кредитн. портфель | 2.9% | 3.8% |
| Резервы/Кредитный портфель | 3.8% | 4.4% |
| Резервы/NPL | 132.0% | 118.0% |
| ROaE | 5.1% | 16.0% |

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Наталья Толстошеина Кирилл Сычев
n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

ГСС БО-04: несмотря на предложенный ориентир доходности, размещение выпуска может затруднить дефицит ликвидности у ряда инвесторов и присутствие на рынке качественных выпусков второго эшелона, торгующихся с доходностью выше 20% годовых.

ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (Fitch: BB/ Негативный) планирует 30 декабря провести размещение пятилетних биржевых облигаций серии БО-04 на сумму 3 млрд руб. Условиями выпуска предусмотрена полугодовая оферта. Кроме того, через 1 месяц после размещения облигаций ожидается дополнительная оферта. Индикативная ставка купона составляет 24%-25% годовых, что соответствует доходности 26.83%-28.08% к оферте через месяц и 25.44%-26.57% к полугодовой оферте.

ЗАО «ГСС» отличается слабым самостоятельным кредитным профилем, что во многом обусловлено большими инвестициями в реализацию проекта строительства нового семейства самолетов. По данным отчетности ЗАО «ГСС» по МСФО, в 1П14 выручка компании составила 180 млн долл., валовой убыток – 23 млн долл. В 1П14 EBITDA была отрицательной, на уровне -30 млн долл. Накопленный убыток компании стал причиной образования отрицательного собственного капитала в размере -555.8 млн долл. по состоянию на 30 июня 2014 г. В результате заметного увеличения чистого оборотного капитала (в частности, роста запасов на 242.9 млн долл.) отчетный период ЗАО «ГСС» завершило с отрицательным чистым операционным денежным потоком в размере -156 млн долл. и отрицательным свободным денежным потоком в размере -196 млн долл. В целях финансирования возникшего дефицита компания осуществляла привлечение новых кредитов и займов: в 1П14 совокупный долг вырос на 11.5% до 2.7 млрд долл. на 30 июня 2014 г., что более чем в 5 раз превышает выручку ЗАО «ГСС» за 2013 год. По состоянию на 30 июня 2014 г. объем краткосрочного долга компании составил 1 млрд долл., что существенно больше остатка денежных средств на счетах ЗАО «ГСС» (24 млн долл.). Финансирование деятельности ЗАО «ГСС» осуществляется преимущественно за счет средств российских госбанков: осенью 2014 г. Сбербанк открыл ЗАО «ГСС» кредитную линию на 600 млн долл. под 6.75% с условием строгого соблюдения графика поставок самолетов заказчиком, в 3К14 ВЭБ через приобретение доэмиссии ОАО «Компания «Сухой» (материнская компания ЗАО «ГСС») предоставил ЗАО «ГСС» 25 млрд руб.

Текущий портфель заказов ЗАО «ГСС» составляет около 200 самолетов, при этом за 9М14 компания получила новые заказы на поставку 35 самолетов. В 2016 году компания намерена выйти на целевой уровень производства 60 самолетов в год. В перспективе мы не исключаем постепенное улучшение финансовых метрик компании по причине роста объемов производства и продаж воздушных судов (в 1П14 в связи с увеличением продаж самолетов выручка ГСС выросла в 2 раза, кроме того, уменьшился убыток на уровне EBITDA и чистого операционного денежного потока). Тем не менее, поскольку выход на прибыльность ЗАО «ГСС» запланирован на 2016 год, в 4К14 и в 2015 году мы ожидаем дальнейшего расширения кредитного плеча компании. По нашему мнению, до выхода проекта Superjet-100 на полную производственную мощность государство и госбанки с высокой вероятностью продолжат оказывать финансовую поддержку ЗАО «ГСС», что отражается в рейтингах ЗАО «ГСС» от Fitch и снижает риски инвесторов в облигации компании с короткой дюрацией.

В настоящее время короткий выпуск ГСС 01 с дюрацией 0.23 года торгуется на небольших объемах по цене 93% от номинала, что соответствует доходности около 50% годовых. Кроме того, на коротком отрезке кривой с доходностью выше 20% торгуются компании второго эшелона с хорошим самостоятельным кредитным качеством: Мегафон БО-04 (21.3% годовых), МТС 08 (22.3% годовых), НПК БО-02 (22.75%) и НПК БО-01 (33% годовых). По нашим оценкам, данные инвестиционные возможности на фоне дефицита ликвидности у ряда инвесторов снижают вероятность успешного размещения нового выпуска биржевых облигаций ГСС БО-04, несмотря на предложенный ориентир по купону (24%-25% годовых).

ГСС БО-04 (первичное размещение)

| Основные параметры выпуска | |
|---------------------------------|--|
| Эмитент | ЗАО "Гражданские самолеты Сухого" |
| Рейтинги (S&P/M/F) | BB / - / - |
| Ломбардный список ЦБ | Включен |
| Объем первичного размещения | 3 000 млн руб. |
| Срок обращения | 10 лет |
| Оферта | 03.07.2015 @ 100% |
| Ожидаемая дополнительная оферта | Возможная через 1 месяц после размещения |
| Купонные выплаты | Полугодовые |
| Ориентир по купону | 24%-25% |
| Ориентир по УТР | 12.56%-13.44% годовых к оферте через 1 месяц |
| Дюрация | 0.08 г. |
| Тип размещения | Букбилдинг |
| Заккрытие книги | 26 декабря 2014 г. |
| Дата размещения | 30 декабря 2014 г. |
| Поручительство | ОАО "Компания "Сухой" |
| Организатор | UFS IC |
| Агент по размещению | Промсвязьбанк |

Источник: Данные Организаторов, расчеты Банка ЗЕНИТ

Ключевые финансовые показатели ЗАО «ГСС» по МСФО за 6 мес. 2014г.

| млн долл. | 1П14 | 1П13 | % |
|-------------------------------|-------|-------|---------|
| Выручка | 180 | 89 | 101.5% |
| Валовая прибыль | -23 | -29 | |
| Операционная прибыль | -68 | -75 | |
| EBITDA | -30 | -43 | |
| Чистая прибыль | -144 | -224 | |
| Рентабельность по EBITDA | отр. | отр. | |
| Валовая рентабельность | отр. | отр. | |
| Чистая рентабельность | отр. | отр. | |
| Операц. ден. поток до изм. ОК | -29 | -38 | |
| Чистый операцион. ден. поток | -156 | -213 | |
| CAPEX | 40 | 63 | |
| Свободный денежный поток | -196 | -276 | |
| млн долл. | 1П14 | 2013 | % |
| Активы | 2 637 | 2 538 | 3.9% |
| в т.ч. денежные средства | 24 | 31 | -24.5% |
| Долг | 2 660 | 2 386 | 11.5% |
| доля краткосрочного долга | 37.7% | 39.2% | -1.5 пп |
| Чистый долг | 2 637 | 2 354 | 12.0% |
| Капитал | -556 | -412 | |

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

| | | |
|------------------------------------|---------------------|--|
| Начальник Департамента | Кирилл Копелович | kopelovich@zenit.ru |
| Зам.начальника Департамента | Константин Поспелов | konstantin.pospelov@zenit.ru |
| Зам.начальника Департамента | Виталий Киселев | v.kiselev@zenit.ru |

Управление продаж

| | | |
|-------------------------------|--------------------|--|
| Валютные и рублевые облигации | Юлия Шабанова | j.shabanova@zenit.ru |
| Валютные и рублевые облигации | Максим Симагин | m.simagin@zenit.ru |
| Валютные и рублевые облигации | Александр Валканов | a.valkanov@zenit.ru |
| Валютные и рублевые облигации | Юлия Паршина | y.parshina@zenit.ru |

Аналитическое управление

| | | |
|---------------------------------|---------------------|--|
| | Акции | research@zenit.ru |
| | Облигации | firesearch@zenit.ru |
| Макроэкономика | Владимир Евстифеев | v.evstifeev@zenit.ru |
| Макроэкономика/кредитный анализ | Кирилл Сычев | k.sychev@zenit.ru |
| Кредитный анализ | Наталья Толстошеина | n.tolstosheina@zenit.ru |
| Кредитный анализ | Евгений Чердаков | e.cherdakov@zenit.ru |
| Кредитный анализ | Дмитрий Чепрагин | d.chepragin@zenit.ru |
| Акции | Евгения Лобачева | eugenia.lobacheva@zenit.ru |

Управление рынков долгового капитала

| | | |
|--------------------|-----------------|--|
| | | ibcm@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Денис Ручкин | d.ruchkin@zenit.ru |
| | Фарида Ахметова | f.akhmetova@zenit.ru |
| | Марина Никишова | m.nikishova@zenit.ru |
| | Вера Панова | vera.panova@zenit.ru |
| | Алексей Басов | a.basov@zenit.ru |

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.