



ПКБ — комментарий к выпуску рублевых облигаций

В понедельник, 10 августа, состоится сбор заявок на трехлетние рублевые облигации Первого Коллекторского Бюро (ПКБ) объемом от ₴750 млн серии 001P-02. Выпуск будет иметь амортизационную структуру, предполагающую погашение номинала равными долями, начиная с даты выплаты седьмого купона. Индикативный диапазон ставки купона от организаторов выпуска составляет 12,75-13% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне YTM 13,37-13,65%. Средства от размещения планируется направить на расширение бизнеса, а именно выкуп просроченной задолженности у банков-партнеров. На наш взгляд, участие в размещении может быть интересно инвесторам, готовым принимать риски эмитентов третьего эшелона для получения повышенной доходности.

КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ ЭМИТЕНТА

ПКБ (-/B-/-/ruBBB) - ключевое операционное подразделение группы FCB Group Limited (формирует почти 80% выручки), одного из крупнейших коллекторских агентств на территории России и Восточной Европы. Группа ведет свою деятельность с 2005 г. и сейчас контролирует примерно треть российского рынка по взысканию просроченной задолженности (величина портфеля в управлении в 2019 г. - ₴520 млрд). Штат компании - около 3 тыс. человек. Основными акционерами FCB являются фонды Baring Vostok и Da Vinci Capital. Оценка кредитного профиля эмитента подтверждается сразу двумя рейтинговыми агентствами: международным и российским (первый коллектор, получивший национальный рейтинг).

ОПЕРАЦИОННАЯ МОДЕЛЬ

ПКБ специализируется на приобретении портфелей задолженности, прежде всего, необеспеченных розничных кредитов у банков-цедентов, а также оказании услуг аутсорсинга по взысканию дебиторской задолженности в пользу третьих лиц (около 9% выручки). Структура активов высоко диверсифицирована - средний размер долга не превышает ₴150 тыс. Цены на просроченные кредиты варьируются в зависимости от их качества и составляют примерно 2-3% от номинала. Балансовая стоимость портфеля на 1K20 составляла ₴6,1 млрд, следует из отчетности РСБУ. Последующее взыскание осуществляется собственными силами с использованием методов soft, field и legal. С 2019 г. группа внедряет программу операционных улучшений, направленную на оптимизацию процесса взыскания. Решения о приобретении задолженности принимаются на основе утвержденной риск-модели, базирующейся на системе внутренних рейтингов и лимитов.

В состав группы также входит приобретенная в 2014 г. "Национальная служба взыскания", которая специализируется на взыскании проблемной задолженности по агентской схеме.

КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ ПОДДЕРЖКИ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ ПКБ:

- Сильные рыночные позиции, длительная история существования.
- Наличие кредитных рейтингов от международного и национального рейтинговых агентств со "стабильным" прогнозом, регулярная публикация аудированной отчетности.
- Позитивная динамика финансовых показателей в последние годы благодаря наращиванию активов при сохранении их высокого качества.
- Доказанная эффективность действующих процедур риск-менеджмента.
- Продолжающийся рост рынка розничного кредитования в России, несмотря на усилившиеся пруденциальные меры со стороны ЦБ.
- ПКБ имеет успешную кредитную историю - с 2012 г. были погашены облигации общим объемом $\text{R}3,5$ млрд. В данный момент в обращении остался один выпуск рублевых облигаций, по которому своевременно производятся купонные выплаты, а также происходит частичное погашения номинала в соответствии с графиком амортизации.

ОСНОВНЫЕ РИСКИ:

- Негативный новостной фон вокруг топ-менеджмента и собственников компании. При этом S&P в своем рейтинговом обзоре пришло к выводу, что данные события не оказывают видимого влияния на бизнес-профиль ПКБ, что отчасти нивелирует данный риск.
- Высокий отраслевой риск, присущий коллекторской деятельности и необеспеченному потребительскому кредитованию.
- Возможные неблагоприятные изменения в нормативном регулировании.
- Изменения макроэкономической среды на фоне COVID-19: сокращение экономики, падение реальных доходов населения.

ОЦЕНКА КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ:

Кредитные метрики группы отличаются положительной динамикой. Консолидированные продажи в 2019 г. увеличились примерно на 40%, до немногим менее $\text{R}6,8$ млрд, следует из отчетности по РСБУ. Деятельность ПКБ характеризуется высоким уровнем рентабельности: в 2019 г. операционная рентабельность и рентабельность по чистой прибыли составили 27,1% и 14,7% соответственно. Масштабы бизнеса в последнее время незначительно сократились из-за внедрения новых технологий и оптимизации бизнес-модели. Балансовая стоимость портфеля задолженности по итогам 1П20 оценивалась в $\text{R}6,1$ млрд.

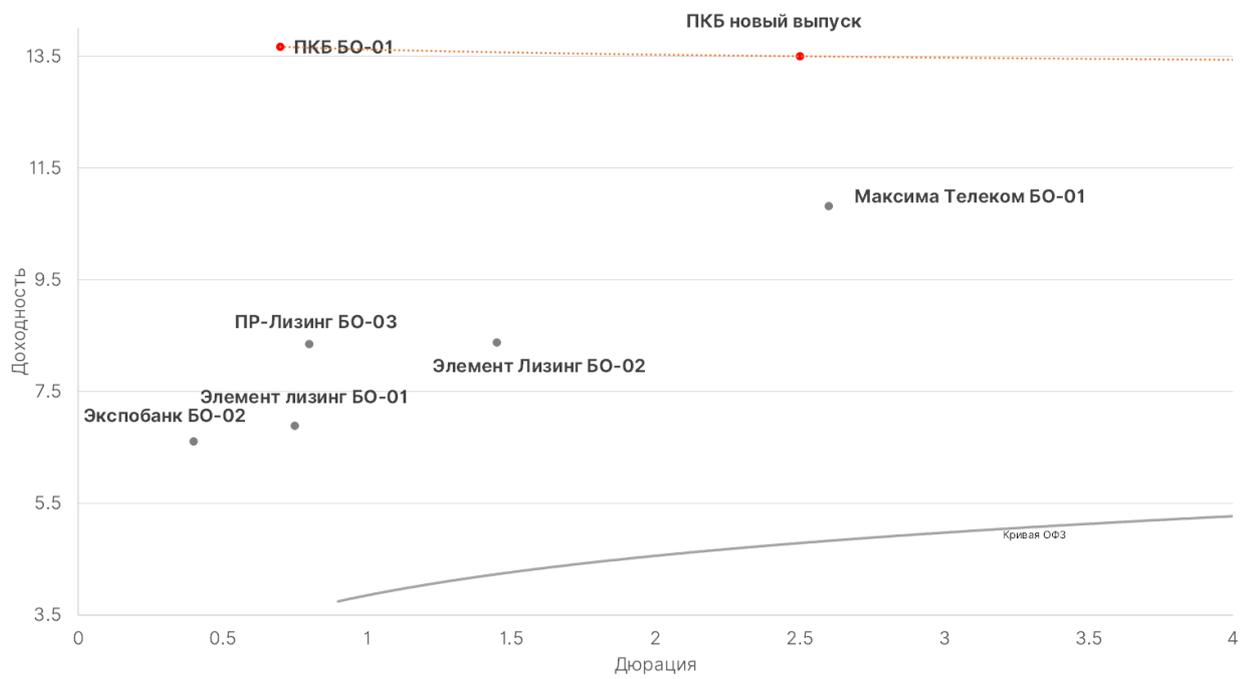
Кредитный профиль группы отличается высоким уровнем капитализации. По итогам 2019 г. доля капитала в пассивах составляла внушительные 61%. Отношение заемного капитала к собственному (кредитный рычаг) стабильно

не превышает 0,4х. В 2019 г. ПКБ провел заметную работу по оптимизации долговой нагрузки, тем самым доказав свою высокую кредитоспособность. Так, долг компании снизился почти на треть за счет погашения кредитной линии (₽500 млн), а также выкупа двух траншей облигаций (₽180 млн) в рамках амортизационного графика. Оставшиеся в обращении облигации ПКБ БО-1 (погашение в 2021 г.) составляют сейчас основу обязательств компании.

млн ₽	6М2020	1К2020	2019	2018
Выручка	3 246	1 779	6 768	4 839
Операционная прибыль	1 280	584	1 837	1 649
Чистая прибыль	992	460	997	1 094
Активы	7 281	7 001	6 961	6 956
Портфель задолженности	6 090	6 121	6 022	6 277
Долг	1 113	1 299	1 685	2 356
Чистый долг	475	995	1 295	2 300
Капитал	5 277	4 746	4 285	3 869
Чистый долг/ЕБИТ	0,19	0,43	0,70	1,39
Долг/Капитал	0,21	0,27	0,39	0,61

Источник: данные компании, оценка ITI Capital

КАРТА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ



Источник: ММВБ, ITI Capital

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | Iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | Stanislav.Yudin@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Кирилл Сосов | Аналитик | Kirill.Sosov@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | Oleg.Makarov@iticapital.ru

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>