



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



ПГК (-/-/BB+): премаркетинг облигаций

## ПГК (-/-/BB+): премаркетинг облигаций

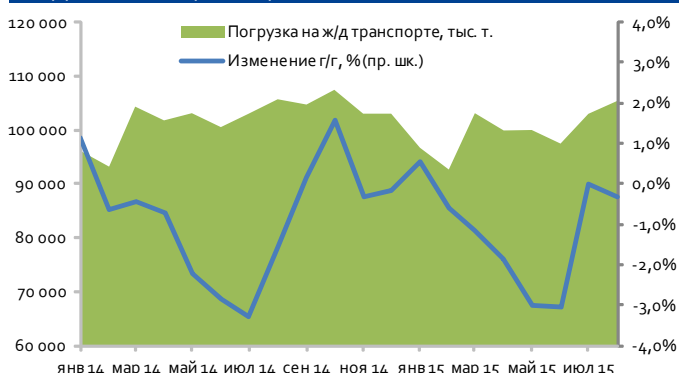
Первая Грузовая Компания (ПГК), крупнейший в РФ оператор железнодорожных перевозок, входящая в UCL Holding Владимира Лисина, провела во вторник 15 сентября встречу с инвесторами в рамках премаркетинга дебютного выпуска облигаций, параметры которого будут объявлены позже. Негативные тренды в отрасли при заметном ухудшении операционной среды в 2015 г. сказываются на ухудшении финансовых результатах компании – по итогам I п/г 2015 г. выручка снизилась на 9,4% (г/г) до 41,2 млрд руб., EBITDA – на 21% до 10,8 млрд руб. (расчеты PSB Research), рентабельность EBITDA опустилась до 26,1%. Показатель чистый долг/EBITDA по итогам полугодия остался на уровне 2,9х при целевом значении компании порядка 2,0х. Пик погашения долга приходится на конец 2016 г. – за счет одобренных кредитных линий и размещения облигаций ПГК планирует комфортно подойти к данному сроку. С учетом небольшой премии за первичное размещение к выпуску Трансконтейнер 04 (Ba3/-/BB+) ожидаем увидеть доходность нового выпуска ПГК на уровне 12,75%-13,25% годовых при 2-летней оферте и 13,0%-13,5% – при 3-летней.

*Ж/д перевозки грузов переориентируются на экспортные направления на фоне падения внутреннего спроса...*

**Комментарий.** ПГК - крупнейший в РФ оператор железнодорожных перевозок, как по вагонному парку (173 тыс. единиц по итогам 6 мес. 2015 г.), так и грузообороту – 161 млрд т-км за I п/г 2015 г. Компания входит в UCL Rail - железнодорожный дивизион группы Universal Cargo Logistics Holding (UCL Holding) Владимира Лисина, основного бенефициара НЛМК (Ba1/BB+/BBB-). Ключевыми клиентами ПГК являются лидеры российской промышленности – НЛМК, Северсталь, НК «Роснефть», РУСАЛ, ЕВРОЦЕМЕНТ и пр.

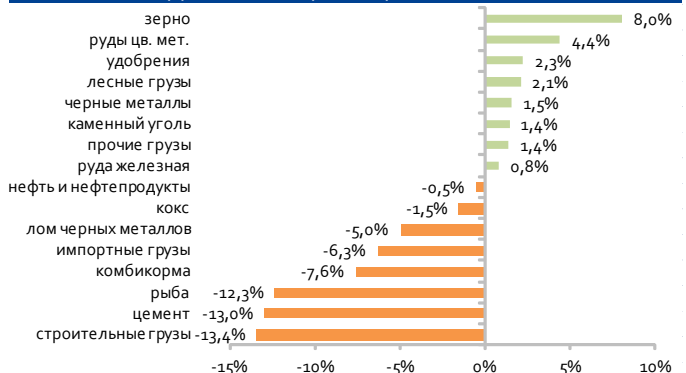
Отметим, что транспортным компаниям в 2015 г. пришлось работать в ухудшающихся экономических условиях. Так, объем ж/д перевозок грузов напрямую зависит от динамики промпроизводства, которое за 8 мес. 2015 г. упало на 3,2%. Вместе с тем, объем погрузки на ж/д транспорте за аналогичный период снизился на 1,2% за счет процесса переориентации на экспортные направления (добыча полезных ископаемых за 8 мес. 2015 г. выросла 0,1% при падении обрабатывающих производств на 5,2%).

Погрузка на ж/д транспорте



Источник: Росстат, PSB Research

Изменение погрузки на ж/д транспорте за 8 мес. 2015 г., %



Источник: Росстат, PSB Research

**При негативной экономической конъюнктуре ускорится процесс консолидации отрасли и выбытие избыточного парка вагонов,....**

**....однако рентабельность ж/д перевозок продолжает снижаться...**

Также продолжается консолидация рынка за счет концентрации ж/д парка под управлением крупнейшими операторами – с 2012 г. по 2014 г. доля топ-3 операторов ж/д перевозок выросла с 27% до 34%. Одновременно идет процесс балансировки парка полувагонов – ускоренное выбытие полувагонов обусловлено введением положений по продлению срока службы через их модернизацию.

На этом фоне ПГК оптимизирует клиентский портфель в части наращивания доли высокодоходных грузов (руда, черные металлы и пр.), отказа от работы с клиентами со слабой платежной дисциплиной (работа по предоплате) и эффективного использования парка в течение года.

Вместе с тем, данные тренды в отрасли при заметном ухудшении операционной среды в 2015 г. негативно сказываются на финансовых результатах компании. Так, в 2014 г. снижение выручки ПГК составило 13%, EBITDA – 31%, маржа EBITDA снизилась с 35% до 28%. По итогам I п/г 2015 г. снижение финансовых показателей продолжилось – выручка относительно I п/г 2014 г. снизилась на 9,4% до 41,2 млрд руб., EBITDA – на 21% до 10,8 млрд руб. (расчеты PSB Research), рентабельность EBITDA опустилась до 26,1%, убыток по итогам полугодия составил 0,7 млрд руб.

На фоне сохранения тренда падения экономики РФ можно ожидать дальнейшего снижения финансовых показателей транспортных компаний. Вместе с тем, ПГК ждет восстановление стоимости услуг ж/д операторов за счет снижения профицита вагонов и консолидации рынка.

Показатели ПГК	по МСФО				Трансконтейнер
	2013	2014	1 пол. 2015	% изм. к 1 п/г 2014 г.	1 пол. 2015
Финансовые показатели (млрд руб.)					
Выручка	104,2	91,0	41,2	-9,4%	20,0
EBITDA	36,6	25,2	10,8	-21,3%	2,8
Чистая прибыль	6,7	-5,0	-0,7	-	1,0
Прибыль от операционной деятельности	21,2	7,8	4,9	-4,8%	1,4
маржа по EBITDA	35,1%	27,7%	26,1%	-4,0 п.п.	14,0%
маржа по Чистой прибыли	6,4%	-	-	-	5,2%
Балансовые показатели (млн долл.)	2013	2014	1 пол. 2015	% изм. к 2014 г.	1 пол. 2015
Активы	204,4	184,01	171,2	-7,0%	48,61
Денежные средства и эквиваленты	10,32	6,58	9,2	39,8%	3,04
Долг	104,24	79,30	74,03	-6,6%	5,95
краткосрочный	26,32	24,32	15,3	-37,0%	0,73
долгосрочный	77,92	54,98	58,7	6,8%	5,22
Чистый долг	93,92	72,72	64,84	-10,8%	2,91
Чистый долг/LTM EBITDA	2,57	2,89	2,86	-	0,45
Долг /LTM EBITDA	2,85	3,15	3,26	-	0,91

Источник: данные компании, расчеты PSB Research

Что касается долговой нагрузки, то ПГК планомерно снижает абсолютный размер долга, который преимущественно был сформирован за счет кредитов общим объемом 117 млрд руб., привлеченных на покупку оператора ее нынешним бенефициаром Владимиром Лисиным у РЖД в 2011 и 2012 гг.

По итогам I п/г 2015 г. совокупный долг компании снизился до 74,03 млрд руб. (по структуре кредитного портфеля 94% обязательств приходится на рубли, оставшиеся 6% – на доллары США). Показатель чистый долг/EBITDA по итогам полугодия остался на уровне 2,9х при целевом значении компании порядка 2,0х.

По срокам погашения долга пик приходится на 2016 г. – 42,7 млрд руб., что составляет 58% всех обязательств. При этом порядка 30 млрд руб. из этой суммы необходимо погасить в декабре следующего года. По словам менеджмента ПГК, вопрос рефинансирования данных кредитов будет закрыт в ближайшие несколько месяцев.

При этом компания имеет достаточную залоговую базу – только 28% вагонного парка по состоянию на 30.06.2015 обременено залогом по займам или находится в лизинге. В свою очередь, объем подтвержденных кредитных линий ПГК составляет порядка 25 млрд руб. В совокупности с доступной ликвидностью и размещения облигаций (до 10 млрд руб.) ПГК планирует комфортно пройти пик погашений долга в 2016 г.

**Пик погашения долга приходится на конец 2016г. – за счет одобренных кредитных линий и размещения облигаций ПГК планирует комфортно подойти к данному сроку...**

**Санкции Украины окажут ограниченное негативное воздействие на финансы ПГК**

**По масштабу бизнеса Трансконтейнер существенно уступает ПГК, однако имеет низкую долговую нагрузку – показатель долг/ЕБИТДА составляет менее 1,0х...**

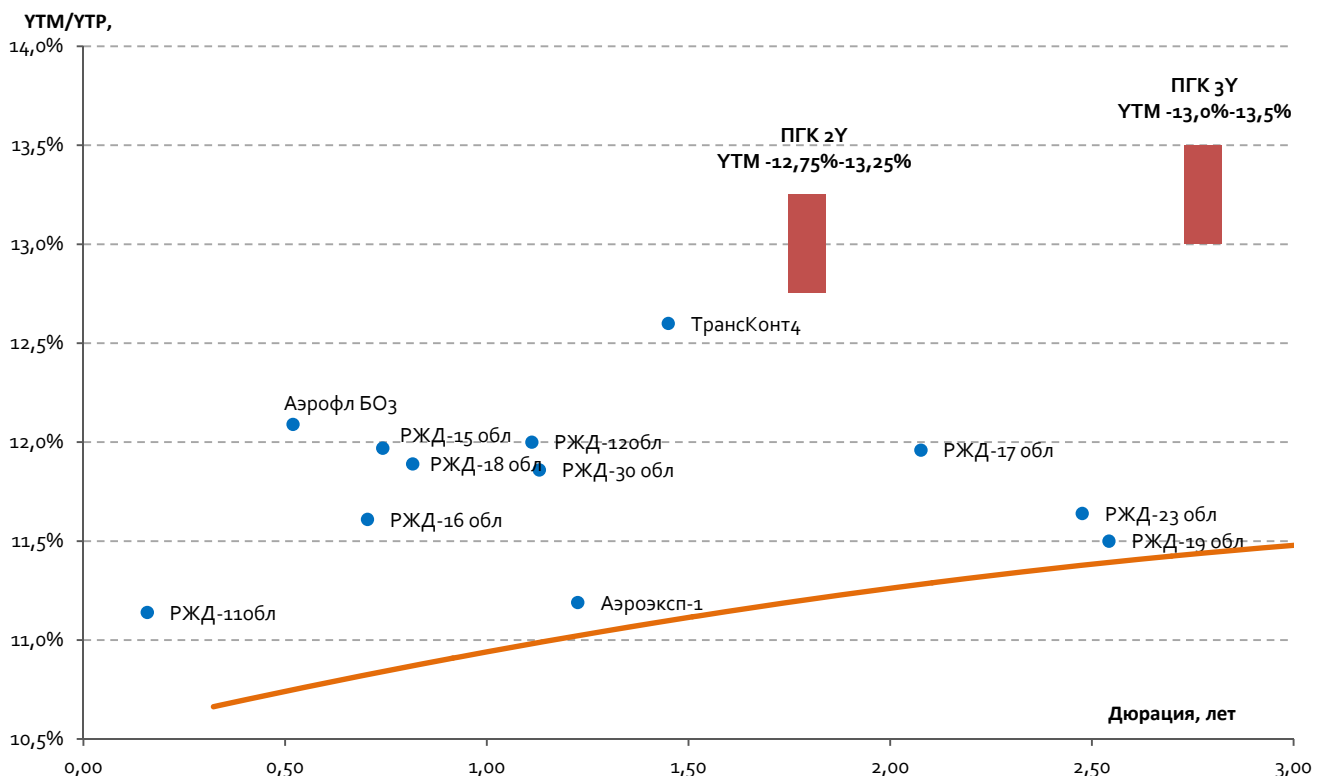
Негативным фактором для размещения дебютного выпуска облигаций могут стать санкции Украины, которые запрещают транзита ресурсов и перевозок по территории Украины самой ПГК и ее 100%-ной «дочке» ООО «Первая грузовая компания в Украине». Украинская «дочка» оперирует более чем 5 тыс. вагонов ПГК, а также собственным парком в 495 полувагонов и 110 цистерн. Однако суммарно данный объем парка составляет всего 3,2% от всего вагонного парка ПГК, что окажет ограниченное негативное воздействие на финансы компании.

На локальном долговом рынке среди ж/д операторов помимо бумаг РЖД (Ва1/ВВ+/ВВВ-) обратим внимание на выпуск Трансконтейнер о4 (Ва3/-/ВВ+). Крупнейшим акционером Трансконтейнера через ОТЛК остается РЖД (50% + 2 акции) еще 24,17% принадлежит группе FESCO. По масштабу бизнеса Трансконтейнер существенно уступает ПГК, однако имеет низкую долговую нагрузку – показатель долг/ЕБИТДА составляет менее 1,0х. Несмотря на отличающийся профиль бизнесов транспортных компаний, оба эмитента подвержены негативным тенденциям в отрасли и экономике в целом. При этом существенно больший размер операций ПГК может быть уравновешен более низкой долговой нагрузкой Трансконтейнера, что отражается в одинаковых рейтингах эмитентов от Fitch на уровне «ВВ+».

Несмотря на то, что параметры выпуска облигаций пока не объявлены, ожидаем, что срок оферты составит 2-3 года (на фоне неустойчивой рыночной конъюнктуры рассматриваем базовый вариант с офертой через 2 года). На текущий момент выпуск Трансконтейнер о4 торгуется с доходностью 12,6% годовых с погашением в январе 2018 г. (дюрация 1,45 года за счет амортизационной структуры выпуска).

С учетом небольшой премии за первичное размещение ожидаем увидеть доходность нового выпуска ПГК на уровне 12,75%-13,25% годовых при 2-летней оферте и 13,0%-13,5% - при 3-летней. При этом на фоне дефицита новых «имен» на долговом рынке эмитентов из реального сектора экономики ожидаем высокого интереса инвесторов к размещению, что, возможно, позволит снизить доходность размещения в процессе сбора заявок на 25-50 б.п.

**Доходности облигаций транспортных компаний**



## 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**

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**

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

**Собаев 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**

KholzigitovBS@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**

DavitashviliVM@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

© 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.