

Мониторинг первичного рынка

Конъюнктура для размещения новых выпусков облигаций российских эмитентов в целом остается приемлемой. Спрос на новые выпуски облигаций поддерживает избыток ликвидности в банковской системе, а также комфортный уровень цен на нефть и крепкий рубль. На последнем депозитном аукционе Банка России 24 января объем предложения средств составил 846 млрд руб. против 253-527 млрд руб. в декабре. Ослабление рубля на заявлениях о возможных покупках валюты ЦБ на прошлой неделе носило кратковременный характер. Котировки нефти на уровне 54-56 долл/бар., налоговый период и сезонное сокращение импорта в январе оказывают поддержку рублю. Ключевым риском для инвесторов остается повышение ставки ФРС и рост доходности UST на ожиданиях реализации экономической программы Д.Трампа. Рост доходности ОФЗ на среднем и длинном участках около 10-15 б.п. за последнюю неделю слабо отразился в котировках корпоративных бондов в силу меньшей ликвидности. Локальное давление на рынок могут оказывать заявления Минфина о покупках валюты. В то же время мы отмечаем, что корпоративные выпуски еще не полностью отыграли снижение доходности ОФЗ в конце декабря – начале января, составившее около 50 б.п. В ближайшие дни планируют провести размещение новых выпусков облигаций Транснефть, Трансмашхолдинг, ГТЛК. Премаркетинг новых выпусков евробондов проводят Русал и Полкус Золото. Подробный комментарий к размещению новых выпусков облигаций 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
ТРАНСНЕФТЬ, 001P-05	Ba1/BB+/–	да	15 000	26 янв	3 фев	9,20-9,40% / 9,41-9,62%	- / 7	9,40%
Трансмашхолдинг, ПБО-01	–/BB-	да	10 000	31 янв	7 янв	10,45 - 10,65% / 10,72 - 10,93%	- / 3	10,72%
ГТЛК, 001P-03	Ba2/BB-/BB-	да	до 10 000	1 фев	9 фев	11,40-11,70% / 11,90-12,22%	- / 7	11,90%
Соллерс-финанс, 01	–/B+	да	2 000	нач. февр		12,25% / 12,82%	ам / 5 (дюр 2,1)	12,82%
ТрансФин-М, 001P-02	–/B/–	нет	5 000	нач. февр		12,75 - 13,50% / 13,16 - 13,96%	1 / 10	13,70%

Еврооблигации

Русал	Ba3/–B+	да	до \$ 500 mln			5,375	до 5 лет	6,5 - 6,6%
-------	---------	----	---------------	--	--	-------	----------	------------

Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, M / S & P / F	Возможность 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.
Альфа-банк, БО-18	Ba2/BB/BB+	да	5 000	18 янв	23 янв	9,5 - 9,7% / 9,73 - 9,94%	9,45% / 9,67%	3 / 15	164
ВЭБ, ПБО-001P-05	Ba1/BB+/BBB-	да	10 000	12 янв	12 янв	9,76% / 9,99%	9,76% / 9,99%	- / 5	204
КОМКОР (Акадо), По1-БО-01	B2/–/–	нет	3 500	26 дек	29 дек	13,00-13,50% / 13,43-13,96%	13,25% / 13,70%	2 / 3	530
Роснефть, БО-001P-03	Ba1/BB+/–	да	20 000	26 дек	29 дек	9,40-9,60% / 9,62-9,83%	9,5% / 9,73%	- / 10	116
Калининградская обл., 34001	н/д	план.	1 000	23 дек	23 дек	10,50 - 11,50% / 10,92 - 12,01%	10,5% / 10,92%	ам / 5 (дюр 4,0)	248
ЧТПЗ, БО-001P-01	Ba3/–/BB-	да	5 000	22 дек	29 дек	10,75 - 11,00% / 11,04 - 11,30%	10,75% / 11,04%	- / 4	269
Иркутская обл., 34001	–/BB/–	да	5 000	20 дек	26 дек	9,30 - 9,60% / 9,63 - 9,95%	9,25% / 9,58%	ам / 5 (дюр 3,56)	118
Роснефть, БО-001P-02	Ba1/BB+/–	да	30 000	20 дек	23 дек	9,40-9,60% / 9,62-9,83%	9,39% / 9,61%	5 / 10	121
АИЖК, БО-5	Ba1/BB+/BBB-	да	5 000	15 дек	23 дек	9,40 - 9,65% / 9,74-10,00%	9,35% / 9,69%	3 / 33	134
Росэксимбанк, БО-001P-01	Ba2/–/–	да	\$ 150 млн	15 дек	22 дек	4,75 - 5,00% / 4,81 - 5,06%	4,8% / 4,86%	2 / 10	

Еврооблигации

Альфа-Банк, регр (доразм.)	Ba2/BB/BB+	нет	\$ 300 mln	20 дек	20 дек	8,00 - 8,25%	8% / 7,762%	регр.
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	500 mln chf	23 ноя	30 ноя	2,875 - 3,00 %	2,750%	- / 5
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	1,0 млрд евро	10 ноя	17 ноя	3,0 - 3,25%	3,125%	- / 7
Домодедово	–/BB+/BB+	да	\$ 350 mln	3 ноя	3 ноя	6,125%	5,875%	- / 5
Татфондбанк	B3/B/–	нет	\$ 60 mln	1 ноя	2 ноя	8,0 - 8,5%	8,500%	- / 3
МКБ	B1/BB-/BB	да	\$ 500 mln	27 окт	3 ноя	5,75 - 6,0%	8,875%	- / 5
Альфа-Банк, регр	Ba2/BB/BB+	нет	\$ 400 mln	27 окт	3 ноя	8,00 - 8,25%	8,000%	регр.
Лукойл	Ba1/BBB-/BBB-	да	\$ 1 000	26 окт	2 ноя	4,75 - 5%	4,750%	- / 10
Polyus Gold	Ba1/BB-/BB-	да	\$ 500 mln	19 окт	26 окт	5,0%	4,700%	- / 5
Промсвязьбанк	Ba3/BB/–	да	\$ 250 mln	12 окт	12 окт	5,25-5,375%	5,250%	- / 3

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Rusbonds, Интерфакс

Русал (Ва3/-/В+): дебют на рынке евробондов.

Русал планирует дебютировать на рынке еврооблигаций с долларовым выпуском сроком до 5 лет в объеме до 500 млн долл., road show стартовало 20 января. Справедливым ориентиром для планируемого выпуска будет диапазон доходности 5,4-5,6%, что предполагает премию 20-40 б.п. к Evraz-22, 45-65 б.п. к Alcoa-24 и 180-200 б.п. к суверенной кривой, но компания вполне способна разместить весь заявленный объем даже по его нижней границе с учетом таргетируемых 5,375%.

По итогам 9 мес.2016 г. финансовые показатели Русала демонстрируют негативную динамику из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры на сырьевых площадках, а долговая нагрузка по метрике Чистый долг/EBITDA в 2016 г. увеличилась с 4,2х до 6х. В то же время возникновение дефицита на рынке алюминия будет способствовать улучшению показателей компании в ближайшем будущем. В 2017 г. ожидаем роста выручки на 15% до 9,4 млрд долл., EBITDA – на 27-40% до 1,9-2,1 млрд долл. и снижения долговой нагрузки – Чистый долг/EBITDA до 3,5-3,8х.

Русал планирует разместить долларовый евробонд сроком до 5 лет, ориентир по доходности – 5,375%...

Компания является вторым по величине производителем алюминия в мире, ее конкурентным преимуществом является низкая себестоимость продукции ...

По итогам 9 мес.2016 г. финансовые показатели Русала демонстрируют негативную динамику из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке алюминия....

Комментарий. Русал планирует дебютировать на рынке еврооблигаций с долларовым выпуском сроком до 5 лет в объеме до 500 млн долл. Ориентир по доходности – 5,375%. Непосредственным эмитентом необеспеченных облигаций выступает компания Rusal (RUAL) Capital, которая является 100%-ным подразделением Русала. Планируемому выпуску присвоены долгосрочные кредитные рейтинги «B1» Moody's и «B+» от Fitch.

Road show бондов стартовало 20 января со встречи менеджмента компании с инвесторами в Москве. В ходе маркетинга представители Русала также проведут серию встреч с инвесторами в Северной Америке, Европе и Азии. По словам менеджмента, основная цель заимствований – это диверсификация структуры долга компании, 52% которого занимают кредиты Сбербанка, 31% – предэкспортные синдицированные кредиты и лишь 17% приходится на прочие источники, 30% из которых представлено кредитами Газпромбанка (по итогам 3 кв. 2016 г.).

О компании. Русал является вторым по величине производителем первичного алюминия в мире с объемом производства более 3,6 млн тонн в год (после китайской Hongqiao), имеющим высокую степень вертикальной интеграции. Крупнейшими акционерами компании являются En+ (группа О. Дерипаски, 48,13%), Онэксим (группа М. Прохорова, 17%), Sual Partners (15,8%) и Glencore (8,75%).

Основные производственные активы компании сосредоточены вблизи сибирских ГЭС, покрывающих 90% ее потребностей в электроэнергии. Низкая по мировым меркам стоимость тарифов позволяет Русалу занимать прочное положение в 1 квартиле по себестоимости производства среди всех игроков рынка. По данным компании, доступ к богатым месторождениям бокситов позволяет ей обеспечивать свое производство собственным сырьем как минимум на ближайшие 100 лет.

Выручка компании хорошо диверсифицирована с точки зрения географии поставок: 45% в ее структуре занимает Европа, 23% Россия и страны СНГ, 16% - США и 15% - Азия. Кроме того, значительные денежные потоки для компании (в виде дивидендов) генерирует один из крупнейших в мире производителей цветных металлов, Норильский Никель, доля Русала в капитале которого составляет 27,8% (около 7 млрд долл. по текущим котировкам).

Финансовые результаты. Несмотря на небольшой рост продаж основной продукции в физическом выражении (+1,1% г/г.), по итогам 9 мес.2016 г. финансовые показатели Русала демонстрируют негативную динамику из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке алюминия. Так, средняя цена на алюминий на LME снизилась на 8,7% г/г до 1569 долл. за тонну, а средняя премия к этой цене, исходя из заключаемых контрактов, упала почти в 2 раза до 161 долл. за тонну. В результате, выручка компании сократилась на 12,7% г/г до 5,96 млрд долл., а EBITDA и чистая прибыль упали на 35-37% г/г до 1,08 и 0,53 млрд долл. соответственно. Из позитивных моментов можно отметить сокращение себестоимости на 9,5% г/г до 1330 долл за тонну, произошедшее благодаря ослаблению рубля, снижению цен на сырье и предпринятым руководством мерам по повышению эффективности производства. Благодаря этому рентабельность компании остается на достаточно высоком уровне: 18,1% по EBITDA margin (-7,0 п.п.) и 9,0% из расчета по чистой прибыли (-3,1 п.п.).

26 января 2017

Полагаем, что в ближайшем будущем Русал будет демонстрировать более сильные финансовые результаты благодаря улучшению конъюнктуры на сырьевых площадках. Цены на алюминий в последние месяцы демонстрируют устойчивый рост и находятся на годовых максимумах, превышающих 1850 долл. за тонну. Отчасти подобная динамика объясняется ожиданиями по сокращению объемов производства в ряде провинций Китая в целях борьбы со смогом в крупных городах. Но для роста цен есть и более прочная фундаментальная основа: текущее отношение запасов алюминия к мировому объему его потребления находится на многолетних минимумах (по данным Русала), при этом потребление алюминия растет уверенными темпами, а рост его производства остается крайне сдержанным. По прогнозам компании, уже по итогам 2016 г. на рынке будет зафиксирован структурный дефицит в размере 959 тыс. тонн после профицита 571 тыс. тонн по итогам 2015 г. и в дальнейшем он будет только расти вплоть до 2,8 млн тонн в 2020 г.

В то же время возникновение дефицита на рынке алюминия будет способствовать значительному улучшению показателей компании в ближайшем будущем...

Свой вклад в улучшение финансовых показателей должна внести и реализация стратегии компании, предполагающая сохранение объемов производства при увеличении выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью с 1,53 млн тонн в 2015 г. до 2,5 млн тонн. в 2020 г. При этом менеджмент заявляет, что ее доля в выручке достигнет 50% уже в 2017 г. против 43% по итогам 9 мес. 2016 г.

По итогам 2016 г. темпы сокращения выручки Русала могут замедлиться до 5,5% (8,2 млрд долл.), а EBITDA – до 26% (1,5 млрд долл.). В 2017 г. при сохранении текущих цен на алюминий, рост выручки может составить около 15% до 9,4 млрд долл., однако вероятен и рост издержек компании из-за подорожавшей нефти и укрепившегося рубля (доля рублевых издержек в себестоимости – примерно 50%). Мы ориентируемся на EBITDA margin на уровне 20-22%, что транслируется в рост EBITDA примерно на 27-40% до 1,9-2,1 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русал (МСФО)		
	9 мес.2015	9 мес.2016	Изм. %
Объем продаж первич. алюминия, тыс. тонн	2 724	2 755	1,1
Себестоимость, долл./тонна	1 469	1 330	-9,5
Цена на алюминий на LME, долл./тонна	1 719	1 569	-8,7
Ср. премия к цене, долл./тонна	313	161	-48,6
Выручка	6 823	5 956	-12,7
Операционный денежный поток	1 400	966	-31,0
Дивиденды Норникеля	535	320	-40,2
Проценты уплаченные	403	325	-19,4
Капитальные вложения	362	407	12,4
EBITDA	1 709	1 077	-37,0
EBITDA margin	25,0%	18,1%	-7,0 п.п.
Чистая прибыль	825	534	-35,3
margin	12,1%	9,0%	-3,1 п.п.
	2015	9 мес.2016	Изм. %
Активы	12 809	13 599	6,2
Денежные средства и эквиваленты	508	525	3,3
Долг	8 880	8 828	-0,6
краткосрочный	1 355	1 299	-4,1
долгосрочный	7 525	7 529	0,1
Чистый долг	8 372	8 303	-0,8
Долг/EBITDA	4,4	6,4	
Чистый долг/EBITDA	4,2	6,0	
Кованантный Чистый долг/кованантная EBITDA	2,7	3,5	
Источники: данные компании, PSB Research			

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка. В последние годы объем долга Русала устойчиво снижается: по сравнению с пиком в 2010 г. чистый долг сократился на 3,2 млрд долл. или 28% до 8,3 млрд долл. Но из-за неблагоприятной конъюнктуры на сырьевых площадках долговая нагрузка по метрике Чистый долг/EBITDA в 2016 г. увеличилась с 4,2х до 6х. В качестве дополнительного ориентира Русал также использует показатель ковенантный Чистый долг/ковенантная EBITDA, которая рассчитывается как EBITDA Русала + дивиденды, полученные от Норникеля за последние 12 месяцев. По итогам 9 мес. 2016 г. он превысил пороговый уровень 3,0х и достиг 3,5х, что означает вступление в силу механизма «cash

Долговая нагрузка по метрике Чистый долг/EBITDA в 2016 г. увеличилась с 4,2х до 6х....

26 января 2017

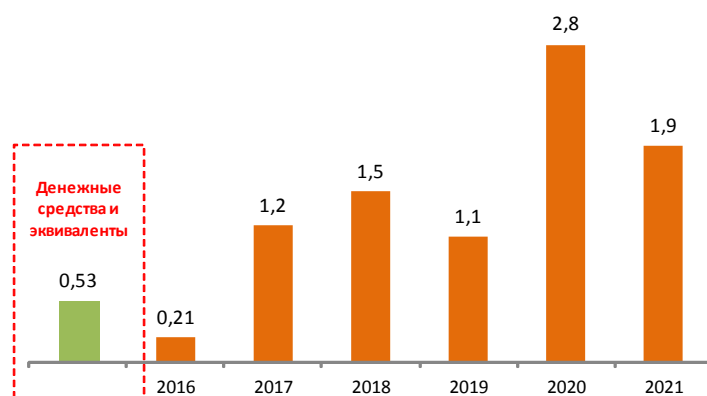
сweep», в рамках которого Русал направляет на погашение долга все свободные денежные средства за исключением операционных расходов и сарех, если их объем на счетах компании превышает 300 млн долл.

Тем не менее, с обслуживанием долговой нагрузки проблем у компании нет. Чистый операционный денежный поток за 9 мес. 2016 г. составил 966 млн долл., что полностью покрывает величину уплаченных процентов (325 млн долл.) и капитальные вложения (407 млн долл.). Кроме того, значительные средства Русал получает в виде дивидендов от Норникеля, величина которых сопоставима с процентными платежами.

Более того, с 2015 г. Русал тоже начал выплачивать дивиденды: в 2015-2016 гг. их объем был равен 250 млн долл. в год. Дивидендная политика компании предполагает выплаты в размере 15% ковенантной EBITDA, что, по нашим оценкам, может транслироваться в сумму около 300 млн долл. по итогам 2016 г. Однако из-за вступления в действие механизма «cash sweep» эта сумма, возможно, будет направлена на погашение долга вместо дивидендных выплат.

График погашения долга компании предполагает относительно равномерное распределение выплат по срочности, пик в размере 2,8 млрд долл., для прохождения которого, вероятно, потребуется рефинансирование, приходится на 2020 г.

График погашения долга Русал (30.09.2016 г.), млрд долл.



Источники: данные компании, PSB Research

Сокращение долговой нагрузки по-прежнему является одним из приоритетов стратегии Русала, и мы считаем, что есть все предпосылки для ускорения этого процесса в текущем году. Компания не планирует никаких масштабных проектов и ее капитальные вложения, по словам менеджмента, в обозримом будущем не превысят 500-600 млн долл. в год, что сопоставимо с объемами последних лет (479-553 млн долл. в 2013-2015 гг.). В то же время свободный денежный поток компании должен будет сохраниться на значительно более высоком уровне, в том числе благодаря дальнейшим дивидендным поступлениям от Норникеля. Согласно последним заявлениям менеджмента компании, пакет Норникеля является стратегической инвестицией и его продажа в ближайшей перспективе не рассматривается. По нашим оценкам, в 2017 г. чистый долг Русала сократится примерно на 10-12% до 7,3-7,4 млрд долл., а долговая нагрузка по метрике Чистый долг/EBITDA с текущих 6,0х до 3,5-3,8х.

Справедливый уровень доходности евробондов. Ориентирами для предстоящего размещения бондов Русала могут служить еврооблигации Евраз (Ваз/BB-/BB-) с погашением в январе 2022 г. (YTM 5,2%) и другого крупного производителя алюминия, компании Alcoa, с погашением в сентябре 2024г. и колл-опционом в сентябре 2022 г. по цене 100% от номинала (YTM 4,95%). Несмотря на более высокую маржинальность бизнеса и перспективы роста его доходов, облигации Русала, безусловно, должны предлагать премию в доходности к бондам Евраз и Alcoa, учитывая значительную разницу в уровне долговой нагрузки, а также дебют эмитента на рынке еврооблигаций.

В то же время ее размер не должен быть слишком велик, учитывая дефицит предложения облигаций российских эмитентов, предлагающих хорошую долларовую доходность, а также нейтральную рыночную конъюнктуру. Полагаем, что справедливым уровнем для планируемого выпуска будет диапазон доходности 5,4-5,6%, что предполагает премию 20-40 б.п. к Evraz-22, 45-65 б.п. к Alcoa-24 и 180-200 б.п. к суверенной кривой, но компания вполне способна разместить весь заявленный объем даже по его нижней границе с учетом таргетируемых 5,375%.

Но у компании нет проблем с ее обслуживанием, в том числе благодаря дивидендам Норникеля...

Справедливым ориентиром для планируемого выпуска будет диапазон доходности 5,45-5,6%, что предполагает премию 25-40 б.п. к Evraz-22, 50-65 б.п. к Alcoa-24 и 195-210 б.п. к суверенной кривой ...

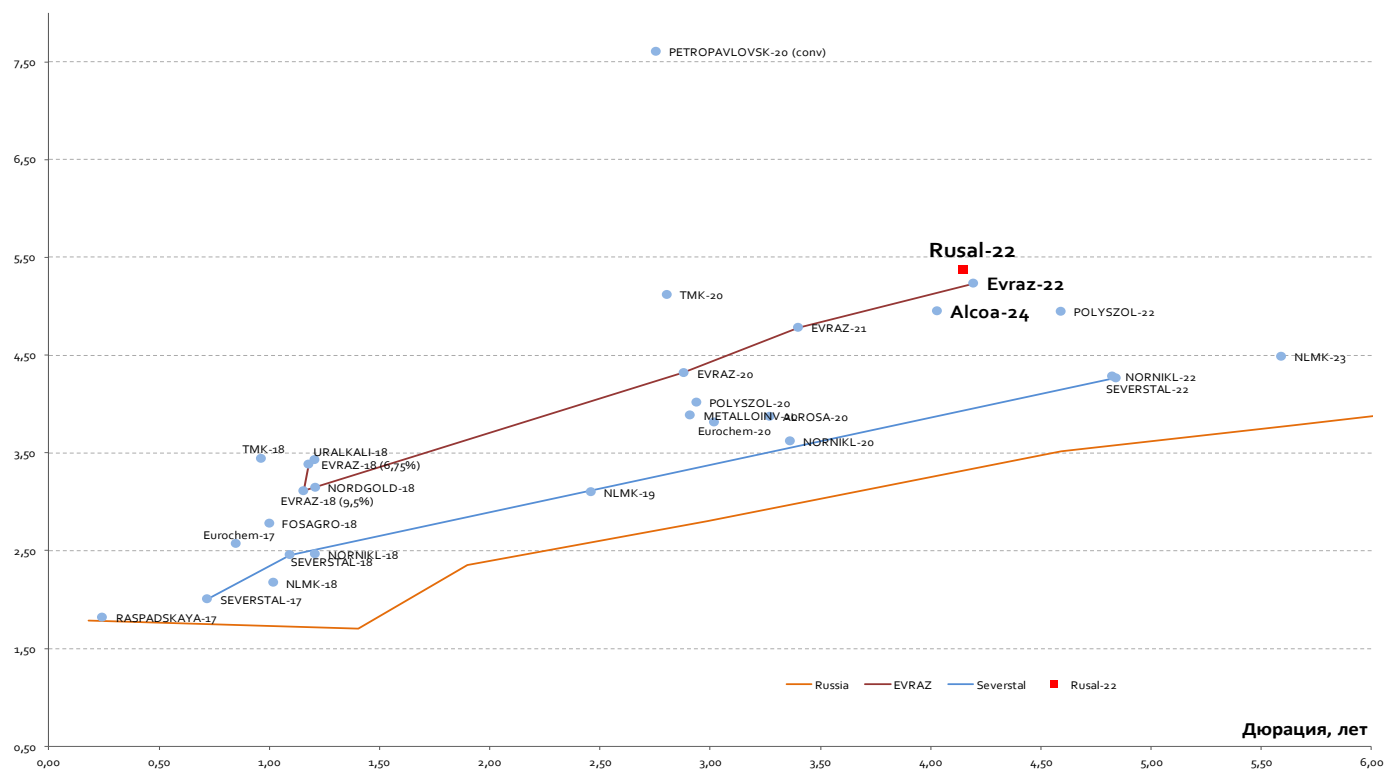
26 января 2017

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Rusal (Ba3/-/B+)			Evraz (Ba3/BB-/BB-)			Alcoa (Ba3/BB-/B-)		
	1 пол.2015	1 пол.2016	Изм. %	1 пол.2015	1 пол.2016	Изм. %	1 пол.2015	1 пол.2016	Изм. %
Выручка	4 750	3 896	-18,0	4 894	3 543	-27,6	11 716	10 242	-12,6
Операционный денежный поток	1 020	597	-41,5	804	533	-33,7	297	-98	-133,0
EBITDA	1 289	656	-49,1	932	577	-38,1	2 031	1 358	-33,1
EBITDA margin	27,1%	16,8%	-10,3 п.п.	19,0%	16,3%	-2,7 п.п.	17,3%	13,3%	-4,1 п.п.
Чистая прибыль	879	261	-70,3	19	7	-63,2	462	189	-59,1
margin	18,5%	6,7%	-11,8 п.п.	0,4%	0,2%	-0,2 п.п.	3,9%	1,8%	-2,1 п.п.
	2015	1 пол.2016	Изм. %	2015	1 пол.2016	Изм. %	2015	1 пол.2016	Изм. %
Активы	12 809	13 636	6,5	9 119	9 104	-0,2	36 477	36 139	-0,9
Денежные средства и эквиваленты	508	712	40,2	1 375	868	-36,9	1 919	1 929	0,5
Долг	8 880	9 040	1,8	6 347	6 099	-3,9	9 052	9 085	0,4
краткосрочный	1 355	1 466	8,2	497	546	9,9	59	807	1 268
долгосрочный	7 525	7 574	0,7	5 850	5 553	-5,1	8 993	8 278	-8,0
Чистый долг	8 372	8 328	-0,5	4 972	5 231	5,2	7 133	7 156	0,3
Долг/EBITDA	4,4	6,5		4,4	5,6		2,8	3,5	
Чистый долг/EBITDA	4,2	6,0		3,5	4,8		2,2	2,8	

Источники: данные компаний, PSB Research

Доходности еврооблигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия

УТМ/УТР, %



Роман Насонов

Трансмашхолдинг (-/-/BB-): первичное размещение.

Трансмашхолдинг 31 января проведет сбор заявок инвесторов на новый выпуск облигаций объемом 10 млрд руб. Срок обращения займа – 3 года. Ориентир ставки купона установлен в диапазоне 10,45 – 10,65% годовых (YTM 10,72 – 10,93%). Маркетингуемый уровень доходности займа содержит премию к кривой ОФЗ в размере 270 - 291 б.п., что смотрится интересно уже по нижней границе.

ТМХ является крупнейшим в России и СНГ производителем рельсового транспорта. Выручка компании по МСФО за 6м2016 г. составила 55,7 млрд руб. (+33% г/г). По итогам 2016 г. ТМХ прогнозирует выручку в размере 120,6 млрд руб. (+22,4% г/г), а в 2017 г. ожидает роста выручки до 136 млрд руб. Чистый финансовый долг ТМХ на конец 2016 г. составил 32,8 млрд руб., показатель Чистый долг/EBITDA – 2,2х. В 2017 г. ТМХ планирует улучшить структуру кредитного портфеля и снизить Чистый долг/EBITDA до 1,7х.

Трансмашхолдинг 31 января проводит сбор заявок на новый выпуск облигаций объемом 10 млрд руб...

Индикатив купона 10,45 – 10,65%, доходность к погашению через 3 года 10,72 – 10,93%...

ТМХ занимает первое место в России и СНГ по производству локомотивов, вагонов метро, пассажирских вагонов, электропоездов...

Выручка ТМХ по МСФО за 2016 г. ожидается на уровне 120,6 млрд руб. (+22,4% г/г)...

ТМХ обеспечен портфелем заказов от РЖД на 2017-2020 гг. на сумму порядка 220 млрд руб...

Контракты с Московским метрополитеном предполагают поставки метровагонов в 2014-2020 годах и ТО на 30 лет в общей сумме 264 млрд руб...

Чистый долг ТМХ составляет 32,8 млрд руб., Чистый долг/EBITDA – 2,2...

В 2017 г. ТМХ планирует сократить долговую нагрузку за счет погашения дебиторской задолженности...

Комментарий. Трансмашхолдинг (ТМХ) 31 января проводит сбор заявок инвесторов на новый выпуск облигаций объемом 10 млрд рублей. Срок обращения займа составляет 3 года. Ориентир ставки купона объявлен в диапазоне 10,45 – 10,65% годовых (YTM 10,72 – 10,93%).

ТМХ является крупнейшим в России и СНГ производителем рельсового транспорта. По итогам 2016 г. компания обеспечила производство 67% новых локомотивов, 93% вагонов метро, 57% пассажирских вагонов, 54% электропоездов, 94% дизельных двигателей для локомотивов, 13% трамваев в России и СНГ. В числе наиболее значимых производственных площадок ТМХ: Тверской вагоностроительный завод (ТВЗ), Новочеркасский электровозостроительный завод (НЭВЗ), Мытищинский завод (Метровагонмаш – МВМ), Брянский машиностроительный завод (БМЗ), Коломенский завод, СП с Alstom в Казахстане.

Сотрудничество с Alstom (владеет 33,3% ТМХ, входит в тройку крупнейших в мире производителей энергетического оборудования и железнодорожного транспорта) обеспечивает стратегическую, инженерную и маркетинговую поддержку ТМХ.

Ключевыми покупателями ТМХ (на которых приходится 80% выручки) являются госкомпании: РЖД, Московское метро, Федеральная Пассажирская Компания, ЦППК. С крупными клиентами у ТМХ заключены контракты на поставку продукции до 2020 года, что обеспечивает загрузку мощностей и стабильность денежного потока. Наиболее крупными контрактами являются заказы от РЖД на 2017-2020 гг. на сумму порядка 220 млрд руб. Портфель контрактов с Московским метрополитеном предполагает поставки метровагонов в 2014-2020 годах и ТО на 30 лет в общей сумме 264 млрд руб.

Финансовые показатели ТМХ демонстрируют рост в 2016 г. Так, выручка компании по МСФО за 6м2016 г. составила 55,7 млрд руб. (+33% г/г). По итогам 2016 г. компания прогнозирует выручку в размере 120,6 млрд руб. (+22,4% г/г). В 2017 г. ТМХ ожидает рост выручки до 136 млрд руб., что соответствует докризисному уровню 2014 г. EBITDA в 2016 г. прогнозируется на уровне 15,1 млрд руб. (+7,3% г/г), EBITDA margin – 13%.

Спад в экономике в 2014-2015 годах стал причиной сокращения выручки и EBITDA. Однако девальвация рубля обеспечила повышение конкурентоспособности ТМХ на внешнем рынке и усилила позиции на внутреннем рынке. Ослабление рубля в среднесрочной перспективе будет фактором за счет, которого ТМХ сможет увеличить экспортную выручку и повысить рентабельность.

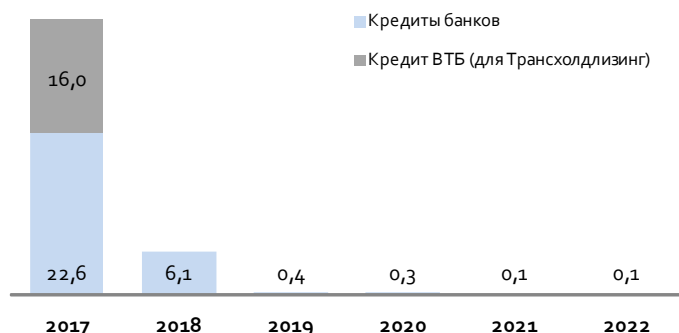
Чистый долг ТМХ на конец 2016 г. составил 32,8 млрд руб., а показатель Чистый долг/EBITDA – 2,2х. На протяжении 2015 – 2016 годов компания увеличивала долговую нагрузку, что обусловлено модернизацией мощностей и освоением новых видов машиностроительной продукции. Среди новых проектов можно отметить производство локомотивов (2ЭС5б 4ЭС5К, Дончак 3ЭС4К, 2ТЭ25КМ), электропоездов (ЭГ2ТВ. ЭП2Д/ЭПЗД), двухэтажных ж/д вагонов с местами для сидения, новых вагонов для Московского, Петербургского и Бакинского метрополитена, инновационных трамваев для Москвы. На рост долга также повлияло привлечение финансирования для организации продаж продукции через Трансхолдлизинг (не консолидируется в отчетности) и увеличение дебиторской задолженности.

26 января 2017

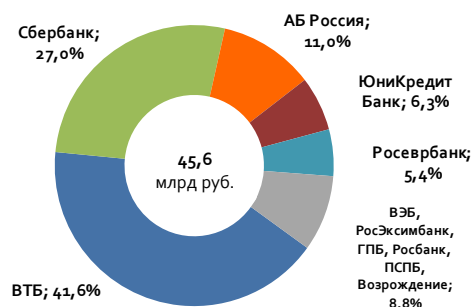
Текущим риском для компании является преимущественно краткосрочный характер привлеченного финансирования. В 2017 г. ТМХ предстоит погасить 38,6 млрд руб. (85% всего долга) при наличии запасов денежных средств на 12,8 млрд руб. Размещение планируемого выпуска облигаций объемом 10 млрд руб. с офертой через 3 года снизит риски рефинансирования.

По итогам 2017 г. компания планирует снизить показатель Чистый долг/EBITDA до 1,7х, что будет возможно в рамках существующего плана по капзатратам (на уровне 4-6% от выручки) и при погашении задолженности Трансхолдлизинг в 2017 г.

График погашения долга ТМХ, млрд руб.



Структура долгового портфеля ТМХ на 01.01.2017 г.



Источники: данные компании, PSB Research

Источники: данные компании, PSB Research

Покупка нового выпуска облигаций ТМХ интересна уже по нижней границе маркируемого диапазона доходности...

При позиционировании нового выпуска облигаций ТМХ ближайшими бенчмарками мы видим недавно размещенные выпуски эмитентов машиностроительного и металлургического сектора рейтинговой категории «ВВ»: Силовые машины БО-5 (Ва2/-/-) и ЧТПЗ БО-001Р-01 (Ва3/-/ВВ-).

Силовые машины осуществляют производство оборудования для атомных, тепловых и гидроэлектростанций, электросетевого, судостроительного и транспортного комплексов. ТМХ превосходит Силовые машины по размеру выручки и имеет меньшую долговую нагрузку. Более высокий кредитный риск ТМХ определяет значительный объем короткого долга. Выпуск Силовые машины БО-5 размещен 7.12.2016 г. со ставкой купона 10,25% (УТР 10,51%), оферта через 3 года. Текущая эффективная доходность бумаги составляет 10,24% (премия к ОФЗ 230 б.п.). Мы ожидаем, что ТМХ успешно рефинансирует короткий долг, в том числе и за счет размещения 3-х летних бондов. Премия в доходности ТМХ к Силовым машинам 50 – 70 б.п. при сопоставимом уровне кредитного риска смотрится интересно для покупки.

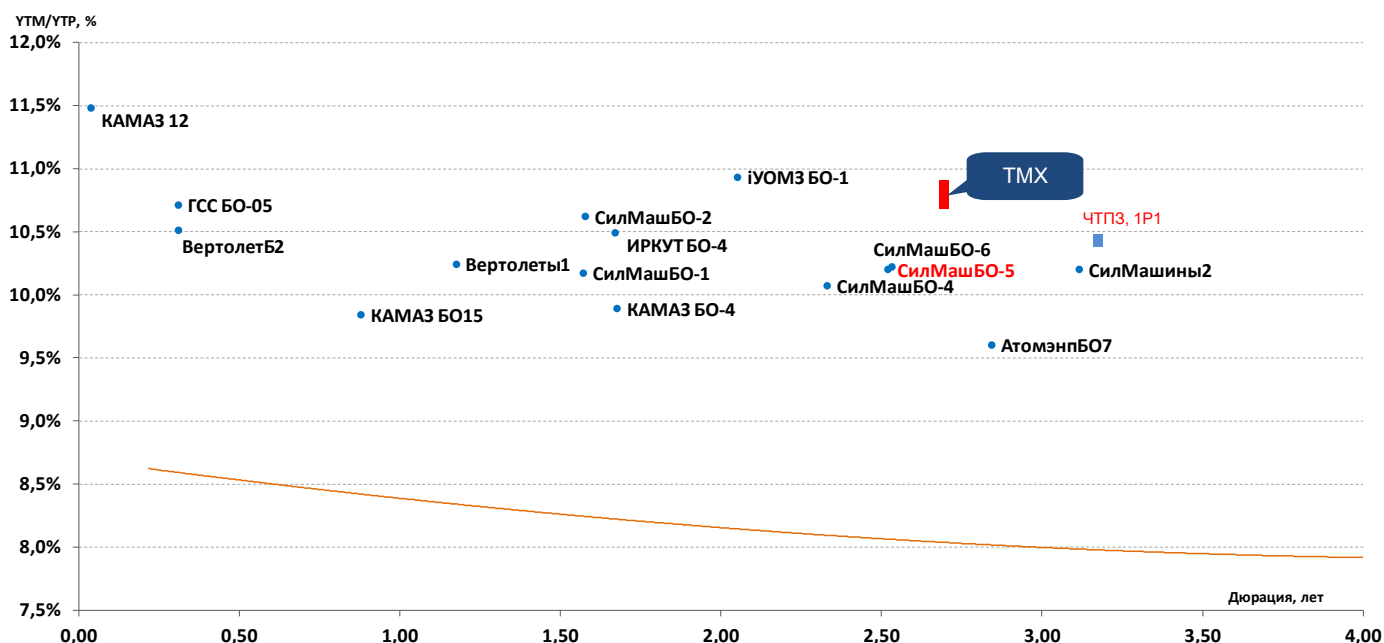
ЧТПЗ занимает 2-е место в России и 5-е в мире по производству стальных труб. Ключевыми клиентами ЧТПЗ выступают нефтегазовые компании (Газпром, Транснефть, Роснефть, Лукойл, Сургутнефтегаз, Газпром нефть и др.), которые обеспечивают порядка 70% выручки ЧТПЗ. Инвестиционные проекты ключевых российских нефтегазовых компаний проекты в СНГ, Европе и других странах позволяют прогнозировать высокую загрузку мощностей ЧТПЗ на 4-х летнем горизонте. ТМХ уступает ЧТПЗ по размеру выручки, имея при этом и меньший уровень долга. В то же время более высокий уровень долга у ЧТПЗ компенсируется большей рентабельностью и плавным графиком погашения долга на 7-ми летнем горизонте. ЧТПЗ при размещении 29 декабря облигационного займа БО-001Р-01 установил ставку купона в размере 10,75% на 4 года. Сейчас выпуск торгуется выше номинала (101,7%) с доходностью 10,40 – 10,50%. Таким образом, ТМХ предлагает бонды с премией 27-48 б.п. к текущей доходности выпуска ЧТПЗ серии БО-001Р-01.

Учитывая наличие премии к бенчмаркам, рекомендуем выставлять заявки на новый выпуск облигаций ТМХ ближе к нижней границе маркируемого уровня ставки купона. На вторичном рынке ожидаем роста котировок выпуска по мере снижения ключевой ставки и дальнейшего удешевления фондирования банков, выступающих основными инвесторами на рынке облигаций.

Дмитрий Монастыршин

26 января 2017

Карта доходностей: Машиностроение



Ключевые финансовые показатели (МСФО) млрд руб.	ТМХ (-/-/ВВ-)			Силовые машины (Ва2/-/-)			ЧТПЗ (Ва3/-/ВВ-)		
	6м2015	6м2016	Изм. %	6м2015	6м2016	Изм. %	6м2015	6м2016	Изм. %
Выручка	41,9	55,7	32,9	31,1	37,9	21,9	76,0	68,6	-9,7
Операционный денежный поток	-3,7	-1,4	отр.	3,7	-6,3	отр.	15,6	17,4	11,9
EBITDA	5,8	8,4	44,8	5,6	7,3	30,1	14,5	17,0	17,3
EBITDA margin	13,9%	15,1%	1,2 п.п.	18,2%	19,4%	1,2 п.п.	19,0%	24,7%	5,7 п.п.
Чистая прибыль	0,0	2,0	4875	-0,7	0,2	отр.	4,2	5,8	37,6
margin	0,1%	3,6%		-2,3%	0,5%		5,6%	8,5%	2,9 п.п.
	2015	6м2016	Изм. %	2015	6м2016	Изм. %	2015	6м2016	Изм. %
Активы	124	133	7,8	202	202	0,1	137	140	2,2
Денежные средства и эквиваленты	9	9	0,0	25	17	-31,5	8	8	2,8
Долг	32	37	16,7	47	49	6,0	94	88	-6,4
краткосрочный	30	35	14,6	9	18	93,5	18	12	-30,5
долгосрочный	2	2	60,0	37	31	-15,9	76	76	-0,8
Чистый долг	23	28	23,2	21	32	51,2	86	80	-7,3
Долг/EBITDA	2,7	2,2		4,1	3,4		3,3	2,6	
Чистый долг/EBITDA	2,0	1,7		1,9	2,2		3,0	2,4	

Источники: данные компаний, PSB Research

26 января 2017

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

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	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Павел Демещик	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Евгений Ворошнин	РЕПО	+7 (495) 411-5135
Сергей Устиков	Акции	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
Александр Орехов		

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

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

26 января 2017

© 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.