

Еврооблигации Mersin-24

Рефинансирование крупнейшего торгового терминала Турции

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Крупнейший в Турции портовый оператор Mersin привлёк в пятницу \$600 млн. сроком погашения до 2024 г. Сейчас S&P оценивает долгосрочный рейтинг эмитента на уровне «BB-», что на одну ступень выше рейтинга Турции (B+). Несмотря на «турецкое происхождение», операции порта ведутся в USD, либо в TRY с пересчетом по текущему курсу, что фактически обнуляет валютный риск компании. Маржинальность бизнеса, сильные акционеры и планы по увеличению пропускной способности порта заставляют присмотреться в бумагам эмитента.

Эмитент	Mersin Uluslararası Liman İşletmeciliği A.S.
ISIN	XS2071397850
Доходн. к погашению	4,675
Купон	5,375
Погашение	15.11.2024
Валюта	USD
Композитный рейтинг	BB-
Ранг долга	Старший необеспеченный
Мин. лот	\$200'000
Квал. инвестор	Да

Mersin Uluslararası Liman İşletmeciliği A.S. (далее Mersin) – частный владелец концессионного договора¹ на операции в крупнейшем экспортно-импортном хабе Турции – порте Мерсин. Расположение порта на юго-восточном побережье Турции на Средиземном море делает его стратегически важным транзитным узлом и со странами Ближнего Востока, что отражается в его пропускной способности, составившей в 2018 году 2,6 млн TEU². Операционная выручка компании создаётся прежде всего (77%) за счёт прибыльной, однако более подверженной макроэкономической конъюнктуре, деятельности по погрузке/разгрузке контейнеров. Оставшаяся выручка распределяется на морские услуги (швартовка, стоянка и т.д.) и услуги, связанные со складированием и логистикой в порту. С точки зрения направления грузов, выручка Mersin сбалансировано распределена между экспортом (54%) и импортом (46%). География и такое распределение выручки отчасти объясняет способность компании создавать устойчивый показатель рентабельности по EBITDA, за последние 10 лет зафиксировавшийся на уровне 60-70%.

В 2018 году, несмотря на валютный кризис в Турции, Mersin опубликовал сильные операционные результаты: выручка выросла на 3,4% до \$308 млн., EBITDA составила \$207 млн. Такие результаты стали возможны благодаря тому, что выручка на 50% привязана к долларovým тарифам, в то время как оставшаяся часть конвертируется в твердую валюту на еженедельной основе. Помимо этого, концессия разрешает гибко устанавливать тарифы, основываясь на структуре затрат либо рыночной динамике, что защищает компанию от инфляции и рыночных шоков.

Автономность от турецкой экономической обстановки отражается и в выборе оффшорных банковских счетов для хранения наличных средств. На конец июня 2019 года, компания имела \$128 млн наличных средств, из которых только 2% хранились в турецких банках.

Акционеры. Несмотря на разумный подход к управлению накапливаемой ликвидностью, из отчётности 2018 года остаётся неясным природа \$270 млн. займа на 7 лет под нулевой процент своим основным акционерам. Вывод средств из компании своими же акционерами негативно расценивается рейтинговыми агентствами, однако ни одно рейтинговое агентство не выразило обеспокоенности (возможно по причине сильного акционера). Более того, из проспекта эмиссии следует, что привлеченные деньги от нового выпуска могут быть направлены, помимо рефинансирования обязательств, и на «кредитование акционеров», что делает вероятным сомнительные выводы средств в будущем. Mersin на 51% принадлежит PSA International Pte Ltd (Aa/A1/--), инвестиционной холдинговой компании, чья материнская компания Temasek Holdings принадлежит правительству Сингапура.

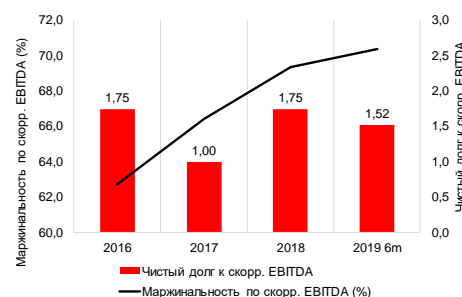
Клиенты. Mersin обслуживает крупнейшие мировые судоходные линии, что, с одной стороны, позитивно в части прогнозируемости и стабильности будущего потока платежей. С другой стороны, есть ряд негативных факторов. Во-первых, в связи с консолидационными процессами, происходящими сейчас в секторе морских перевозок, количество игроков снижается и, как следствие, на 5 крупнейших клиентов Mersin приходится около 36% всей выручки. Во-вторых, такая консолидация приводит к формированию альянсов судоходных линий, сфокусированных сейчас на снижении стоимости грузоперевозок, потенциально подрывая переговорную силу Mersin.

Ликвидность. Компания имеет успешную историю создания устойчивой прибыли (CAGR 9,2%³) и генерации свободных денежных средств (CAGR 24%³). По итогам 2018 года операции Mersin принесли \$147 млн. свободных денежных средств. По состоянию на июнь 2019 г. компания имела \$128 млн. наличных средств, отношение чистого долга к EBITDA составило 1,52x, а покрытие скорректированной EBITDA ежегодных процентных расходов составило 7,92x. По мнению Fitch, «присутствие группы спонсоров, имеющих тесные связи с локальным и международным банкингом, может оказать поддержку Mersin в случае временных трудностей».

Сарех. Компания осуществляет капитальные инвестиции для расширения контейнерного грузооборота, складских помещений, а также для реконструкции и ремонта объектов и оборудования порта Мерсин. С 2007 году сумма инвестиции составила \$377 млн. Рейтинговое агентство Fitch прогнозирует, что в течении следующих шести лет Mersin потратит еще \$393 на капитальные нужды на фоне планов расширения пропускной способности порта до 3,6 млн TEU к 2024 году.

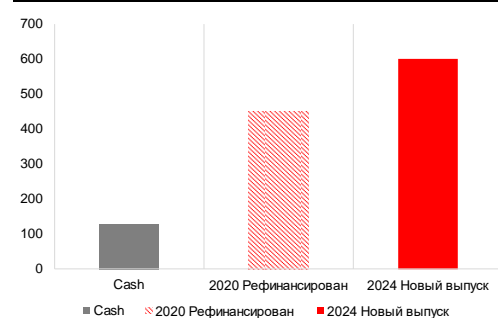
¹ – до 2043 г. ²TEU — 20-ти футовый контейнер ³ – расчеты с 2016 г.

Маржинальность бизнеса Mersin и динамика отношения чистого долга к корр. EBITDA



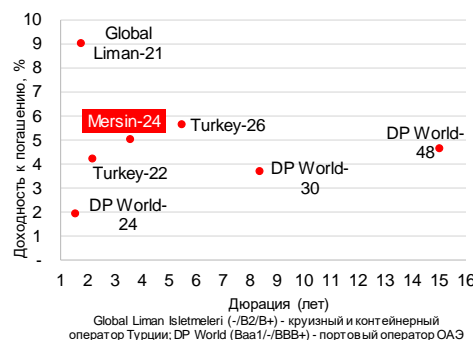
Источники: Bloomberg и сайт компании

График погашения обязательств Mersin, млн. USD



Источники: Bloomberg

Карта доходностей Mersin и аналогичный портовых операторов



Источники: Bloomberg

Анализ

Риски

Изменения нормативно-правовой среды, в которой компания работает, не соблюдение правил концессии отрицательно влияет на деятельность Mersin. Выводы средств акционерам способны вызвать негативные рейтинговые действия. Стагнация мировой торговли и, как следствие, снижение грузооборота способно подорвать платежеспособность компании.

Альфа Банк

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3680

Аналитический отдел	+7 (495) 795-3676	Потребительский	
Начальник отдела		Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Макроэкономика		Финансы	
Наталья Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru +7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Стратегия		TMT, Сельское хоз-во	
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
Металлы и горная добыча		Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Перевод	
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Нефть и газ		Спец. по данным/Аналитик	
Антон Коруцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Торговые операции и продажи	+7 (495) 974-2515	Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Облигации		Директор	
Владислав Корзан	vkorzan@alfabank.ru +7 (495) 785-7403	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Егор Романченко	eromanchenko@alfabank.ru +7 (495) 786-4897	Аналитический отдел	
Дмитрий Матвиевский	dmatvievskiy@alfabank.ru +7 (495) 783-5103	Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Мария Вазанова	mvazanova@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4914)	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Акции		Продажи	
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Ирина Фадеева	ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Валерий Кремнев	vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Ольга Бабина	obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)
РЕПО			
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru		
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101		

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия №1326, выдана Центральным Банком РФ 16.01.2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.

Настоящий материал адресован исключительно квалифицированным инвесторам, как это определено в соответствии с законодательством Российской Федерации (п.2 ст.51.2 Федерального закона от 22.04.1996 №39 ФЗ "О рынке ценных бумаг"). Обращаем внимание получателя данного материала, что законодательством Российской Федерации предусмотрены ограничения в части рекламы ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, установленные пунктом 1 ст. 29 Закона о рекламе ("Не допускается реклама ценных бумаг, предложение которых неограниченному кругу лиц не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации") и п. 4 ст. 30.2. Закона об рынке ценных бумаг ("Ценные бумаги и производные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, не могут предлагаться неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы, а также лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами"). АО "Альфа-Банк" не несет ответственности за то, что данный материал по какой-либо причине доставлено получателю, не являющемуся квалифицированным инвестором.