



08 июня 2016 г.

Дебютный выпуск ФПК: вагончик тронется ...

Параметры выпуска ФПК, 01

Эмитент	Федеральная пассажирская компания
Рейтинг (S&P/M/F)	BB+/Ba1/BB+
Размещение	16.06.2016
Book-building	14.06.2016
Планируемый объем	5 млрд руб.
Номинал	1 000 руб.
Срок обращения	10 лет
Оферта	через 3 года
Купонный период	6 месяцев
Ориентир ставки купона	10,25-10,50%
Ориентир доходности	10,51-10,78% соответствует
Ломбардный список ЦБ	требованиям включения

АО «Федеральная пассажирская компания» (ФПК) 14 июня 2016 г. планирует провести сбор заявок инвесторов на 10-летние облигации серии 01 объемом 5 млрд руб. По выпуску предусмотрена оферта через 3 года. Ориентир ставки 1-го купона установлен в размере 10,25-10,50% годовых, что соответствует доходности к оферте в размере 10,51-10,78% годовых. Техническое размещение выпуска запланировано на 16 июня.

Мы рекомендуем участвовать в размещении на всем маркетируемом диапазоне купона. Мы ожидаем повышенного интереса к дебютному выпуску ФПК. Справедливый уровень доходности, по нашим оценкам, находится в диапазоне 10,1-10,25%.

Уникальность и стратегическая значимость бизнеса. ФПК была создана в рамках структурной реформы железнодорожного транспорта, осуществляет в РФ пассажирские перевозки в дальнем сообщении. Компания занимает 1 место в Европе по пассажирообороту (в 2015 г. – 86,1 млн пасс-км) и парку вагонов (21,1 тыс. единиц), в РФ занимает монопольную позицию на рынке пассажирских перевозок с долей 95%. ФПК имеет стратегическое значение для РЖД и российской экономики в целом, так как выполняет ключевую роль в обеспечении транспортной доступности населения.

Влиятельный акционер, готовый на поддержку. ОАО «РЖД» принадлежит 100%- 1 акция ФПК. Она является крупнейшей дочерней компанией РЖД, формируя порядка 10% их доходов. Материнская компания осуществляет контроль за стратегией развития ФПК, оказывает ей поддержку через докапитализацию.

Для ФПК характерна высокая зависимость финансового положения ФПК от субсидирования (ежегодно 23-25 млрд руб. в 2013-2015 гг.), однако в силу стратегического значения бизнеса ФПК, вероятность отказа от оказания поддержки со стороны РЖД и государства в ближайшей перспективе мы оцениваем как минимальную.

Финансовый профиль устойчивый. В последние два года компания демонстрировала незначительное падение выручки. В 2015 г. по сравнению с 2014 г. она снизилась на 2,4% до 180,9 млрд руб., что стало следствием снижения пассажирооборота (на 9%) в результате ухудшения геополитической ситуации, снижения платежеспособного спроса населения и оптимизации маршрутной сети. Показатель EBITDA в 2015 г. вырос на 8,5% до 20,5 млрд руб. при увеличении рентабельности по EBITDA с 10,2% в 2014 г. до 11,3% в 2015 г. Менеджмент компании оценивает 2015 г. как период стабилизации операционных показателей, предполагая (исходя из результатов первых пяти месяцев 2016 г.), что в целом по 2016 г. компании удастся сохранить пассажирооборот на уровне 2015 г., нарастить выручку и EBITDA на 7% при сохранении рентабельности.

Сильные долговые метрики. У нас позитивный взгляд на кредитный профиль ФПК. Кредиторами компании являются крупнейшие госбанки - Сбербанк (37% в структуре кредитного портфеля), Газпромбанк (32%) и Банк ВТБ (31%). В 2015 г. долг ФПК снизился на 8% до 16,2 млрд руб. Его

временная и валютная структура более чем комфортны: порядка 83% кредитов и займов составляет долгосрочная задолженность, а весь долг – рублевый.

Ликвидная позиция ФПК исторически устойчива. На конец 2015 г. денежные средства и эквиваленты на балансе составляли 11,1 млрд руб. и многократно покрывали краткосрочную часть долга в 2,8 млрд руб. Невыбранный остаток подтвержденных кредитных линий составляет 18,8 млрд руб. Метрика Net Debt/EBITDA на 31.12.2015 г. составила 0,25x, что является минимальным уровнем для эмитентов транспортного сектора (по РЖД данная метрика находится, например, на уровне 2,4x). По оценкам менеджмента, Net Debt/EBITDA на конец 2016 г. вырастет до 1,02x, за счет роста в 4,4 раза размера чистого долга, однако не станет критичной для его обслуживания.

Основные показатели деятельности в 2013-2016 гг.

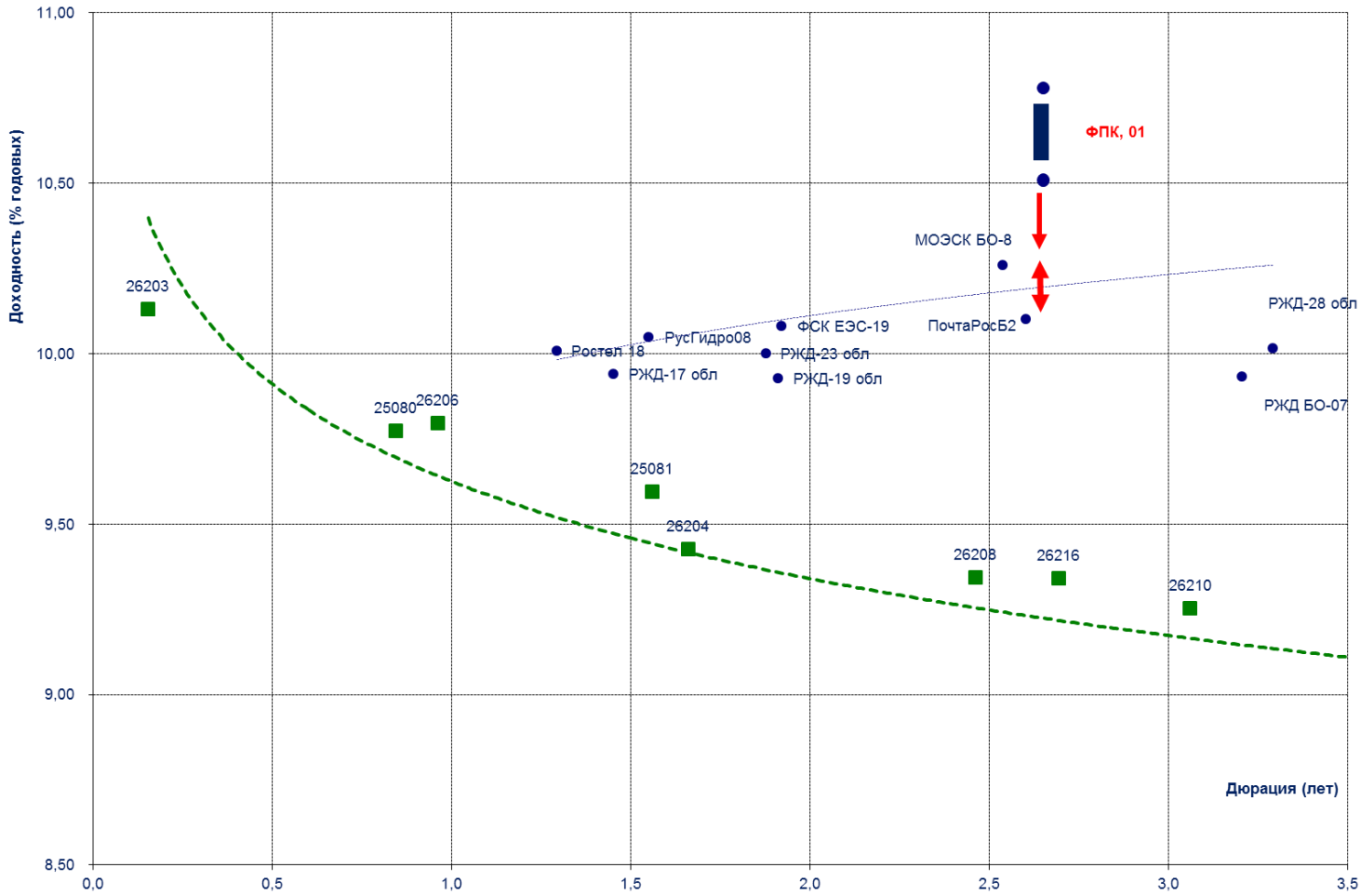
Показатели	2013	2014	2015	2016П
Пассажирооборот, млн пасс.-км.	107 022	94 555	86 066	85 773
Выручка, млн руб.	195 854	185 215	180 857	193 388
Субсидии, млн руб.	23 239	23 581	24 845	20 000
EBITDA, млн руб.	28 856	18 877	20 485	21 978
Рентабельность, %	14,7%	10,2%	11,3%	11,4%
Чистая прибыль, млн руб.	18 463	9 506	7 435	3 154
Чистый долг/ EBITDA	отр.	0,34x	0,25x	1,02x

Источник: данные эмитента

Позиционирование выпуска. С учетом разницы в рейтингах на одну ступень (Fitch) и несопоставимых масштабов бизнеса с РЖД (BB+/Ba1/BBB-) справедливой премией по дебютному выпуску ФПК (BB+/Ba1/BB+) нам видится диапазон в 20-25 б.п. к бондам материнской компании. На данный момент обращающиеся на вторичном рынке выпуски РЖД, БО-07 (дюрация – 3,2 г.), 17 (дюрация – 1,5 г.), 19 (дюрация – 1,9 г.), 23 (дюрация – 1,9 г.), 28 (дюрация – 3,3 г.) предлагают доходность 9,9-10,0% годовых. Выпуски схожих эмитентов других отраслей, как и ФПК близких государству и имеющих монопольные позиции, таких как МОЭСК, БО-08 (дюрация – 2,5 г.), Ростелеком, 18 (дюрация – 1,2 г.), ФСК, 19 (дюрация – 2,7 г.), Почта России, БО-02 (дюрация – 2,6 г.) торгуются с доходностью 10,0-10,3%.

Мы ожидаем повышенного интереса к дебютному выпуску ФПК. Справедливый уровень доходности, по нашим оценкам, находится в диапазоне 10,1-10,25%. Рекомендуем принять участие в размещении.

Карта доходности облигаций некоторых эмитентов на 08.06.2016 г.



БК «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр "Конкорд"
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64
Факс: (495) 7772964 доб. 234
www.region.ru

REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК
Владислав Владимировский (доб. 268, vlad@region.ru)
Дарья Грищенко (доб.185, grischenko@region.ru)
Екатерина Шиляева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112 , Teterkina@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ
Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)
Юлия Гапон (доб. 294, gapon@region.ru)

Группа компаний «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр «Конкорд»
Многоканальный телефон: (+7 495) 777 29 64 Факс: (+7 495) 7772964 доб. 234
www.region.ru REUTERS: REGION BLOOMBERG: RGNM

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.