

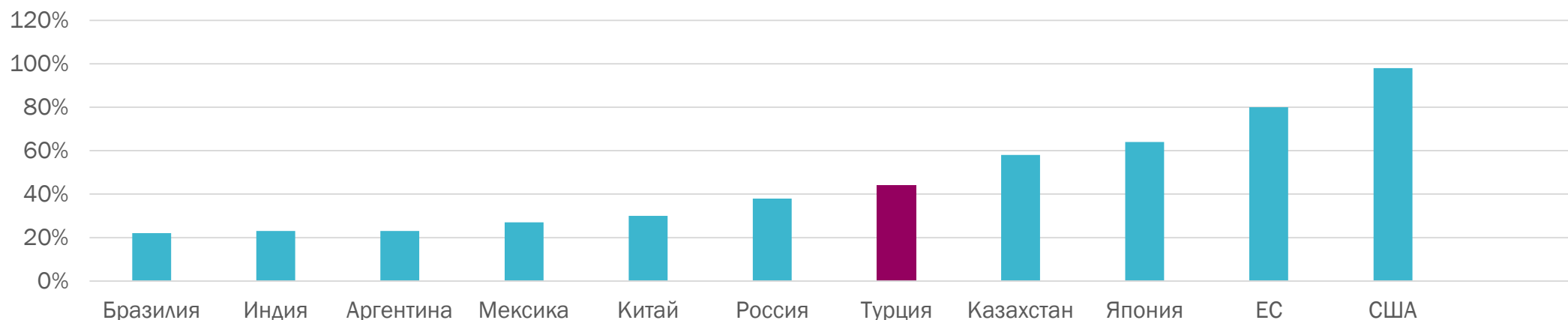


Турецкие еврооблигации

Турция экономически один из лучших регионов ЕМ

- Турция – страна – член НАТО, занимает 60-е место в мире по ВВП на душу населения по паритету покупательской способности (среди стран ЕМ выше только РФ, Казахстан и Аргентина).
- До 2016 г. Турция – стабильный регион, **входящий в ТОП-20 наиболее быстро растущих экономик** (в среднем экономика Турции в период с 1996 по 2015 гг. росла по 4,1% в год, т.е. быстрее чем экономика РФ, ЮАР, Бразилии, Аргентины и Мексики), отличающийся стабильной динамикой потребительских цен при умеренной долговой нагрузке:

Соотношение госдолга к ВВП



Источник: Reuters

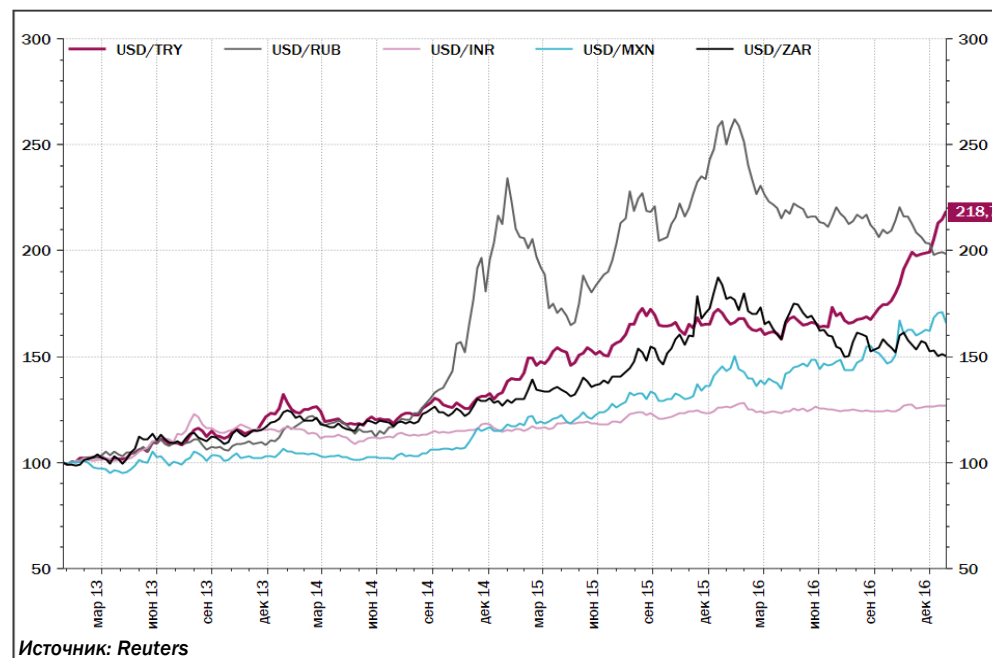
Турецкие проблемы 2016-2017 заложены в рыночные котировки

- В 2016 г. Турция столкнулась с проблемой сильнейшего с 2009 г. замедления темпов притока капитала:
 - туристическая отрасль пострадала из-за ухудшения взаимоотношений с Россией и роста террористической опасности (отрасль недосчиталась около \$15 млрд. долл., $\approx 1,4\%$ ВВП);
 - приток иностранных инвестиций сменился оттоком после попытки государственного переворота летом 2016 г.
- Конституционная реформа, ломающая существующую систему сдержек и противовесов, отразится на независимости принятия решений турецким ЦБ: это ухудшает прогнозируемость действий регулятора, повышает риски для лиры.
- Политическая среда стабилизируется, но решение проблем в области безопасности может потребовать больше времени.
- **Все это спровоцировало распродажи турецких активов и падение экономики на 1,8% в III кв. 2016 г. (вместо первоначально ожидавшегося 4,5%-ного роста за год).**

Бояться инвестиций в Турцию не нужно!

Причины:

1. Девальвация национальной валюты уже произошла: за 2016 г. турецкая лира подешевела к доллару США на 17%, с начала 2017 г. еще на 9%, а с 2013 г. у лиры худшая динамика среди валют стран ЕМ.
2. Кредитные рейтинги уже понижены: тройка международных агентств снизила рейтинг Турции до спекулятивного уровня, ниже из стран ЕМ только у Бразилии.



Рейтинги стран от «большой тройки»

	Индия	Россия	Бразилия	Южная Африка	Турция
S&P	BBB-	BB+	BB	BBB-	BB
Moody's	Baa3	Ba1	Ba2	Baa2	Ba1
Fitch	BBB-	BBB-	BB	BBB-	BB+

Источники: Reuters

Турецкие проблемы 2016-2017 заложены в рыночные котировки

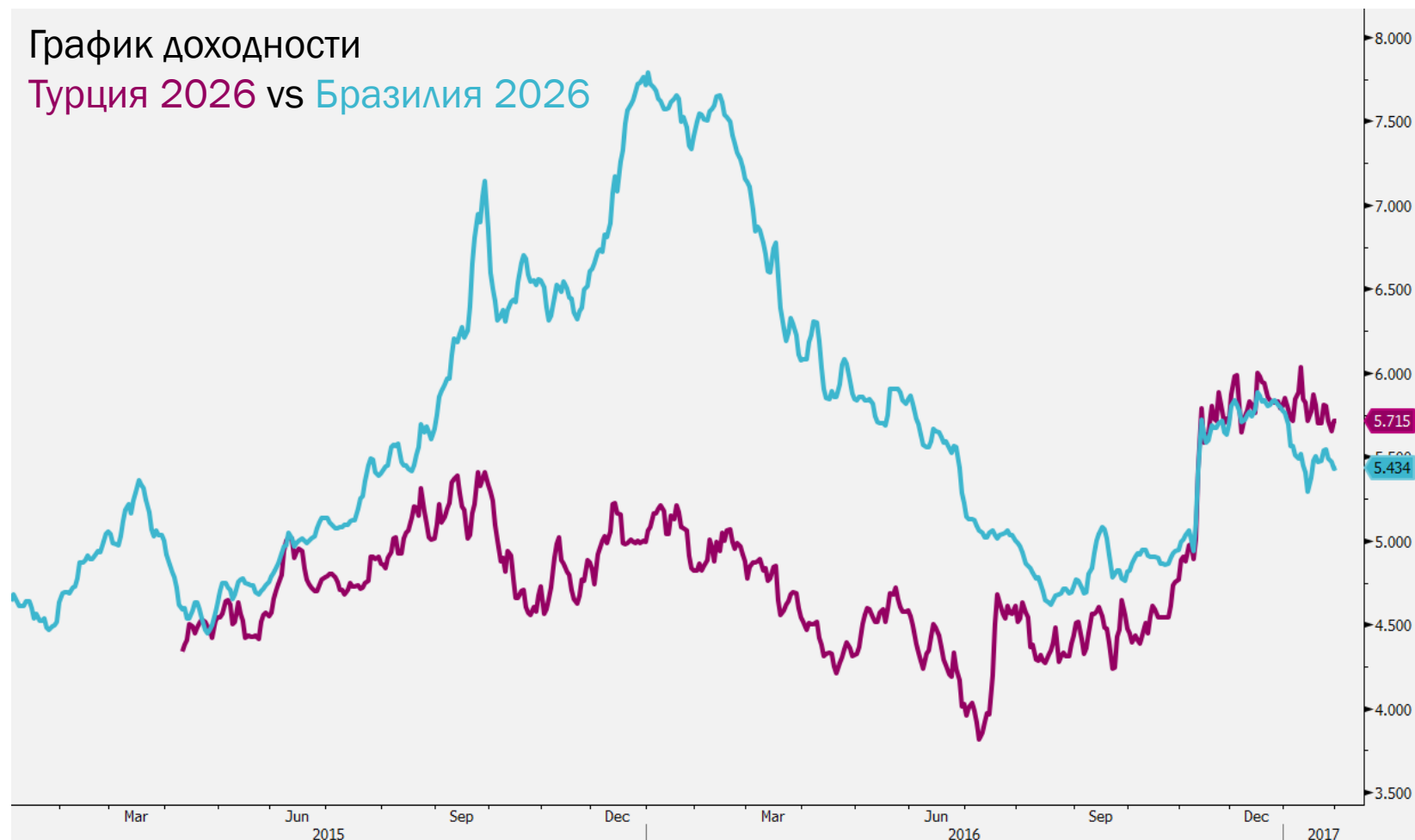
3. Доходность турецких суверенных евробондов к US Treasuries выросла в III кв. 2016 г. \approx на 60 б.п., это максимум с 2013 г.



Источник: Reuters, КИТ Финанс Брокер

Турецкие проблемы 2016-2017 заложены в рыночные котировки

4. Вопреки различиям рейтингов, доходность турецких суверенных евробондов выше доходности суверенных евробондов Бразилии:



Источник: Bloomberg

Резюме:

- Развитие ситуации в Турции 2016-2017 гг. напоминает девальвацию и кризис оттока капитала в России в 2014-2015 гг.
- Турецкие евробонды перепроданы. Это открывает возможность повышения долларовой доходности облигационного портфеля.
- Целесообразна покупка турецкого риска через еврооблигации корпоративных эмитентов небанковского сектора:

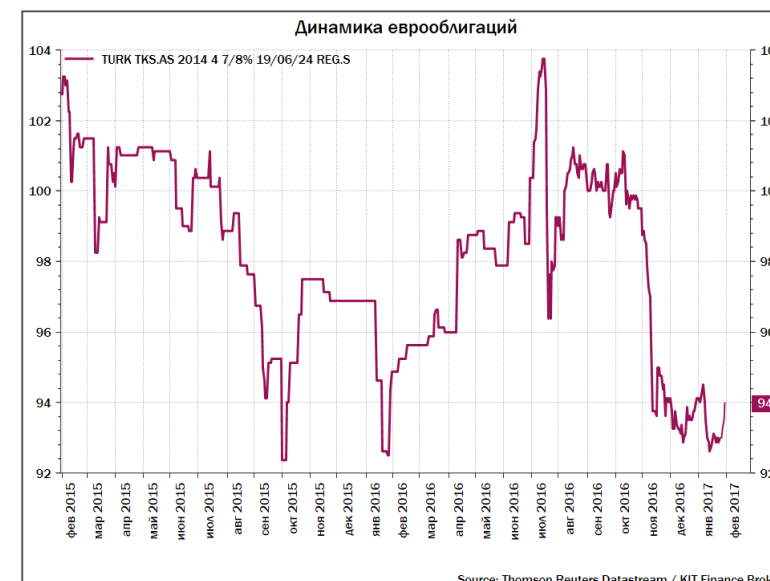
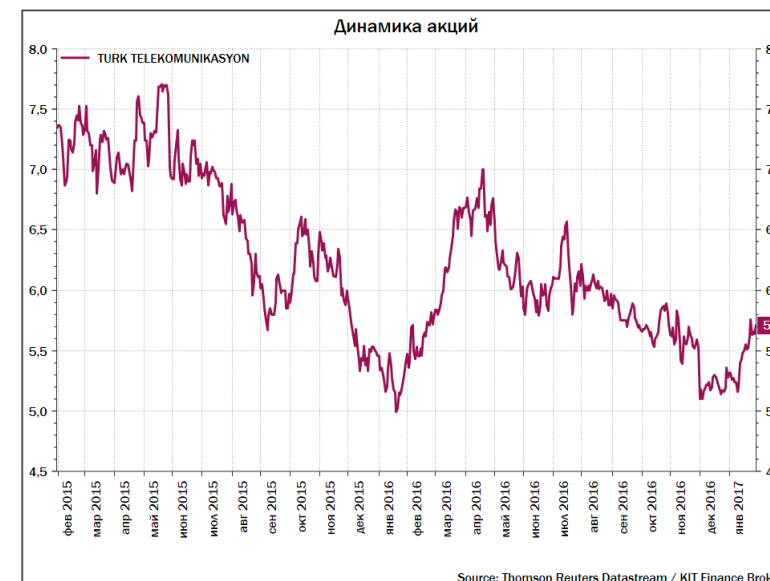
Бумага	Купон, % годовых	Дата погашения	Цена*	Рейтинг S&P/M/F	Доходность к погашению, % годовых*	Дюрация*	Минимальный лот, \$	Дата ближайшего купона
Turk Telekomunikasyon 2024	4,875	19.06.2024	94,0	BBB-/-/BBB-	5,9	6,2	200 000	19.06.2017
Arcelik AS 2023	5,0	03.04.2023	95,8	BB+/-/BB+	5,8	5,3	200 000	03.04.2017

* Индикативные цены и расчеты по данным Reuters на 01.02.2017 г.

- Корпоративные еврооблигации выше оцениваются рейтинговыми агентствами и менее подвержены внутреннему политическому риску.

Turk Telekom

- **О компании:**
- Turk Telekom – доминирующий игрок на турецком рынке сотовой и фиксированной связи. Компания обслуживает более 50% населения Турции.
- 55% акций компании принадлежит Oger Telecommunications (ОАЭ), пакет может быть продан в 2017 г. 30% акций Turk Telekom принадлежит казначейству Турецкой республики, в т.ч. одна «золотая акция».
- Рыночная капитализация Turk Telekom – \$5,2 млрд.
- Еврооблигации Turk Telekom имеют рейтинг инвестиционного уровня (S&P: BBB-; Fitch: BBB-).



■ Финансовые показатели:

- Ковенанты долговой нагрузки на очень комфортном уровне: Чистый долг/ЕБИТДА = 2,3 (норма <3,5), коэффициент покрытия процентов (ICR) = 2,5 (норма >1,5).

Млн. TRY	2014	2015	2016F
Выручка	13 601,6	14 522,9	16 002,0
ЕБИТДА	5 046,6	5 333,9	5 553,0
ЕБИТДА margin	37,1%	36,7%	34,7%
Чистая прибыль	1 969,0	862,9	473,0
Чистый долг	14 949,6	18 568,8	12 598,4
Чистый долг/ЕБИТДА	3,0	3,5	2,3

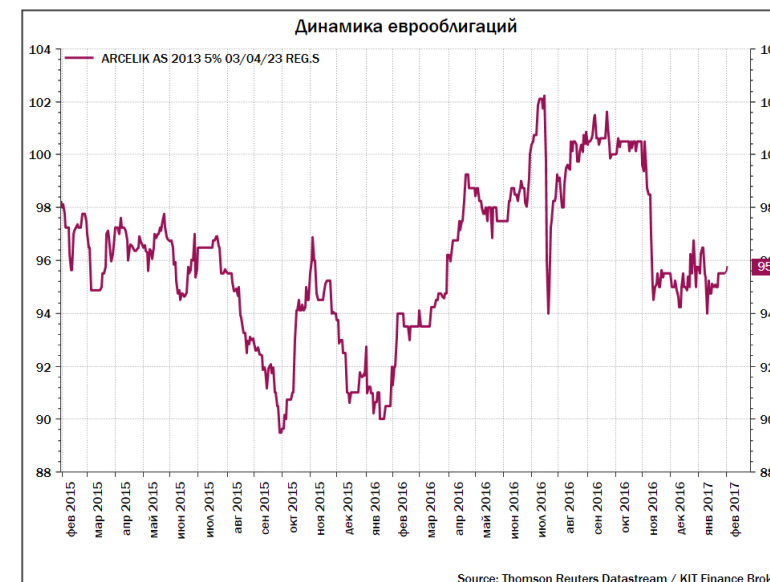
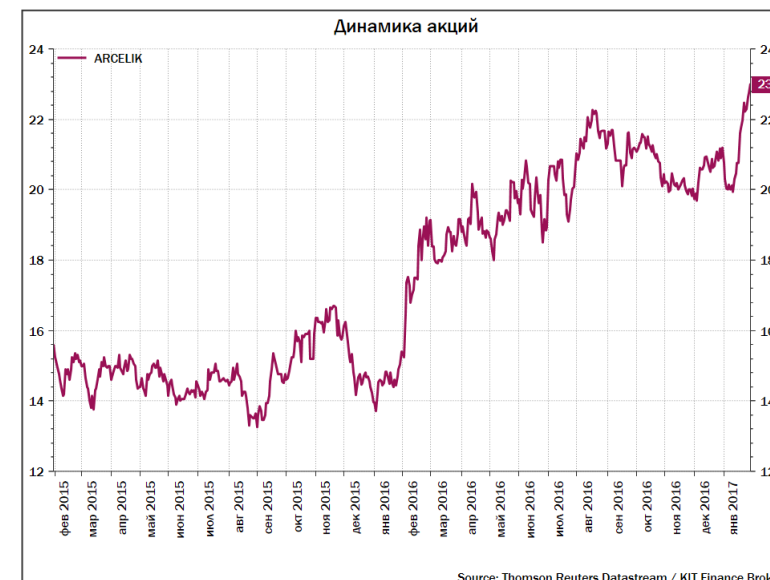
Источник: Reuters, отчетность компании, расчеты КИТ Финанс Брокер

- Пик погашений долга придется на период 2019-2022 гг. Все погашения 2017-2018 гг. с запасом покрываются имеющейся подушкой ликвидности (3,15 млрд. лир).
- 60% долга компании номинировано в долларах США, 38% - в евро. Доходы компании номинированы в турецких лирах, соответственно маржа снижается. Это основная причина, по которой еврооблигации подешевели на 7 п.п. с осени 2016 г.

- **Инвестиционное заключение:**
- Еврооблигации Turk Telekom в ближайшие месяцы будут коррелировать с динамикой валютной пары USD/TRY.
- Из-за девальвации чистая маржа снизится под влиянием роста процентных расходов. По нашим расчетам процентные расходы могут увеличиться в пределах 30%.
- Это не скажется на финансовой устойчивости эмитента: коэффициент покрытия процентов ICR снизится до 1,7.
- В 2017 г. прогнозируем стабилизацию турецкой валюты (риск – принятие неадекватных с рыночной точки зрения решений властями Турции в обход ЦБ). Стабилизация лиры спровоцирует восстановление цены еврооблигаций Turk Telekom 2024, укрепление лиры – ускорит процесс.
- **Ожидаем, что покупка еврооблигаций Turk Telekom 2024 в период 2017-2018-х гг. обеспечит долларовую доходность 9,5% годовых.**

Arcelik AS

- **О компании:**
- Arcelik – крупнейший в Турции производитель бытовой техники (бренды Arcelik, Beko, Grundig и др.). Основана в 1955 г. Рыночная капитализация \$4,0 млрд.
- До конца сезона 2017/2018 Arcelik – премиум-спонсор ФК Барселона (бренд Beko).
- Arcelik входит в Koç Holding – крупнейший промышленный конгломерат в Турции (вклад в турецкое промпроизводство – 10%, экспорт – 9%, составляет 18% капитализации турецкого рынка акций).
- Кредитный рейтинг по методологии S&P выше суверенного, по методологии Fitch соответствует суверенному рейтингу Турции.



■ **Финансовые показатели:**

- Ковенанты долговой нагрузки на очень комфортном уровне: Чистый долг/ЕБИТДА = 1,7 (норма <3,5), коэффициент покрытия процентов (ICR) = 3,0 (норма >1,5).

Млн. TRY	2014	2015	2016F
Выручка	12 514,0	14 166,1	16 065,0
ЕБИТДА	1 321,5	1 659,5	1 772,0
ЕБИТДА margin	10,6%	11,7%	11,0%
Чистая прибыль	638,0	893,0	1 122,0
Чистый долг	3 746,9	3 843,5	3 077,0
Чистый долг/ЕБИТДА	2,8	2,3	1,7


Источник: Reuters, отчетность компании, расчеты КИТ Финанс Брокер


- Крупные погашения долга состоятся только в 2021 и 2023 гг. – это выпуски еврооблигаций.
- Долг диверсифицирован: 33% номинировано в турецкой лире, 32% в евро, 30% в долларе США, остальное – китайский юань, южноафриканский рэнд и российский рубль.

Arcelik AS

- **Инвестиционное заключение:**
- В связи с девальвацией лиры процентные расходы Arcelik увеличатся по нашим расчетам на 12%. Эффект будет мягче, чем у Turk Telecom благодаря диверсифицированной структуре долга.
- Влияние на прибыльность будет еще меньшим благодаря географии сбыта продукции: 44% продукции реализуется в странах еврозоны и СНГ, в Турции лишь 41%.
- В 2017 г. прогнозируем стабилизацию турецкой валюты (риск – принятие неадекватных с рыночной точки зрения решений властями Турции в обход ЦБ). Стабилизация лиры спровоцирует восстановление цены еврооблигаций Arcelik 2023, укрепление лиры – ускорит процесс.
- **Ожидаем, что покупка еврооблигаций Arcelik 2023 в период 2017-2018-х гг. обеспечит долларовую доходность 9,1% годовых.**



 **8 800 700 00 55**
8 (812) 611 00 00
8 (495) 981 06 06

 **Санкт-Петербург, ул. Марата, 69-71**
Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»
Москва, Последний пер., 11, стр.1
Бизнес-центр «ЯН-РОН»

 sales@brokerkf.ru

 www.brokerkf.ru

Звонок по Skype: Brokerkf.client

КИТ Финанс (АО). Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг ФСФР России выданы на осуществление: дилерской деятельности № 040-06539-010000 от 14.10.2003, брокерской деятельности № 040-06525-100000 от 14.10.2003, деятельности по управлению ценными бумагами № 040-13670-001000 от 26.04.2012, депозитарной деятельности № 040-06467-000100 от 03.10.2003. Без ограничения срока действия.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях.

Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений.

За совершение сделок с еврооблигациями взимается комиссионное вознаграждение в соответствии с тарифами КИТ Финанс (АО). Возможны комиссии третьих лиц.

Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (АО) не дает никаких гарантий корректности, содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (АО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (АО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (АО). КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.

Компания не несет ответственности за результаты инвестиционных решений, принятых Клиентом на основе настоящего обзора, аналитических материалов, рекомендаций, программного обеспечения, каких-либо файлов и/или иной информации, полученной Клиентом от Компании. Решение о совершении соответствующей сделки принимает только Клиент. Размер инвестированного капитала Клиента может увеличиваться или уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем.