

### Еврооблигации KCHOL-25

Елизавета Наумова

Старший аналитик

(+7 495) 974-2515 (8806)

#### Привлекательные доходности с приемлимым риском

Тема

Турецкий многопрофильный холдинг Коч (Koç Holding) имеет отличные показатели ликвидности и зрелый инвестиционный портфель, обеспечивающий стабильный доход от дивидендов и низкий риск рефинансирования долга. Бумаги Коч предлагают премию ~ от 300 б.п. к бумагам компаний международных аналогов в связи с ограничением рейтинга госдолга Турции. Мы ожидаем снижение ставки ЦБ Турции на ближайших заседаниях, что вызовет техническую коррекцию бумаг Коч (рост цен).

|                     |              |
|---------------------|--------------|
| Эмитент             | Koç Holding  |
| ISIN                | XS1961766596 |
| Дох. к погашению    | 6,75%        |
| Купон               | 6,50%        |
| Погашение           | 03/11/2025   |
| Валюта              | USD          |
| Композитный рейтинг | B+           |
| Мин. лот            | \$200'000    |
| Квал. инвестор      | Да           |

Коч представляет собой хорошо сбалансированный портфель турецких компаний «голубых фишек», большинство из которых занимают лидирующие позиции в своих секторах: 1<sup>ый</sup> и единственный нефтеперерабатывающий завод в Турции – Turgas, 2<sup>ой</sup> автопроизводитель страны – Ford Otosan, 1<sup>ый</sup> в секторе потребительских товаров длительного пользования – Arcelik, 4<sup>ый</sup> по размеру активов частный банк Yapi Kredi Bankasi (на 50% принадлежит Unicredit) и др. Коч получает преимущество и от диверсификации бизнеса на секторальном уровне, например, в автомобильном секторе присутствуют производители как индивидуальных автотранспортных средств (Ford Otosan и Tofas), так и коммерческих (1<sup>ый</sup> в тракторном сегменте- Turk Traktor, Otokar и Otokoc).

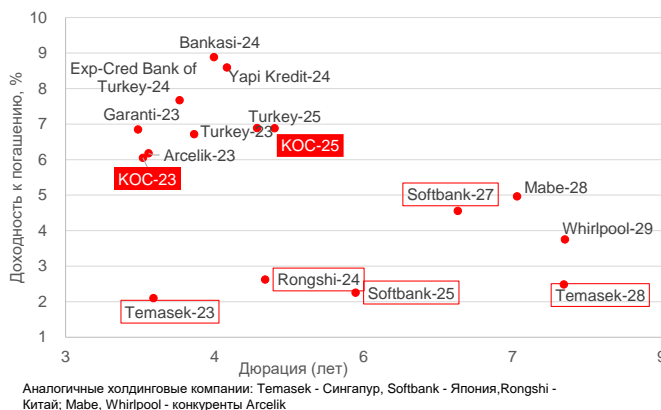
Совокупная выручка Коч в 2018 г. составила 8% от ВВП Турции, экспорт - 10% от общего экспорта, а капитализация - 16% от стоимости компаний на Borsa Istanbul. Отношение чистого долга к EBITDA находится на комфортном уровне 1,9x. Холдинг имеет отличную ликвидность, поддерживая с 2008 г. чистую денежную позицию ~\$700 млн. (по категории «ликвидность» рейтинг Moody's «Аaa»). 90% активов Коч имеют листинг на Borsa Istanbul. Помимо высокой прозрачности для оценки инвестиций Коч, листинг является дополнительным источником ликвидности для холдинга.

Несмотря на то, что 3/4 Koç Holding принадлежит влиятельной семье Коч, операционные риски с точки зрения корпоративного управления сбалансированы тем, что холдингом и компаниями управляют профессиональные менеджеры с высокой компетенцией.

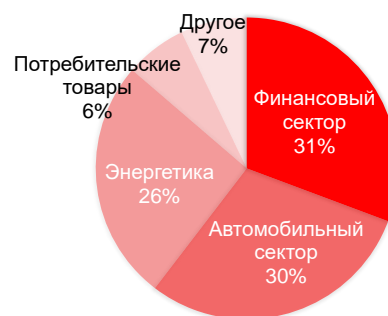
Анализ

Более 50% совокупных доходов Коч генерируется за пределами Турции, либо привязаны к твердой валюте (с нефтеперерабатывающего завода Turgas), обеспечивая устойчивость компании против спада в потребительском секторе страны и валютной волатильности. Помимо этого, Turgas (60% от общей прибыли Коч) низко чувствителен к экономике Турции в связи с дефицитом предложения на рынке (обеспечивает 60% внутреннего потребления; является 7<sup>ым</sup> по объемам импортером нефтяных продуктов в Европу).

Moody's считает, что Коч соответствует уровню «A2», однако географическая концентрация инвестиций в Турции ограничивает рейтинг уровнем потолка госдолга Турции («B1», негативный). S&P («BB-», стабильный) оценивает компанию на 2 ступени выше рейтинга Турции («B+», стабильный), что отражается в дисконте в доходностях Коч к турецкому долгу.

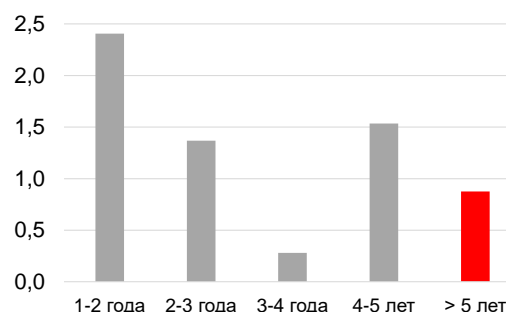


#### Секторальное распределение чистой консолидированной прибыли Koc, 2018 г.



Источники: Отчетность компании за 2018 г.

#### График погашения обязательств KOC, \$ млрд.



Источники: Отчетность компании за 2018 г.

#### Структура международных продаж, 2018 г.



Источники: Отчетность компании за 2018 г.

Риски

Слабый экономический рост в Турции может негативно повлиять на бизнес-сегменты Коч, в то же время международные продажи в основном относятся к одному региону (Европе), где умеренное восстановление также является сдерживающим фактором.

Коч существенно подвержен влиянию политической, правовой, налоговой и регуляторной среды Турции. Одним из таких примеров является повышенный риск принятия правительством мер по сохранению валютных резервов страны, которые могут помешать Коч получить доступ к своим валютным депозитам (денежные средства Коч хранит в Турции) и обслуживать свои долговые обязательства в иностранной валюте.

На валютные облигации компании может повлиять политика ФРС США.

## Информация

### Альфа-Банк (Москва)

#### Аналитический отдел

Телефон/Факс

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Руководитель Аналитического департамента  
Макроэкономика  
Металлы и горная добыча  
Потребительский сектор, Интернет  
Банки, недвижимость  
Аналитическая поддержка российских клиентов  
Альфа Директ  
Перевод  
Редактор  
Техническая поддержка

Борис Красноженов  
Наталья Орлова, Ph.D, Наталья Лаврова  
Борис Красноженов, Юлия Толстых  
Евгений Кипнис, Олеся Воробьева  
Евгений Кипнис  
Гельды Союнов, Алан Казиев, Елизавета Наумова

Анна Мартынова  
Джон Волш  
Денис Дорофеев

### Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам

Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Константин Шапшаров, Александр Зоров

(7 495) 795-3680

Ирина Фадеева, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 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. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, в 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 и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. 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 и 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 и на территории и других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о так их 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.