

Инвестиционная идея по облигациям F 6.125'34

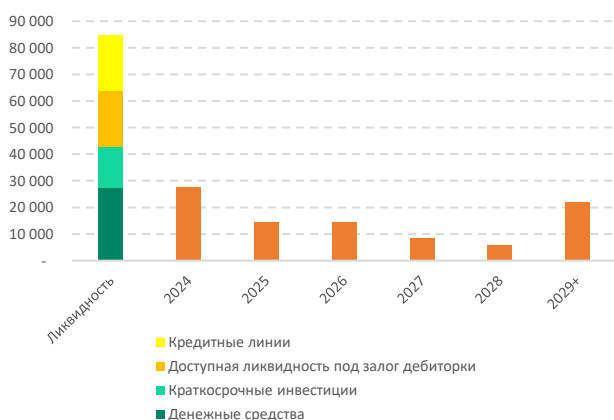
23 октября 2024 г.

Кыстаубаев Куаныш
Бондарец Данил
d.bondarets@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Ford Motor Credit Company
Тикер еврооблигаций	F
Страна риска	США
Сектор	Автоиндустрия
Кредитные рейтинги (M/S/F)	Ba1 St / BBB- St / BBB- St
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	7.84%
Выпуск	F 6.125'34
ISIN	US345397E664
Рынок	Global
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	6.13%
Доходность к погашению	6.18%
Доходность к худшему	6.18%
Текущая цена	99.64%
Дата погашения	08.03.2034
Объем в обращении	\$1650 млн
Минимальный лот	\$200 тыс.

Рисунок 1. Ликвидность и график погашения долга¹ на конец 2023 г., \$ млн



Источник: Данные компании

Инвестиционный тезис.

Представляем вашему вниманию еврооблигации Ford Motor Credit Company 2034 года погашения. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 6.10%-6.26% годовых (YTW 6.10%-6.26% годовых). Данная бумага имеет самый широкий кредитный спред по сравнению с аналогичными выпусками «большой тройки». Помимо прочего, нам нравится сильный ликвидный профиль, способность компании генерировать положительный денежный поток, здоровый баланс Ford Motor Credit Company и высокое качество кредитного портфеля. По нашему мнению, продолжение цикла снижения ставки ФРС в предстоящем году и текущее состояние кривой доходности благоприятствуют принятию процентных рисков. Мы инициируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску F 6.125'34 с ожидаемой доходностью за время удержания 7.84% годовых.

О компании

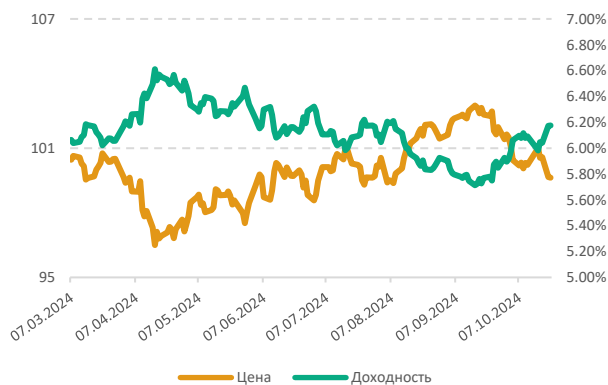
Ford Motor Company (далее «Ford» или «компания») – американский производитель автомобилей, основанный в 1903 году, и являющийся одной из крупнейших автомобильных компаний мира. Компания продаёт пикапы, кроссоверы, спортивные и коммерческие автомобили под одноимённым брендом «Ford», а также автомобили премиум-класса под брендом «Lincoln». В 2023 году, Ford продал более 4.2 млн автомобилей, заняв 6 место среди мировых автопроизводителей. Также компания занимает 2 место на американском рынке, уступая только General Motors. Помимо продажи автомобилей, компания продаёт автомобильные запчасти и аксессуары, а также предоставляет потребительские кредиты на приобретение своих автомобилей через дочернюю компанию Ford Motor Credit (далее «Ford Credit»).

Ford – публичная компания. С 1956 года её акции торгуются на NYSE под тикером F. По состоянию на октябрь 2024 года, рыночная капитализация компании составляет \$43.8 млрд. Крупнейшими акционерами Ford являются: Vanguard Group (8.63%), State Street Global Advisors (8.29%), и BlackRock Inc (7.08%).

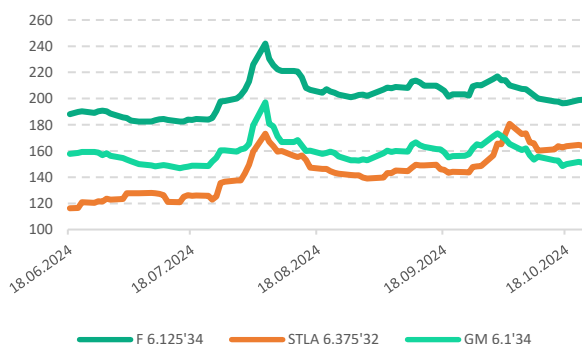
Сегменты

Ford разделяет свой бизнес на пять операционных сегментов:

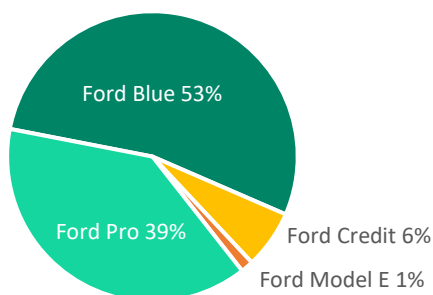
¹ За вычетом выплат по обеспеченным обязательствам Ford Credit

Рисунок 2. Цена и доходность в динамике


Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Динамика кредитного спреда по выпускам (F 6.125'34; STLA 6.375'32; GM 6.1'34)


Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Распределение выручки Ford по операционным сегментам


Источник: Данные компании

(1) Ford Blue. Это основной сегмент компании, занимающийся производством и продажей легковых автомобилей с двигателями внутреннего сгорания и гибридными силовыми установками, а также сопутствующих запчастей и аксессуаров. Кроме того, данный сегмент осуществляет продажи корпоративным клиентам за пределами Северной Америки и Европы, а также занимается реализацией электрических моделей через аффилированные компании в Китае. В первой половине 2024 года на долю Ford Blue пришлось 53% выручки и 25% операционной прибыли компании.

(2) Ford Pro. Данный сегмент отвечает за продажи автомобилей, запчастей и аксессуаров корпоративным клиентам в Северной Америке. Такими клиентами являются правительства, коммерческие организации и компании по аренде автомобилей. Кроме того, в рамках этого направления реализуются грузовые пикапы Ford Super Duty и фургоны Ford Transit в Северной Америке и Европе, а также все продажи Ford Ranger в Европе. В 2024 году на Ford Pro пришлось 39% выручки и 67% операционной прибыли.

(3) Ford Model E. Занимается разработкой, производством и продажей электромобилей и цифровых услуг розничным клиентам, а также корпоративным клиентам в Европе, Китае и Мексике. Доля выручки данного сегмента за 2024 г. составила 1%. На данный момент, этот сегмент является убыточным. Его доля в операционной прибыли составила – 30%.

(4) Ford Credit. Бизнес Ford Credit состоит из предоставления кредитов, рассрочки и лизинга для розничных клиентов, а также кредитования автодилеров для финансирования закупок автомобильного инвентаря, оборотного капитала, и инвестиций в недвижимость. В 2024 г. его доля составила 6% от выручки и 53% от операционной прибыли компании.

(5) Ford Next. Является вспомогательным сегментом компании и включает инвестиции в новые инициативы компании, направленные на развитие Ford на смежных с автомобилями рынках. Доля этого сегмента в выручке и операционной прибыли компании незначительна, и составляет менее 1%.

О выпуске

Выпуск F 6.125'34 является старшим необеспеченным долговым обязательством Ford Motor Credit Company, которая в свою очередь является дочерней компанией Ford Motor Company. Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 8 декабря 2033 года (за три месяца до даты их погашения) эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) суммы приведенной стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 30 бп, за вычетом процентов, начисленных к дате выкупа, или (2) 100% от номинала. Также, начиная с 9 декабря 2033 года, Ford Credit может выкупить выпуск полностью или частично, в любое время, по цене выкупа равной

Рисунок 5. Структура процентных доходов Ford Credit, \$ млн



Источник: Данные компании

Рисунок 6. Структура дебиторской задолженности² Ford Credit, \$ млн



Источник: Данные компании

100% от номинальной суммы плюс начисленные и неуплаченные проценты на дату выкупа. По нашему мнению, риск досрочного выкупа данных облигаций является несущественным, по крайней мере в течение срока нашей рекомендации.

Между Ford Motor и Ford Motor Credit не только высокая операционная синергия, но и твердые обязательства со стороны материнской компании

Ford Motor является единственным акционером Ford Motor Credit. Доля выручки второй хоть и незначительна в общей доле, но финансовая дочка имеет высокую важность для основного бизнеса. Предположительно, доля выручки от проданных в кредит машин составила 49% за 2023 г. и 43% в 2022 г. Помимо этого, Ford Motor имеет обязательство перед Ford Motor Credit поддерживать левеидж, рассчитанный как соотношение долга к капиталу, не выше 12.5 к 1. Если данный коэффициент превысит отметку 12.5, то Ford Motor должен будет докапитализировать свою дочку в течение 30 дней после публикации отчета и вернуть левеидж к 12.5. Компания таргетирует его на уровне 9х-10х. На конец 2кв2024 г. левеидж компании находился на достаточно комфортном уровне и составлял 9.8 к 1, то есть ниже целевого уровня и намного ниже триггера.

Разнонаправленная динамика финансовых результатов

Выручка за 2кв2024 г. составила \$47.8 млрд, что соответствует росту на 6.3% г/г и 12% кв/кв. EBITDA (без учета Ford Credit) выросла на 1.2% кв/кв, но по сравнению с аналогичным периодом прошлого года упала на 17.4%. Разнонаправленная динамика финансовых результатов объясняется ростом объемов продаж, повышением цен, но и одновременно высокой инфляцией расходов, особенно в сегменте Ford Blue. Операционный денежный поток составил \$5.5 млрд (против \$1.4 млрд в 1кв2024 г. и \$5 млрд во 2кв2023 г.), а свободный денежный поток составил \$3.4 млрд, что тоже сильно лучше результатов сравнимых периодов. Однако данный результат – это следствие более низких расходов на чистый рабочий капитал. Прогнозы менеджмента по показателю EBIT на 2024 г. составляет \$10-\$12 млрд, а по сегменту Ford Credit доналоговая прибыль ожидается на уровне \$1.5 млрд (+15% г/г).

В кредитном портфеле Ford Credit наблюдается восстановление объема и улучшение кредитного качества заёмщиков

На конец 2кв2024 г. объем финансовой дебиторской задолженности составил \$117 млрд, увеличившись на 11.3% г/г. Этот рост стал продолжением тенденции к восстановлению показателя после спада в 2020 (-8.1% г/г) и в 2021 (-12.1% г/г) годах, и впервые превысил значение конца 2019 года (\$114.3 млрд). Главной причиной этого снижения и дальнейшего восстановления финансовой дебиторской задолженности стало

² За вычетом прочей дебиторской задолженности

изменение объема дилерского кредитования. Стоит также отметить значительное улучшение кредитного качества финансового портфеля компании за тот же период. Доля проблемных займов среди потребителей и автодилеров, составляющих 98% от всего кредитного портфеля, снизилась с 0.2% в 2019 году до 0.05% на конец первой половины 2024 года. Принимая во внимание высокое качество кредитного портфеля Ford Credit, мы не ожидаем проблем с будущими выплатами от заемщиков.

Плотный график погашения, но мощный буфер ликвидности создает запас прочности

На конец 2кв2024 года валовый долг Ford Motor составлял \$20.4 млрд, а чистый долг находился на уровне \$(6) млрд. Ликвидность компании насчитывала \$45 млрд, которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$26.4 млрд и неиспользованных кредитных линий в объеме \$18.7 млрд. Долговая нагрузка Ford Credit намного выше, чем у материнской компании. Валовый долг на конец периода составил \$130.5 млрд, однако около \$54 млрд из общего долга являются обеспеченными, то есть они были привлечены посредством секьюритизации обязательств дебиторов, финансового и операционного лизинга. Также компания имеет внушительную ликвидность, которая включает в себя денежные средства и их эквиваленты объемом \$7.5 млрд и краткосрочные инвестиции размером \$654 млн. Необремененная дебиторская задолженность и лизинговые активы на балансе, которые могут быть превращены в ликвидность в кратчайшие сроки через процесс секьюритизации, служат еще одним источником ликвидности для Ford Credit, при необходимости и доступная сумма на конец 2кв2024 г. составляет \$23.4 млрд. Таким образом, валовый скорректированный долг компании на конец периода насчитывал около \$97 млрд. Сумма ликвидности без учета неиспользованных кредитных линий составляла \$58 млрд, то есть чистый скорректированный долг был на уровне \$39 млрд. У холдинга очень плотный график погашения – сумма долгов к погашению за последующие 2 года составляет \$42.1 млрд (45% от всего долга). С учетом сильного ликвидного профиля и ожидаемого положительного FCF, мы не думаем, что будут проблемы с обслуживанием долга.

Рейтинговые агентства о Ford Motor Company

Учитывая тесную связь между Ford Motor и Ford Credit, выражающуюся в операционной синергии, рейтинговые агентства присваивают общий рейтинг для обеих компаний. В связи с этим, описанные ниже мнения применимы в равной степени к обоим компаниям.

Fitch

Рейтинг BBB- (прогноз: «стабильный»). Fitch отмечает, что проблемы в цепочке поставок, наблюдавшиеся в последние два года, в значительной мере смягчились. Агентство ожидает, что маржа EBIT и FCF будут оставаться сильными в среднесрочном периоде, а левиредж низким. Также Fitch пишет о том, что у Ford сильный ликвидный профиль.

S&P Global

Рейтинг BBB- (прогноз: «стабильный»). S&P ожидает, что маржа EBITDA будет выше 8% в течение 2024-25 гг. Агентство также отмечает надежный ликвидный профиль компании, ценовую политику и сильную рыночную позицию.

Moody's

Рейтинг Ba1 (прогноз: «стабильный»). Рейтинг Moody's отражает конкурентоспособность компании на североамериканском рынке легковых автомобилей, коммерческих фургонов и грузовиков. Агентство также отмечает умеренную маржу прибыли Ford, низкий уровень левериджа и значительный уровень денежных средств и краткосрочных инвестиций на балансе.

Риски

- дефицит ключевых компонентов или сырья может нарушить производство автомобилей;
- агрессивные сделки M&A и/или байбеки могут привести к ослаблению кредитного качества;
- на результаты и операции Ford могут негативно повлиять экономические или геополитические события, включая протекционистскую торговую политику.

Основные финансовые и операционные результаты Ford Motor Co

\$млн	2019	2020	2021	2022	2023	1кв2024	2кв2024
Выручка	155 900	127 144	136 341	158 057	176 191	42 777	47 808
EBITDA, без Ford Motor Credit	10 651	7 042	12 434	14 330	15 616	4 077	4 125
EBITDA маржа%	6.8%	5.5%	9.1%	9.1%	8.9%	9.5%	8.6%
EBITDA	14 869	10 236	15 960	16 908	16 939	4 268	4 275
EBITDA маржа%	9.5%	8.1%	11.7%	10.7%	9.6%	10.0%	8.9%
Процентные расходы	(4 389)	(3 402)	(2 790)	(3 334)	(6 311)	(1 848)	(1 897)
Опер. денежный поток	17 639	24 269	15 787	6 853	14 918	1 385	5 508
Капитальные расходы	(7 632)	(5 742)	(6 227)	(6 866)	(8 236)	(2 094)	(2 100)
Своб. денежный поток	10 007	18 527	9 560	(13)	6 682	(709)	3 408
Дивиденды и обратный выкуп акций	(2 626)	(596)	(403)	(2 493)	(5 330)	(1 326)	(843)
Чистая прибыль	47	(1 279)	17 937	(1 981)	4 347	1 332	1 831

Валовый долг, без Ford Motor Credit	15 278	24 007	20 375	19 930	19 944	20 157	20 406
Денежные ср-ва и эквиваленты, без Ford Motor Credit	22 288	30 752	36 457	32 184	28 724	24 901	26 436
Чистый долг, без Ford Motor Credit	(7 010)	(6 745)	(16 082)	(12 254)	(8 780)	(4 744)	(6 030)
Собственный капитал	33 230	30 811	48 622	43 167	42 798	42 897	43 595

Показатели долговой нагрузки

OCF / Процентные расходы, ТТМ (х)	4.02	7.13	5.66	2.06	2.36	0.75	2.90
EBITDA / Процентные расходы, ТТМ (х)	2.43	2.07	4.46	4.30	2.47	2.21	2.17
Валовый долг / EBITDA, ТТМ (х)	1.43	3.41	1.64	1.39	1.28	1.25	1.34
Чистый долг / EBITDA, ТТМ (х)	(0.66)	(0.96)	(1.29)	(0.86)	(0.56)	(0.29)	(0.40)

Темпы роста в %

Рост выручки (г/г)	-2.8%	-18.4%	7.2%	15.9%	11.5%	3.1%	6.3%
Рост EBITDA (г/г)	-1.7%	-33.9%	76.6%	15.2%	9.0%	13.1%	-17.4%
Рост чистого долга (г/г)	-21.1%	-3.8%	138.4%	-23.8%	-28.3%	-46.8%	-40.7%

График погашения долга ¹ и запас ликвидности

	2024	2025	2026	2027	2028	2029+
Погашение долга, \$млн	479	1 072	4 050	1 015	604	13 054
Запас ликвидности на конец 2кв2024 г., \$млн	45 136					
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	26 436					
Кредитные линии, \$млн	18 700					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

¹ - График погашения на конец 2023 г.

Основные финансовые и операционные результаты Ford Motor Credit

\$млн	2019	2020	2021	2022	2023	1кв2024	2кв2024
Общая выручка	12 623	11 462	10 250	9 416	11 119	3 106	3 283
Процентная выручка	12 218	11 142	9 999	9 225	10 876	3 044	3 187
Процентные расходы	(4 389)	(3 402)	(2 790)	(3 334)	(6 311)	(1 848)	(1 897)
Чистые процентные доходы	7 533	6 912	7 519	5 852	4 287	1 108	1 195
ЕВТ	2 998	2 608	4 731	2 437	1 322	326	343
Процентные расходы ТМ / Валовый долг	3.1%	2.5%	2.4%	2.8%	4.9%	5.2%	5.5%
Процентные доходы ТМ / Процентные активы	8.6%	8.5%	8.5%	7.5%	8.2%	8.4%	8.7%
Чистая процентная маржа	5.3%	5.2%	6.4%	4.8%	3.2%	3.2%	3.2%

Ликвидность

Денежные ср-ва и эквиваленты	9 067	14 349	10 963	10 393	10 658	8 848	7 448
Краткосрочные инвестиции	3 137	4 665	2 101	1 422	755	684	654
Общая финансовая дебиторская задолженность, лизинг	141 976	131 725	117 517	122 334	133 155	135 474	137 721
Дебиторская задолженность, необремененная залогом	34 517	32 670	34 250	26 413	34 823	37 564	37 546
Доступная ликвидность под дебиторскую задолженность и кредитные линии	24 500	23 400	26 300	12 300	17 400	17 400	23 400
Общая ликвидность	36 704	42 414	39 364	24 115	28 813	26 932	31 502
Капитал	14 347	15 567	12 376	11 877	13 389	13 503	13 554

Долговая нагрузка

Валовый долг	140 029	137 677	117 717	119 039	129 287	129 258	130 495
Чистый долг	127 825	118 663	104 653	107 224	117 874	119 726	122 393
Валовый долг, скорректированный	83 377	83 025	72 305	62 554	71 204	74 307	76 573
Чистый скорр-ный долг, за вычетом денежных ср-в и краткос-ных инвестиций	71 173	64 011	59 241	50 739	59 791	64 775	68 471
Чистый скорр-ный долг, за вычетом всей ликвидности	46 673	40 611	32 941	38 439	42 391	47 375	45 071
Краткосрочный долг	13 717	11 429	14 810	19 624	18 658	17 141	17 030

Показатели долговой нагрузки

Долг / Капитал (x)	3.82	3.25	2.99	4.94	4.49	4.80	4.14
Скорр-ный валовый долг / Ликвидность (x)	6.83	4.37	5.53	5.29	6.24	7.80	9.45
Скорр-ный валовый долг / Общая ликвидность	2.27	1.96	1.84	2.59	2.47	2.76	2.43
Краткосрочный долг / Ликвидность (x)	1.12	0.60	1.13	1.66	1.63	1.80	2.10
Краткосрочный долг / Общая ликвидность (x)	0.37	0.27	0.38	0.81	0.65	0.64	0.54

Темпы роста в %

Рост процентных доходов (г/г)	-	-8.8%	-10.3%	-7.7%	17.9%	21.3%	19.2%					
Изменение чистой процентной маржи, бп (г/г)	-	-	6	115	-	161	-	156	-	95	-	40
Рост чистого долга (г/г)	-	-7.2%	-11.8%	2.5%	9.9%	10.1%	10.6%					
Рост дебиторской задолженности (г/г)	-	-7.2%	-10.8%	4.1%	31.8%	16.8%	7.2%					

График погашения долга¹ и запас ликвидности

	2024	2025	2026	2027	2028	2029+
Погашение долга ² , \$млн	49 264	34 897	18 753	9 897	8 859	9 103
Запас ликвидности на конец 2кв2024 г., \$млн	31 502					
Денежные средства и краткосрочные инвестиции,	8 102					
Доступная ликвидность под дебиторскую задолженность и кредитные линии, \$млн	23 400					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

¹ - График погашения на конец 2023 г.

² - С учётом выплат по обеспеченным обязательствам

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2024 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance