

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ДОЛГА

#КАЛЕНДАРЬ

ГТЛК
Ростелеком
ТМК



Александр Ермак
Мария Сулима
12 февраля 2026 г.

АО «ГТЛК» СЕРИИ 002Р-12

Параметры выпуска				Оценка БК РЕГИОН
Рейтинг (АКРА/ Эксперт РА / НКР / НРА)				Оценка выпуска
Объем размещения				По нашим оценкам, учитывая уровни доходностей на вторичном рынке по валютным выпускам, а также недавнее размещение долларового выпуска Газпрома справедливый купон по данному займу мы оцениваем на уровне 9,0-9,25% годовых, что соответствует доходности 9,4-9,65% годовых.
Срок обращения				3,5 лет
Оferта				Не предусмотрена
Купонные периоды				30 дней
Ориентир по купону				Не выше 9,5%
Ориентир по доходности				Не выше 9,93%
Амортизация				50% - 39 и 43 купон
Дата книги				12 февраля
Дата размещения				17 февраля
Финансовый показатель	2024	2023	Динамика г/г, %	
Чистый процентный доход, млрд руб.	23,4	30,7	-23,6%	
Чистая прибыль, млрд руб.	1,8	0,7	+158,4%	
Рентабельность по чистому % доходу	3,2%	4,6%	-1,5 п.п.	
CIR	53,6%	45,0%	+8,6 п.п.	
Финансовый показатель	2024	2023	Динамика г/г, %	
Чистые инвестиции в лизинг + аренда, млрд руб.	783,7	695,4	+12,7%	
Долг, млрд руб.	947,4	806,7	+17,4%	
Чистый долг, млрд руб.	882,9	774,6	+14,0%	
Активы, млрд руб.	1 355,7	1 144,7	+18,4%	
Капитал, млрд руб.	205,3	173,1	+18,6%	
ЧИЛ / Чистый долг	88,8%	89,8%	-1,0 п.п.	
ROAA	0,15%	0,07%	-0,08 п.п.	
ROAE	1,0%	0,5%	+0,5 п.п.	

Оценка выпуска

По нашим оценкам, учитывая уровни доходностей на вторичном рынке по валютным выпускам, а также недавнее размещение долларового выпуска Газпрома справедливый купон по данному займу мы оцениваем на уровне 9,0-9,25% годовых, что соответствует доходности 9,4-9,65% годовых.

Предлагаемый к размещению выпуск изначально маркетировался с купоном 9,5% годовых и доходностью 9,93% годовых.

Рыночная история

АО «ГТЛК» присутствует на рублевом облигационном рынке с января 2013 г. В настоящее время в обращении на Московской бирже находится 35 выпусков ГТЛК на общую сумму порядка 363,35 млрд руб. (остальные выпуски были приобретены за счет ФНБ). В текущем году предстоит оферта по 1 выпуску на 4 млрд руб. В 2025 г. Эмитент выходил на рынок с 4 выпусками (два с фиксированным и два с плавающим купоном) на 77,5 млрд руб.

Рейтинги

09/05/2025 АКРА подтвердило кредитный рейтинг на уровне AA-(RU), со стабильным прогнозом.

11/12/2025 Эксперт РА подтвердило кредитный рейтинг на уровне ruAA-, со стабильным прогнозом.

Отчетность за последний период

По итогам 9 месяцев 2025 г. согласно рэнкингу Эксперт РА ГТЛК занимает 1 место по объемам лизингового портфеля в целом, а также в сегменте авиации (61%), морских/речных судов (64%) и железнодорожной техники (47%), а также городского пассажирского транспорта (42%).

По итогам 1 полугодия 2025 г. ГТЛК отразила без изменений с начала года совокупный объем финансового и операционного лизинга (786 млрд руб.). Объем активов и капитала также не претерпел существенных изменений -3,4% и +4,0% г/г, соответственно. Чистый процентный доход сократился на 40,1% г/г до 8,5 млрд руб. на фоне опережающего роста процентных расходов +35,8% г/г по сравнению с более умеренным ростом процентных доходов +18,5% г/г. При этом также выросли операционные расходы на 34% г/г до 6,1 трлн руб., что повлияло на ухудшение коэффициента CIR (операционные расходы/доходы) до 71,8% с 53,6% на конец 2024 г. В итоге ГТЛК за 6 мес. 2025 г. отразила чистый убыток в размере 6 млрд руб. против чистой прибыли 205 млн руб. годом ранее.

Об Эмитенте

ГТЛК РФ – государственный институт развития, реализующий транспортные национальные проекты и являющийся посредником между государством, бизнесом и финансовыми организациями. За период 2009 - 2024 г. государство проинвестировало более 151,5 млрд руб. в программы лизинга ГТЛК, что эквивалентно 50,3% от общего планируемого объема инвестиций ГТЛК по программам лизинга с государственным финансированием (300,9 млрд руб.). За этот же период объем инвестиций ГТЛК в транспортную отрасль составил 1,7 трлн руб. Беспрецедентный рост лизингового портфеля более чем в 1,6 тыс. раз за 17 лет с 1,7 млрд. руб. в 2009 г. до 2,9 трлн руб. по итогам 2025 г.

ПАО «Ростелеком» серии 001Р-23Р

Параметры выпуска

Оценка БК РЕГИОН

Рейтинг (АКРА/ Эксперт РА / НКР / НРА)	AAA(RU) / ruAAA / AAA.ru / -		
Объем размещения	15 млрд руб.		
Срок обращения	2 года		
Оферта	Не предусмотрена		
Купонные периоды	30 дней		
Ориентир по купону	Не выше 14,75%		
Ориентир по доходности	Не выше 15,79%		
Дата книги	12 февраля		
Дата размещения	18 февраля		
Финансовый показатель	9 мес. 2025	9 мес. 2024	Динамика г/г, %
Выручка, млрд руб.	602,3	546,1	+10,3%
OIBDA, млрд руб.	302,5	217,9	+38,8%
Чистая прибыль, млрд руб.	18,5	19,3	-4,5%
Рентабельность по OIBDA, %	50,2%	39,9%	+10,3 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли, %	3,1%	3,5%	-0,5 п.п.
Финансовый показатель	9 мес. 2025	2024	Динамика к нач. г. %
Долг, млрд руб.	774,8	723,6	+7,1%
Чистый долг, млрд руб.	749,9	677,2	+10,7%
Долг/ OIBDA	1,9x	2,4x	
Чистый долг/ OIBDA	1,9x	2,2x	
Процентное покрытие	1,2x	1,4x	

Оценка выпуска

Принимая во внимание параметры последних размещений выпусков с фиксированными купонами сопоставимых по кредитному качеству эмитентов, а также уровни спредов близких по дюрации выпусков Эмитента на вторичном рынке, мы оцениваем справедливый купон 14,55-14,65% годовых, что соответствует доходности 15,56-15,68% годовых и транслируется в спред к G-кривой 66-78 б.п.

Предлагаемый к размещению выпуск изначально макетируется с купоном не выше 14,75%, что транслируется в доходность 15,79% годовых и спред к КБД на сроке 2 лет 89 б.п.

Рыночная история

ПАО «Ростелеком» присутствует на рынке с 01 апреля 2011 г., когда были конвертированы 54 выпуска объемом 31,5 млрд ранее размещенные межрегиональными компаниями связи, которые были присоединены к ПАО «Ростелеком» в рамках реорганизации отрасли. Все данные выпуски были погашены в 2011-2019 гг. ПАО «Ростелеком» разместило первый публичный заем объемом 10 млрд руб. в ноябре 2012 г.

В настоящее время в обращении находятся 26 выпусков объемом 366,5 млрд руб. с погашением в 2026-2029 гг. До конца 2026 г. погашаются 9 выпусков на 111,5 млрд руб. (все в ноябре), ближайшее погашение 20 февраля на 15 млрд руб. Также в 2026 г. предстоят две оферты на 20 млрд руб. В 2025 г. было размещено восемь выпусков на 143 млрд руб. в 2026 г. разместился один выпуск на 15 млрд руб. с купоном 14,75% и доходностью 15,79% при спреде к кривой 85 б.п. на сроке 2,5 года.

Рейтинги

03/12/2025 АКРА повысило рейтинг кредитоспособности ПАО «Ростелеком» до AAA(RU) с сохранением стабильного прогноза.

06/05/2025 НКР подтвердило рейтинг на уровне AAA.ru со стабильным прогнозом

23/05/25 Эксперт РА присвоило рейтинг на уровне ruAAA со стабильным прогнозом.

Отчетность за последний период

По итогам 9 мес. 2025 г. Ростелеком опубликовал достаточно сильные финансовые результаты, отразив рост выручки и рентабельности по OIBDA. Чистая прибыль снизилась незначительно ввиду опережающего роста финансовых расходов на 57% г/г., который был частично нивелирован повышением операционной рентабельности. Хотя процентное покрытие чуть снизилось до 1,2x, тем не менее долговая нагрузка опустилась при этом ниже 2,0x.

Об Эмитенте

ПАО «Ростелеком» - один из крупнейших в РФ интегрированный провайдер цифровых услуг и решений, присутствующий во всех сегментах рынка услуг связи с клиентской базой более 11 млн чел. Компания образована в 2011 г. в результате объединения ОАО «Ростелеком» с межрегиональными компаниями связи и ГК «Связьинвест». Компания занимает лидирующие позиции на рынке телекоммуникационных услуг для госсектора РФ и корпоративных клиентов.

ПАО «ТМК» СЕРИИ 002Р-01

Параметры выпуска

Оценка БК РЕГИОН

Рейтинг (АКРА/ Эксперт РА / НКР / НРА)	- / ruA+ / A+.ru / -		
Объем размещения	Не менее 13,5 млрд руб.		
Срок обращения	10 лет года		
Оферта	3 года		
Купонные периоды	30 дней		
Ориентир по цене	75% от номинала		
Ориентир по купону	Не выше 7,0%		
Ориентир по доходности	Не выше 19,51%		
Дата книги	12 февраля		
Дата размещения	17 февраля		
Финансовый показатель	6 мес. 2025	6 мес. 2024	Динамика г/г, %
Выручка, млрд руб.	237,0	276,7	-14,4%
EBITDA, млрд руб.	40,2	35,3	+13,8%
Чистая прибыль, млрд руб.	(3,2)	(1,8)	+78,9%
Рентабельность по EBITDA, %	17,0%	12,8%	+4,2 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли, %	отр.	отр.	
Финансовый показатель	6 мес. 2025	2024	Динамика г/г, %
Долг, млрд руб.	358,2	388,0	-7,7%
Чистый долг, млрд руб.	301,6	267,0	+13,0%
Долг/ EBITDA	4,5x	6,2x	
Чистый долг/ EBITDA	3,8x	4,3x	
EBIT / процентные расходы	0,6x	0,5x	

Оценка выпуска

Учитывая сохраняющееся слабое кредитное качество и пересмотр в сторону ухудшения прогноза по обоим кредитным рейтингам Эмитента, мы оцениваем спред не менее 400 б.п., что соответствует доходности 19,1% годовых и цене 75,66% от номинала при купоне 7% годовых.

Предлагаемый выпуск, маркетируется по цене 75% от номинала, с купоном не выше 7%, что обеспечивает доходность 19,51% годовых и транслируется в спред по сроку 3 года в 440 б.п.

Рыночная история

Эмитент присутствует на рынке с 2003 г., когда был размещен дебютный выпуск на 2,0 млрд руб. Всего в совокупности Компания разместила 18 выпусков совокупным объемом 78,16 млрд руб., из которых 16 выпусков на 67,3 млрд руб. были своевременно погашены. В обращении на данный момент находятся 2 выпуска – в рублях на 9,9 млрд руб. с офертой в июне 2026 г. и в долларах США на 350 млн руб. с погашением в феврале 2027 г.

Рейтинги

03/04/25 Эксперт РА подтвердило рейтинг ruA+, изменив прогноз на «Негативный». Изменение прогноза обусловлено ухудшением показателей долговой нагрузки, процентного покрытия и рентабельности преимущественно вследствие резкого увеличения процентных и операционных затрат при ожидании агентства по сохранению уровня процентного покрытия в негативной зоне до 2027 года.

16/12/25 НКР подтвердило рейтинг на уровне «A+.ru», изменив прогноз на «Негативный», что отражает ослабление показателей обслуживания долга и рентабельности на фоне ухудшения рыночной конъюнктуры в трубной промышленности.

Отчетность за последний период

По итогам 1 пол. 2025 г. ТМК удалось повысить рентабельность EBITDA до 17% с 12,8% несмотря на снижение выручки на 14,4%. Этому способствовало сокращение коммерческих расходов почти в два раза и себестоимости на 16,4% г/г. Долг сократился на 7,7% с начала года, что способствовало снижению долговой нагрузки. При этом, однако, на фоне роста финансовых расходов на 49,1% г/г процентное покрытие осталось критически низким на уровне 0,6x.

Об Эмитенте

ПАО "ТМК" - один из лидеров мирового трубного бизнеса и крупнейший в России производитель и экспортёр трубной продукции. Компания объединяет производственные предприятия, расположенные в России, США, Румынии и Казахстане. На мировом рынке стальных труб усиливается доминирование Китая, доля которого в международной торговле постоянно растет и уже составляет около 30% за счет вытеснения поставщиков из других стран, в том числе из России.



ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Эмитент	Серия / Выпуск	Дата книги / размещения	Ориентир по ставке купона / дох-ти / спреда	Срок до оферты / погашения, лет	Объем выпуска, млрд руб.	Купонный период	Рейтинг АКРА / Эксперт РА / НКР / НРА
ПАО «ТМК»	002P-01	12 февраля / 17 февраля	Цена 75% Не выше 7,0% / 19,51%	3,0 / 10,0	Не менее 13,5	30 дней	- / ruA+ / A+.ru / -
АО «ГТЛК»	002P-12	12 февраля / 17 февраля	Не выше 9,50% / 9,93%	- / 3,5	Не менее 100 млн USD	30 дней	AA-(RU) / ruAA- / -/-
ПАО «Ростелеком»	001P-23R	12 февраля / 18 февраля	Не выше 14,75% / 15,79%	- / 2,0	15,0	30	AAA(RU) / ruAAA / AAA.ru / -
ПАО «Селигдар»	001P-10	16 февраля / 19 февраля	Не выше 18,00% / 19,56%	- / 3,0	2,0	30 дней	- / ruA+ / A+.ru / AA-[ru]
АО ГК «Азот»	001P-02	17 февраля / 20 февраля	Не выше 17,25% / 18,68%	2,0 / 5,0	Не менее 5,0	30 дней	A+(RU) / ruA+ / AA-.ru / -
ООО "ЭЛЕКТРОРЕШЕНИЯ"	001P-03	19 февраля / 24 февраля	Не выше 23,50% / 26,21%	- / 1,5	1,0	30 дней	BBB(RU) / - / - / -
ООО «ИЛОН»	001P-01	03 марта / 06 марта	Не выше 20,00% / 21,94%	- / 2,0	1,0	30 дней	BBB+(RU) / - / - / -



ИНФОРМАЦИЯ ОБ ЭМИТЕНТАХ НОВЫХ ВЫПУСКОВ

Эмитент	Период отчетности по МСФО	Выручка, млрд руб.	Маржа EBITDA, %	Чистая прибыль, млрд руб.	Долг / EBITDA, XX	Чистый долг / EBITDA, XX	Отрасль
ПАО «ТМК»	6 мес. 2025	237,0	17,0%	(3,2)	4,5	3,8	Металлургия
АО «ГТЛК»	6 мес. 2025	75,8	н/д	(6,0)	н/д	н/д	Лизинг
ПАО «Ростелеком»	9 мес. 2025	602,3	50,2%	18,5	1,9	1,9	Телекомы
ПАО «Селигдар»	9 мес. 2025	61,8	38,5%	(7,7)	4,3	4,1	Золотодобыча
АО ГК «Азот»	6 мес. 2025	66,7	35,8%	7,3	1,1	1,1	Удобрения

**Общество с ограниченной ответственностью
«Брокерская компания «РЕГИОН» (ООО «БК РЕГИОН»)**

Адрес: 123112, Москва, 1-й Красногвардейский пр., дом 22, стр. 1. Бизнес-центр «Neva Towers»
Многоканальный телефон: +7 (495) 777 29 64
www.region.broker

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак +7 (495) 777-29-64 доб. 405
Мария Сулима +7 (495) 777-29-64 доб. 294

aermak@region.ru
sulima@region.ru

МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА

Валерий Вайсберг +7 (495) 777-29-64 доб.192

vva@region.ru

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Екатерина Шиляева +7 (495) 777-29-64 доб. 253
Татьяна Тетёркина +7 (495) 777-29-64 доб. 112
Василий Домась +7 (495) 777-29-64 доб. 244

shilyaeva@region.ru
teterkina@region.ru
vv.domas@region.ru

БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

Максим Ромодин +7 (495) 777-29-64 доб. 215
Мария Сударикова +7 (495) 777-29-64 доб. 172

mv.romodin@region.ru
sudarikova-mo@region.ru

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий документ предоставляется вам исключительно в справочных целях. Ни настоящий документ, ни какая-либо его копия или фрагмент не подлежат вывозу, пересылке или распространению, будь то напрямую или косвенно, за пределами России. Распространение настоящего документа в других юрисдикциях может быть ограничено законом. Лицам, в чье распоряжение попадет настоящий документ, следует ознакомиться с любыми такими ограничениями и соблюдать их. Любое несоблюдение таких ограничений может представлять собой нарушение законодательства любой такой иной юрисдикции. Принимая настоящий документ, вы соглашаетесь соблюдать вышеуказанные ограничения. Настоящий документ не является предложением приобрести какие-либо ценные бумаги, приглашением делать предложения о приобретении каких-либо ценных бумаг, частью таких предложения или приглашения, а также не подлежит истолкованию в качестве таковых.

Ни настоящий документ, ни какая-либо часть его содержания не является основанием для заключения какой-либо сделки или возникновения какого-либо обязательства, они не могут быть использованы в связи с какими-либо сделками или обязательствами или служить стимулом к заключению каких-либо сделок или принятию каких-либо обязательств. Настоящий документ не был опубликован в открытом доступе, а был предоставлен исключительно ряду индивидуальных инвесторов. Любое решение о приобретении каких-либо ценных бумаг должно приниматься исключительно на основании информации, предоставленной или раскрытой продавцами или эмитентом ценных бумаг, например, на основании информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг. Предоставление настоящего документа не подразумевает инвестиционного консультирования (в значении, определенном в законодательстве Российской Федерации (в том числе, в Федеральном законе от 22 апреля 1996 года № 39-фз «О рынке ценных бумаг»).

Информация, приведенная в настоящем документе, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционным предпочтениям и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «БК РЕГИОН» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном информационном материале, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не представляет собой рекламу или предложение каких-либо ценных бумаг в Российской Федерации. Настоящий документ не предназначен и не должен распространяться или передаваться неопределенному кругу лиц. ООО «БК РЕГИОН» не выступает в качестве независимого оценщика, финансового консультанта на рынке ценных бумаг, инвестиционного советника или актуария, как данные термины определены в законодательстве Российской Федерации.