

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

МегаФон (Вааз/BBB-/BB+): итоги 9 мес. 2013 г. – вновь сильные результаты.

ЕвроХим (-/BB/BB): итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО.

МегаФон (Вааз/BBB-/BB+): итоги 9 мес. 2013 г. – вновь сильные результаты.

Оператор продолжает публикацию череды сильных финансовых результатов, удерживая прибыльность бизнеса на высоком уровне. Уровень долга за прошедший квартал существенно не изменился, оставаясь на комфортных позициях. Компания смогла улучшить условия по кредитам Сбербанка на 2,5 млрд долл. по стоимости и срочности. МегаФон может выкупить 25% долю в Евросети, рассчитывая расплатиться своими акциями.

МегаФон вновь представил довольно сильные финансовые результаты...

Двузначный рост OIBDA, OIBDA margin – 46,9%...

Комментарий. Вчера МегаФон представил итоги 9 мес. 2013 г. по МСФО, продолжая череду публикаций сильных финансовых результатов, которые оказались лучше ожиданий рынка и отчетности VimpelCom Ltd. Так, выручка оператора увеличилась на 6,3% до 6,9 млрд долл., а OIBDA – на 16,8% до 3,2 млрд долл. При этом OIBDA margin составила 46,9% («+4,2 п.п.» (г/г)). Добиться таких результатов компании удалось благодаря росту потребления услуг мобильной связи и интернет трафика, а также экономии на дилерских комиссиях, контролю над общими и административными расходами. Вместе с тем, доля более маржинальных и активно растущих услуг передачи данных в выручке выросла до 16,2% против 15,9% годом ранее.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	МегаФон (МСФО)			VimpelCom Ltd. (МСФО)		
	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	6 461	6 866	6,3	17 111	16 994	-0,7
Операционный денежный поток	2 644	2 827	6,9	4 956	4 341	-12,4
OIBDA	2 759	3 222	16,8	7 322	7 247	-1,0
OIBDA margin	42,7%	46,9%	+4,2 п.п.	42,8%	42,6%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль	834	1 317	57,9	1 344	1 236	-8,0
margin	12,9%	19,2%	+6,3 п.п.	7,9%	7,3%	-0,6 п.п.
	2012	9 мес. 2013	Изм. %	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	11 568	11 224	-3,0	52 547	53 051	1,0
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	810	1 785	120,4	5 016	5 081	1,3
Долг	4 808	4 625	-3,8	26 987	27 566	2,1
краткосрочный	674	345	-48,8	2 639	1 714	-35,1
долгосрочный	4 134	4 280	3,5	24 348	25 852	6,2
Чистый долг	3 998	2 840	-29,0	21 971	22 485	2,3
Долг/OIBDA	1,3	1,1		2,8	2,8	
Чистый долг/OIBDA	1,1	0,7		2,2	2,3	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Отметим, что МегаФон, похоже, продолжит удерживать лидерство в «большой тройке» по уровню OIBDA margin (46,9% против 42,6% у VimpelCom Ltd., МТС еще пока не отчитался за 9 мес., но по итогам 1 пол. было 44,0%). На 2013 г. компания

14 ноября 2013

Метрика Долг/OIBDA снизилась к 2012 г. до 1,1х, Чистый долг/OIBDA – до 0,7х,...

...не показав при этом изменения относительно 1 пол. 2013 г....

Ликвидность рублевых бондов МегаФон-Финанс по-прежнему низкая, не ждем реакции в котировках...

также пересмотрела прогноз по OIBDA margin с 42,5-44% до «44% и чуть более». На общем фоне улучшения прибыльности бизнеса операционный денежный поток оператора вырос за 9 мес. 2013 г. на 7% (г/г) до 2,83 млрд долл.

Долг МегаФона по итогам 9 мес. 2013 г. снизился на 3,8% к 2012 г. до 4,6 млрд долл., а метрика Долг/OIBDA составила 1,1х против 1,3х по итогам 2012 г., Чистый долг/OIBDA – 0,7х с 1,1х соответственно. Следует отметить, что за 3 кв. кардинальных изменений долга и кредитных метрик не произошло. В свою очередь, МегаФону удалось улучшить для себя условия по 2 кредитам Сбербанка на общую сумму 2,5 млрд долл. как по стоимости (с 8,71% до 8,35% и с 9,02% до 8,6% соответственно), так и срочности (с 4 до 5 лет и с 4 до 7 лет), что нельзя не приветствовать.

Короткая часть долга (345 млн долл.) оператора полностью покрывалась запасом денежных средств на счетах и депозитах (1,78 млрд долл.), что говорит о незначительных рисках рефинансирования долга. В то же время необходимо помнить, что МегаФону в 2014 г. предстоит выплатить первый транш по сделке со Скартел на сумму 590 млн долл. (плюс проценты), общая сумма покупки составляет 1,18 млрд долл., второй транш в 590 млн долл. (и проценты) приходится на 2015 г. Тем не менее, мы не думаем, что покупка и консолидация Скартела (долг около 400 млн долл.) заметным образом отразится на уровне долга оператора, который, впрочем, вряд ли покажет дальнейшее снижение. Кроме того, МегаФон может выкупить 25% долю в Евросети, при этом рассчитывая расплатиться своими казначейскими акциями.

Что касается инвестиций МегаФона, то за 9 мес. 2013 г. они составили 23,29 млрд руб. (свыше 730 млн долл.) или 42-47% всей программы сарех на этот год (прогноз снижен до 50-55 млрд руб.). Мы считаем, что компания вполне сможет профинансировать инвестиции за счет солидного операционного денежного потока (за 9 мес. 2013 г. составил 2,83 млрд долл.).

Ликвидность рублевых бондов МегаФон-Финанс по-прежнему низкая и вряд ли стоит ждать заметной реакции в котировках бумаг на отчетность.

Александр Полютков

ЕвроХим (-/BB/BB): итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО.

Финансовые результаты компании остаются под влиянием неблагоприятной ценовой конъюнктуры на удобрения. Прибыльность бизнеса продолжила снижаться, при этом долговая нагрузка подросла. ЕвроХим до конца года может привлечь капитал у акционеров для снижения коэффициента заемных средств и не исключает снижения сарех. Давление на евробонды EuroChem может сохраниться.

Комментарий. ЕвроХим представил отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2013 г. по МСФО, которая вновь отразила неблагоприятную ценовую конъюнктуру на удобрения.

Так, выручка выросла за 9 мес. 2013 г. на 5% (г/г) до 4,2 млрд долл. главным образом благодаря включению в консолидацию показателей компаний «ЕвроХим Антверпен» и «ЕвроХим Агро» со 2 и 3 кв. 2012 г. соответственно, в то время как продажи в азотном и фосфорном сегментах были слабыми.

Прибыльность бизнеса ЕвроХима по итогам 9 мес. 2013 г. в свете слабых ценовых тенденций снизилась: показатель EBITDA сократился на 14,7% до 1 066 млн долл., EBITDA margin составила 25,3% («-5,9 п.п.» (г/г)). При этом поддержку рентабельности оказал экономия на электроэнергии за счет ввода дополнительных генерирующих мощностей для собственных нужд. Операционный денежный поток ЕвроХима сократился на 23,6% до 827 млн долл. на фоне снижения операционной прибыли компании.

14 ноября 2013

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ЕвроХим (МСФО)		
	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	4 012	4 209	4,9
Операционный денежный поток	1083	827	-23,6
EBITDA	1 250	1 066	-14,7
EBITDA margin	31,2%	25,3%	-5,9 п.п.
Чистая прибыль	791	305	-61,4
margin	19,7%	7,2%	-12,5 п.п.
	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	7 811	7 816	0,1
Денежные средства и эквиваленты	629	454	-27,8
Долг	3 258	3 485	7,0
краткосрочный	224	305	35,9
долгосрочный	3 034	3 181	4,8
Чистый долг	2 629	3 031	15,3
Долг/EBITDA	2,1	2,5	
Чистый долг/EBITDA	1,7	2,2	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Уровень долга подрос –
Чистый долг/EBITDA
составил 2,2х против 1,7х
в 2012 г....**

**До конца года ЕвроХим
может привлечь капитал
у акционеров для
улучшения кредитных
метрик...**

**Короткая часть долга
полностью покрывалась
запасом денежных
средств...**

**Евробонд EuroChem-17
может оказаться под
давлением ...**

Долговая нагрузка ЕвроХима за 9 мес. 2013 г. возросла на фоне снижения прибыльности бизнеса и роста размера долга («+7%» до 3,5 млрд долл.). В итоге, метрика Долг/EBITDA составила 2,5х против 2,1х в 2012 г., Чистый долг/EBITDA – 2,2х против 1,7х соответственно. Таким образом, за 3 кв. долговая нагрузка компании подросла. Вместе с тем, ЕвроХим заявил, что до конца года может привлечь капитал у акционеров для снижения коэффициента заемных средств и не исключает сокращения сарех (озвучивался на уровне 1 млрд долл. как в 2013 г., так и 2014 г.), в случае дальнейшего снижения денежных потоков.

В структуре долга стоит отметить незначительный размер короткой его части (около 9% или 305 млн долл.), которая полностью покрывалась запасом денежных средств на счетах (454 млн долл.). В августе ЕвроХим привлек 5-летний кредит в размере до 1,3 млрд долл. по ставке LIBOR +1,8% годовых у консорциума иностранных банков для рефинансирования клубного кредита аналогичного объема, полученного в 2011 г.

Публикация отчетности может оказать давление, в первую очередь на котировки евробондов EuroChem-17 (YTM 5,01%/3,58 г.).

**Александр Полютков
Алина Арбекова**

**Контакты:****ОАО «Промсвязьбанк»****Аналитический департамент**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

Роман Османов

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

Вадим Паламарчук

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

Анатолий Павленко

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

Андрей Воложев

Volochev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Денис Семеновых

SemenovYkhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.