



15 июля 2020 г.

МаксимаТелеком

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

research@veles-capital.ru

Интересный дебют

АО «МаксимаТелеком» (рейтинг ВВВ+ от АКРА) проведет 17 июля сбор заявок на размещение дебютного выпуска облигаций объемом 3 млрд руб.

Краткое описание деятельности компании

МаксимаТелеком представляет собой технологическую компанию, которая создает, эксплуатирует и монетизирует инфраструктуру для «цифровых городов». Компания построила и запустила бесплатную сеть Wi-Fi в метро Москвы и Санкт-Петербурга, а также управляет единой московской сетью Wi-Fi, сетями в городском транспорте и в ряде российских аэропортов, в том числе в Москве, Санкт-Петербурге и Казани.

Развертывание бесплатной сети Wi-Fi в Московском метрополитене началось в 2013 г., а в текущем году произошла модернизация. В 2015 г. компания подключила к Wi-Fi Аэроэкспресс, а в 2016 г. Московское центральное кольцо. В ноябре 2016 г. началось также развертывание единой сети в городском транспорте Москвы. В метро Санкт-Петербурга сеть была развернута в 2017 г., а в 2018 г. был подключен наземный транспорт города. По итогам подключения Петербургского метрополитена было установлено 422 базовых станции и оборудовано приемными устройствами 1 895 вагонов, а компания получила доступ к 4,5 млн уникальных пользователей. В данный момент MT_FREE, единое Wi-Fi пространство, имеет 43 млн зарегистрированных пользователей и 1,5 млрд подключений в год с номеров, зарегистрированных в 20 городах, что делает ее уникальным ресурсом для рекламодателей

По итогам 2019 г. выручка МаксимаТелеком формировалась за счет двух основных направлений: инфраструктурный интегратор и оператор (55% выручки), а также AdTech-компания с собственной рекламной платформой (45% выручки). Стратегия компании построена на взаимодействии трех основных направлений: инфраструктурная интеграция, AdTech, а также платформа городской цифровизации и цифровизации транспорта.

Помимо сетей Wi-Fi, Максима масштабирует бизнес интеграции еще по ряду направлений. Совокупный объем рынка только инфраструктурной интеграции оценивается в более чем 530 млрд руб. до 2024 г., а потенциальная совокупная выручка компании в период 2020-2024 гг. оценивается в 112 млрд руб. Решения МаксимаТелеком в области связи, видеонаблюдения, биометрии и систем информирования были встроены в новые поезда «Москва-2020» для метрополитена и поезда «Иволга» для МЦД. Только поездов «Москва» уже законтрактовано 180 шт. до 2022 г., а потенциальная выручка проекта оценивается в 8,3 млрд руб. до 2024 г. Компания развивает единую платформу цифровизации наземного транспорта в Москве и России в партнерстве с основными производителями, включая связь, мультимедиа в салоне, инструменты анализа вождения и пассажиропотока и пр. (потенциальная выручка платформы до 2024 г. составляет 22,5 млрд руб.).

При технологической поддержке компании в Москве формируется система контроля вывоза снега, которую можно масштабировать на другие отрасли. До 2022 г. будет размещено 68 измерительных приборов (законтрактовано 2,2 млрд руб.), а выручка направления может составить 6 млрд руб. до 2024 г.

Дата открытия книги	17 июля
Дата закрытия книги	17 июля
Эмитент	АО "Максима Телеком"
Серия выпуска	дебютные облигации
Текущие кредитные рейтинги	ВВВ+(RU) от Акра
Объем, млрд	3
Валюта займа	руб.
Срок до оферты/погашения (лет)	3
Ориентир ставки первого купона	10,75-11,25%
YTW	11,04-11,57%

Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). [Подробнее](#)



В условиях распространения коронавируса и ограничительных мер МаксимаТелеком предоставила ряд необходимых решений для московского транспорта, включая автоматизированные санитайзеры (80% автоматизированных санитайзеров в московском метро предоставлены МаксимаТелеком), а также системы контроля температуры и наличия масок. В рамках платформы «Высокоскоростная связь на транспорте» компания обеспечивает подключение подвижных составов, пассажиров, грузов, промышленных установок на железных дорогах и промышленных объектах (потенциальная выручка — 22,5 млрд руб. до 2024 г.).

Наличие собственной инфраструктуры и платформ позволяет получить доступ к базе из более чем 17 млн уникальных посетителей и большому количеству данных. Максима развивает AdTech-направление и является одним из лидеров в Рунете. В 2019 г. Максима и Газпром Медиа создали СП в сфере AdTech и больших данных, получившее название Квант, где оператору досталось 49%.

Максима видит перспективные проекты и за пределами России. В частности, уже реализуется проект по подключению к интернету метро Дели с 4,5 млн ежедневных пассажиров. Потенциально компания видит перспективы развития своих платформ в Египте, Турции, Бразилии и Чили.

Основные финансовые результаты и прогнозы

CAGR выручки компании за 3 года составил 79%, а 2019 г. стал первым годом, когда выручка от направления «инфраструктурный оператор и интегратор» превзошла выручку от рекламы. Компания ожидает, что CAGR выручки до 2023 г. составит 29%, а рост будет также обеспечен по большей части проектами инфраструктурной интеграции. В 2020 г. доходы рекламной платформы могут несколько просесть на фоне пандемии, но в дальнейшем компания ожидает продолжения положительного тренда. По итогам 2020 г. рост выручки прогнозируется на уровне 100% г/г, до 12,4 млрд руб.

Рентабельность EBITDA в последние 3 года находилась на уровне 18-19%, но компания ожидает падение маржинальности в 2020 г. и ее стабилизацию на уровне 14-15% в следующие 3 года. В совокупном объеме EBITDA за 2020 г. должна быть не ниже показателя 2019 г., несмотря на распространение пандемии. Впрочем, в сравнении с публичными телекоммуникационными и IT-компаниями в России рентабельность МаксимаТелеком находится на относительно низком уровне, хотя в чистом виде их деятельность ощутимо различается по характеру.

Из прогнозируемых 10,2 млрд руб. на этот год законтрактованы 5,2 млрд руб. (51%) и еще 4 млрд руб. находятся в стадии подготовки процедур контрактации (39,2%). Совокупный уровень законтрактованности в 2020 г. составляет 88,2%, в 2021 г. он падает до 25,2% и до 9,6% в 2022 г. Уровень фактически заключенных контрактов на будущие годы пока выглядит невысоким относительно прогнозов компании. Среди уже заключенных контрактов на 10,2 млрд руб. 41% имеют срок 3-5 лет, но 45% — только до 1 года. В структуре заключенных и готовящихся контрактов 80% приходится на проекты цифровизации городской инфраструктуры, метро и железных дорог.

Соотношение чистый долг/EBITDA в 2020 г. ожидается на уровне 4,9х, что говорит о высокой долговой нагрузке компании. В 2019 г. компания впервые за несколько лет смогла выйти на прибыльность, накопив за прошлые годы значительный нераспределенный убыток на балансе. Сделка с ГПМ в прошлом году и увеличение долговой нагрузки позволили снизить нераспределенный убыток, а также получить положительный приток денежных средств. На фоне высокой долговой нагрузки компания имеет и соответствующие финансовые расходы — более 522 млн руб. в 2019 г. при операционной прибыли в 588,6 млн руб. В своем прогнозе компания отмечает снижение денежных потоков, направляемых на инвестиционную деятельность, что может говорить о планах сократить капитальные затраты. В 2019 г. капитальные затраты Максима увеличились почти в 3 раза, что было связано в первую очередь с окончанием модернизации и развития сетей. Стоит отметить, что рост долговой нагрузки оператора, ровно как и снижение рентабельности,



был заложен в рейтинговую модель АКРА и потому в определённых пределах не представляет угрозу для рейтинга, который подразумевает усреднение годовых показателей, а также принимает во внимание временный характер роста долговой нагрузки.

Среди основных рисков можно отметить высокую долговую нагрузку, низкий уровень законтракованности на ближайшие годы и небольшой срок значительного числа имеющихся контрактов. Многие контракты ориентированы на узкую сферу цифровизации транспорта, к тому же в небольшом количестве городов (в основном Москва). Развитие новых технологий у прочих игроков на телекоммуникационном рынке может привести в будущем к потере части доходов Максима.

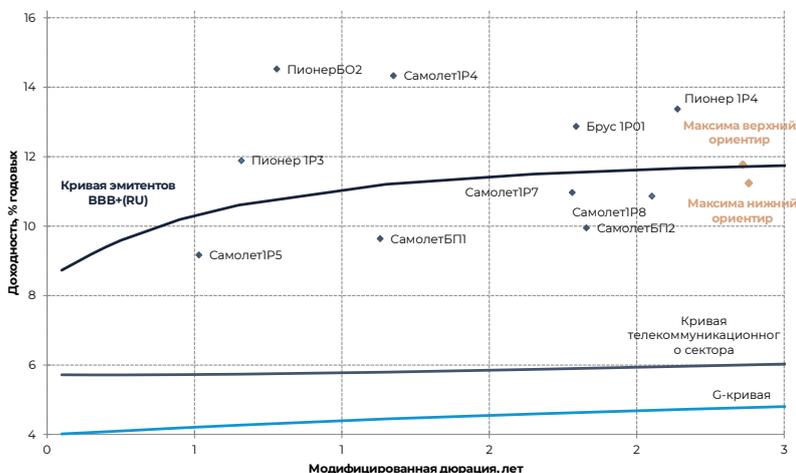
Позиционирование займа

Ориентир ставки купона по дебютному выпуску МаксимаТелеком составляет 10,75-11,25% годовых, что предполагает доходность на уровне 11,04-11,57% к оферте через 3 года.

В настоящее время на рублевом долговом рынке в сегменте телекоммуникаций отсутствуют эмитенты сопоставимого кредитного рейтинга, основные представители данного сегмента обладают преимущественно более высоким кредитным рейтингом и бизнес-моделью, отличной от деятельности МаксимаТелеком.

Эмитенты с рейтингом BBB+ от АКРА в основном представлены на российском рынке строительным сектором. Кривая доходности наиболее ликвидных выпусков эмитентов с рейтингом BBB+, по нашим подсчетам, соответствует диапазону объявленных ориентиров МаксимаТелеком и лежит ближе к верхней границе ориентиров. Тем не менее мы полагаем, что справедливый уровень для дебютного выпуска Максима должен находиться ниже кривой доходности эмитентов BBB+, что предполагает купон ближе к нижней границе объявленных ориентиров Максима. В пользу этого свидетельствуют сильные позиции компании в Москве и Санкт-Петербурге, а также планы по дальнейшему расширению географии присутствия и масштабирования бизнеса на другие направления.

В то же время высокая долговая нагрузка, низкий уровень законтракованности и небольшой срок основного числа контрактов ограничивают потенциал роста облигаций эмитента на вторичном рынке. С другой стороны, текущий рост долговой нагрузки является временным, тогда как модель развития инфраструктурных проектов не предполагает существенных вложений средств самой компании, а тесные связи МаксимаТелеком с городскими властями на фоне обширных планов по цифровизации городов создают хороший плацдарм для развития оператора в целом и в перспективе могут привести к росту стоимости облигаций в пределах 200 б.п.





Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, 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, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК

«Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2020 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Аналитический департамент

Евгений Шиленков

Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко

Начальник управления по работе с
облигациями
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко

Начальник управления по работе с долговыми
обязательствами
OSolonchenko@veles-capital.ru

Юлия Дубинина

Заместитель начальника управления по работе
с долговыми обязательствами
YShabalina@veles-capital.ru

Антон Павлючук

Начальник отдела по работе с облигациями
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Михаил Мамонов

Специалист по работе с облигациями
MMamonov@veles-capital.ru

Олег Вязовецков

Специалист по работе с облигациями
OVyazovetskov@veles-capital.ru

Мурад Султанов

Специалист по работе с еврооблигациями
MSultanov@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук

Специалист по работе с еврооблигациями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Михаил Мамонов

Начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Сергей Юньков

Специалист по работе с векселями
SYunkov@veles-capital.ru

Иван Манаенко

Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко

Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Александр Сидоров

Нефтегазовый сектор и металлургия
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин

Электроэнергетика
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин

Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Сучков

Глобальные рынки
VSuchkov@veles-capital.ru

Игорь Евсин

Транспорт
IEvsin@veles-capital.ru