

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

МТС (BB+/Ba2/BB+): позитивные результаты в рамках ожиданий в финансовой отчетности за 2013 г.

Вчера МТС раскрыла финансовые результаты за 4К13 и 2013 в целом, которые мы оцениваем позитивно. Так, по итогам 2013 выручка МТС увеличилась на 5.3% г/г (до 398.4 млрд. руб.), показатель OIBDA вырос на 8.2% г/г (до 175 млрд. руб.). В результате рентабельность по OIBDA увеличилась до 43.9% (+1.2 пп г/г). Отметим, что результаты компании совпали с прогнозом на 2013 г., актуализированным в дату раскрытия отчетности за 9М13 (предполагался рост выручки на уровне 5% г/г, а рентабельность по OIBDA должна была превысить 43%). Основной вклад в рост показателей МТС традиционно обеспечивают два ключевых для компании рынка – Россия и Украина. Выручка российского бизнеса в 2013 г. выросла на 5% г/г (до 354.9 млрд. руб.), OIBDA – на 6.6% г/г (до 157.7 млрд. руб.), а маржа по OIBDA увеличилась до 44.4% (+0.6 пп г/г). Основным драйвером роста выручки стало увеличение поступлений от мобильного бизнеса, которые выросли на 6.9% г/г (до 272.5 млрд. руб.) и в составе которых продолжили демонстрировать опережающие темпы доходы от мобильной передачи данных (рост на 43.4% г/г – до 47.4 (до 272.5 млрд. руб.). Темпы роста в Украине были несколько ниже российских. Так, выручка от операций в стране увеличилась на 3% г/г (до 10 млрд. руб.), OIBDA – на 5.2% г/г (до 5.2 млрд. руб.). Тем не менее, маржа по OIBDA МТС в Украине выросла до 51.9% (+1.1 пп г/г). Рост на основных рынках сопровождался расширением абонентской базы (на 5.8% г/г в России и на 9.7% г/г в Украине, включая абонентов CDMA), а также, в случае России, ростом ARPU на 3.7% г/г и MOU – на 7.6% г/г (в Украине эти показатели снизились на 2.6% г/г и на 3.4% г/г соответственно). В соответствии с представленным МТС прогнозом на 2014 г., компания ожидает замедления темпов роста финансовых результатов: увеличение выручки предполагается в диапазоне 3-5% г/г, а рост OIBDA – на уровне более 2%. Кроме того, МТС отметила, что пока не ожидает существенного негативного эффекта от девальвации рубля и событий в Украине, однако признает наличие таких рисков и не исключает их возможного влияния на динамику результатов компании в дальнейшем.

По итогам 2013 г. чистый операционный денежный поток МТС показал хорошие темпы роста и увеличился на 20.7% (до 159.4 млрд. руб.), что на фоне сокращения капвложений на 7.1% г/г (до 81.6 млрд. руб.) позволило нарастить свободный денежный поток в 1.8 раза г/г (до 77.8 млрд. руб.). Капвложения МТС по итогам 2013 г. составили 81.6 млрд. руб. или 20.5% от выручки, что соответствует ранее озвученным планам. В 4К13, как и предполагалось, МТС более активно направляла средства на финансирование инвестиций, поскольку по итогам 9М13 накопленные инвестиции составляли только 14.9% выручки. Согласно планам компании на 2014 г. CAPEX вырастет не менее чем на 10% от уровня прошлого года и составит около 90 млрд. руб. Свободный денежный поток МТС был использован частично для сокращения долга и финансирование оттока средств в связи с деконсолидацией Стрима, а частично – был направлен на выплату дивидендов в 4К13 (на 39.7 млрд. руб.) и пополнение ликвидных активов на баланс компании (выросли в 1.7 раза к началу года – до 45.2 млрд. руб.). В результате, МТС продолжила снижать долговую нагрузку, которая к концу 2013 г. составила 1x в терминах чистый долг/OIBDA, тогда как на начало года показатель составлял 1.3x. С точки зрения срочной структуры долгового портфеля компании значимых изменений не произошло: краткосрочные обязательства сохранились на более чем комфортном уровне – 11.4% (-0.5 пп к началу года).

Ключевые финансовые показатели МТС по US GAAP за 2013 г.

млрд. руб.	2013	2012	%г
Выручка	398.4	378.2	5.3%
OIBDA*	175.0	161.7	8.2%
Операционная прибыль	101.8	93.8	8.5%
Чистая прибыль	79.8	29.6	x2.7
Рентабельность по OIBDA	43.9%	42.8%	1.2 пп
Операционная рентабельность	25.6%	24.8%	0.8 пп
Чистая рентабельность	20.0%	7.8%	12.2 пп
Операцион. ден. поток до изм. в ОК	165.4	132.3	25.0%
Чистый операцион. ден. поток	159.4	132.1	20.7%
CAPEX	81.6	87.8	-7.1%
Свободный денежный поток	77.8	44.3	75.6%
млрд. руб.	2013	2012	%г
Активы	485.5	455.0	6.7%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	45.2	26.0	x1.7
Долг**	219.1	232.1	-5.6%
доля краткосрочного долга	11.4%	11.9%	-0.5 пп
Чистый долг**	173.9	206.1	-15.6%
Капитал	156.1	114.0	36.9%
CAPEX/Выручка	20.5%	23.2%	-
CAPEX/OIBDA	46.6%	54.3%	-
Долг/OIBDA	1.3x	1.4x	-
Чистый долг/OIBDA	1.0x	1.3x	-
Долг/Капитал	1.4x	2.0x	-

* показатель скорректирован на убытки от обесценения активов

** включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

Средний спрэд рублевых выпусков МТС к кривой ОФЗ сузился примерно до 100 бп, что отражает, в первую очередь, падение ликвидности бумаг компании в сложившихся условиях. Выпуски компании не успевают корректироваться вслед за ростом доходности суверенной кривой в отсутствие продавцов. То же самое, но в заметно меньшей степени характерно и для евробондов, средний спрэд которых к суверенной кривой сузился до 140 бп. В целом, в ходе предкрымских распродаж бумаги МТС выглядели лучше рынка, потеряв примерно 4.5 фигуры в цене. Сейчас евробонды МТС отыграли уже половину потерь на фоне позитивно воспринятого инвесторами послания Федеральному собранию РФ, в котором Президент России высказался за скорейшее разрешение украинского кризиса и заявил о поддержке территориальной целостности Украины.

Мираторг (Fitch: B/Stable): неплохие данные в финансовом отчете за 2013 г., бонды компании характеризуются невысокой ликвидностью

В конце прошлой недели АПХ Мираторг, крупнейший игрок на внутреннем рынке свинины и комбикормов, подвел финансовые итоги 2013 г. На наш взгляд, ключевые показатели выглядят достаточно неплохо. Так, несмотря на непростые условия, в которых находился рынок свинины в прошлом году (особенно в первой его половине), рост выручки Мираторга в 2013 г. составил 11.5% г/г (до 53.7 млрд. руб.), что почти совпадает с ранее озвученным прогнозом холдинга, в соответствии с которым ожидался рост продаж на 12% г/г.

В то же время, величина EBITDA Мираторга за прошлый год практически не изменилась по сравнению с 2012 г., составив 15.3 млрд. руб. (+0.6% г/г). В результате, снижение операционной рентабельности хоть было и неизбежным, но, с другой стороны, достаточно ограниченным. Так, уровень рентабельности по EBITDA снизился на 3.1 пп г/г и все равно сохранился на рекордном для отрасли уровне в 28.5%. Отметим, что заметную поддержку результатам Мираторга за прошлый год в целом оказали итоги сильного для холдинга 4K13, в котором, во-первых, в полную силу сыграл фактор восстановления цен на свинину, тогда как поступление на рынок зерна нового урожая отчасти сгладило рост себестоимости. Свою роль сыграл и технический фактор, а именно: низкая база 4K12, когда цены на свинину находились у локальных минимумов после вступления в августе 2012 г. России в ВТО. Как следствие, EBITDA Мираторга в 4K13 выросла более чем в 1.5 раза г/г, что нивелировало накопленное за 9M13 снижение показателя (на 10.4% г/г). Наконец, нужно сказать, что результаты Мираторга выглядят впечатляюще на фоне показателей другого ключевого игрока в сегменте АПК на рынке публичного долга – Группы Черкизово, которая по итогам 2013 г. отчиталась о росте выручки на 5.4% г/г, тогда как EBITDA упала сразу на 42.5% г/г.

Вместе с тем, основным фактором, который продолжает оказывать давление на кредитный профиль Мираторга, является высокий уровень долговой нагрузки, а также достаточно неблагоприятная структура долга холдинга. Так, на конец 4K13 совокупный долг (включая лизинг) вырос на 10.9% по сравнению с началом года и достиг примерно 64.9 млрд. руб. Основная часть этого прироста была обусловлена размещением в апреле 2013 г. биржевых бондов серии БО-03 на 5 млрд. руб., еще немногим более 1.4 млрд. руб. составило расширение банковского кредитования. Ожидаемым последствием роста задолженности при стабильной величине EBITDA стал рост уровня долговой нагрузки – до 4.3х долг/EBITDA, тогда как еще на начало 2013 г. показатель составлял 3.9х. Впрочем, и здесь можно отметить 2 позитивных для холдинга момента. Во-первых, долговая нагрузка все же несколько снизилась с пиковых значений в течение года (4.5х на конец 2K13 и 3K13). Во-вторых, ее текущий уровень все еще далек от верхней планки, превышение которой стало бы триггером для возможного понижения рейтинга со стороны Fitch.

Переходя к структуре долга Мираторга отметим, что к концу 2013 г. доля краткосрочных обязательств в структуре долга достигла максимального уровня в 50.1% (рост на 8.9 пп к началу года). Впрочем, этот рост был запланирован, а короткие долги занимали существенную долю в портфеле холдинга в течение всего 2013 г., составляя не менее 40% обязательств. Такая ситуация обусловлена тем, что в конце июля этого года Мираторгу предстоит погасить биржевые облигации серии БО-01 на 3 млрд. руб., а также, в большей степени, наличием у холдинга достаточно большого объема краткосрочных оборотных кредитов, находящихся в режиме постоянной выборки/погашения. Объем таких кредитов на конец 4K13 составлял около 21.5 млрд. руб. (33.1% от общего долга), и, хотя предполагается их

Ключевые финансовые показатели Мираторга по итогам 2013 г.

млн. руб.	2013	2012	%г
Выручка	53 683	48 136	11.5%
Дистрибуция	44 437	40 858	8.8%
Свиноводство	29 734	23 974	24.0%
Мясо переработка	2 853	1 607	77.5%
Растиениеводство	2 234	2 239	-0.2%
Прочее	3 365	2 629	28.0%
Межсегментные расчеты	(28 940)	(23 171)	24.9%
EBITDA	15 273	15 187	0.6%
Дистрибуция	783	1 407	-44.3%
Свиноводство	11 954	11 629	2.8%
Мясо переработка	712	290	x2.5
Растиениеводство	1 253	1 192	5.1%
Прочее	571	669	-14.6%
Операционная прибыль	14 181	13 216	7.3%
Чистая прибыль	9 615	11 199	-14.1%
Рентабельность по EBITDA	28.5%	31.6%	-3.1 пп
Операционная рентабельность	26.4%	27.5%	-1.0 пп
Чистая рентабельность	17.9%	23.3%	-5.4 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	14 467	16 628	-13.0%
Чистый операц. денеж. поток*	5 983	4 138	44.6%
CAPEX**	2 042	4 249	-51.9%
Свободный денежный поток	3 941	(111)	-
млн. руб.	2013	2012	%г
Активы	97 531	89 862	8.5%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	1 007	2 355	-57.2%
Долг***	64 917	58 514	10.9%
доля краткосрочного долга	50.1%	41.2%	8.9 пп
Чистый долг***	63 910	56 159	13.8%
Капитал	26 034	16 419	58.6%
CAPEX/EBITDA	0.1x	0.3x	-
Долг/EBITDA	4.3x	3.9x	-
Чистый долг/EBITDA	4.2x	3.7x	-
EBITDA/Процентные расходы^	5.6x	4.2x	-
Долг/Капитал	2.5x	3.6x	-

* за вычетом процентов, уменьшенных на госсубсидии

** капрасходы за вычетом целевых госсубсидий

*** включая обязательства по финансовому лизингу

^ процентные расходы за вычетом госсубсидий

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

рефинансирование у источника, столь существенная доля в структуре портфеля существенно повышает риски рефинансирования и требования к уровню собственной ликвидности Мираторга. Отчасти, эти риски сглаживает наличие у холдинга невыбранных кредитных линий на 9.5 млрд. руб., что, вместе с денежными остатками на балансе, покрывало почти треть краткосрочного долга Мираторга на конец прошлого года.

На прошлой неделе, в свете негативных ожиданий по крымским событиям и их последствиям, длинный бонд Мираторга на небольших оборотах корректировался вместе с рынком, а в прошлую пятницу последние сделки проходили по 95.50% от номинала. Впрочем, уже вчера, опять же на небольших объемах, цены вернулись на уровень 99.50%, что означает спрэд около 350 бп к суверенной кривой, который является достаточно узким и отражает, скорее, невысокую ликвидность бумаги, доходность которой не успевает корректироваться вслед за суверенной кривой.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

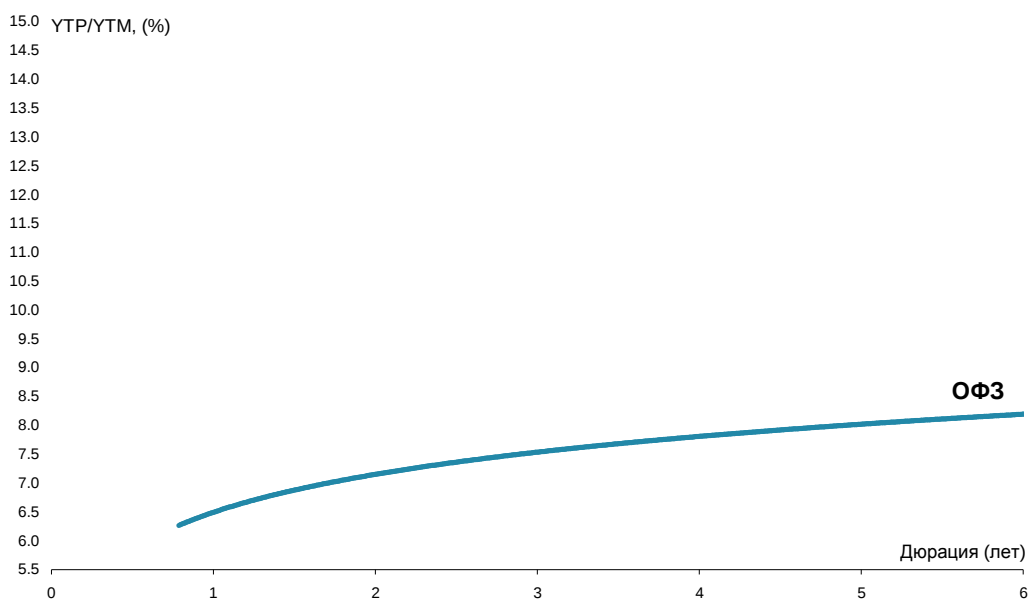
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	8.94	14.03.2014	19.03.2014	нет / 4.15 г.	нет / 5 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ba3 / B+	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Baa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г
Роснефть, БО-07	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г
ВЭБ, БО-04	BBB / Baa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г
Глобэкс, БО-09	BB- / - / BB	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г
Роснефть, БО-05	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Пospelов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Количественный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.