

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

#### Ростелеком (BB+/-/BBB-): нейтральная финансовая отчетность по итогам 9М14, бумаги компании неликвидны в текущих условиях

Вчера Ростелеком опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 3К14 и за 9М14 в целом. Раскрытые в отчете цифры производят нейтральное впечатление. Так, выручка Ростелекома по итогам 9М14 снизилась на 3.5% г/г (до 231.9 млрд. руб.), при этом EBITDA сократилась на 9% г/г (до 80.2 млрд. руб.), а рентабельность по EBITDA составила 34.6% (-2.1 пп г/г). К концу 3К14 долг компании сократился на 14.7% по сравнению с началом года (до 185.8 млрд. руб.), что привело к снижению долговой нагрузки до 1.7x чистый долг / EBITDA LTM (против 1.9x на начало года).

Сокращение выручки Ростелекома по итогам 9М14 было обусловлено, главным образом, деконсолидацией мобильных активов, переданных в СП с Теле2. Выручка от продолжающейся деятельности компании за 9М14 выросла на 2.9% г/г (до 220 млрд. руб.), наиболее важными драйверами роста по-прежнему остаются доходы от услуг ШПД (+8.1% г/г), присоединения и пропуска трафика (+14.4% г/г), платного ТВ (+22.1% г/г) и передачи данных (+7.5% г/г). Кроме того, активно растут доходы по статье "прочая выручка" (+20.5% г/г), доля которых за 9М14 в структуре общей выручки Ростелекома достигла 14.5%. В рамках этой статьи учитываются доходы от оказания услуг различным госорганам, в том числе создания облачных сервисов, организации видеонаблюдения в ходе сдачи ЕГЭ и единого дня выборов, а также дополнительные доходы от перехода на продажу абонентского оборудования, так как ранее оно предоставлялось в аренду. В то же время, снижение рентабельности по OIBDA было связано с ростом операционных затрат – на 0.5% на фоне падения выручки (расходы от продолжающейся деятельности и за 9М14 и вовсе выросли на 8% г/г), с консолидации Связынвеста и дочерних компаний, характеризующихся более низким уровнем операционной эффективности.

По итогам 9М14 свободный денежный поток Ростелекома составил 14.1 млрд. руб., снизившись на 12.2% г/г. Это снижение стало следствием сокращения суммы операционных поступлений на 21.1% г/г (до 50.3 млрд. руб.) на фоне сопоставимых темпов сокращения капитальных расходов. Величина CAPEX за 9М14 снизилась до 36.2 млрд. руб., составив 15.6% от выручки. Снижение инвестиций в течение 9М14 связано с оптимизацией капитальных расходов и, вероятно, с неравномерностью расходования инвестиционного бюджета, поскольку целевой уровень капвложений на текущий год запланирован в диапазоне 20-22% выручки. Свободный денежный поток был использован для финансирования выкупа собственных акций компании (на 14.4 млрд. руб.). За отчетный период чистое погашение долга составило 32.1 млрд. руб. Долг был погашен за счет поступлений от продажи финансовых активов (на 25.8 млрд. руб.) и части денежных средств на балансе (на конец 3К14 их объем снизился более чем вдвое к началу года – до 3.7 млрд. руб.). В дополнение отметим, что Ростелеком получил еще около 7 млрд. руб. дивидендов от деконсолидируемых мобильных активов, которые сам, в свою очередь, выплатил в качестве дивидендов. В результате долг компании к концу 3К14 сократился на 14.7% по сравнению с началом года (до 185.8 млрд. руб.), при этом доля короткого долга выросла до 17.7% (+2.5 пп). В результате, долговая нагрузка снизилась до 1.7x в терминах чистый долг / EBITDA LTM, тогда как на начало года показатель составлял 1.9x.

Вместе с публикацией отчетности Ростелеком подтвердил прогноз на 2014 г., предполагающий рост выручки на 1-2% г/г (ближе к верхней границе) и уровень рентабельности по EBITDA в 34-35% (ближе к нижней границе). Отметим, что в марте 2014 г. Минкомсвязи и Ростелеком получили распоряжение Правительства

#### Ключевые финансовые показатели Ростелекома по итогам 9М14

млрд. руб.	9М14	9М13	%
Выручка	231.9	240.4	-3.5%
OIBDA	80.2	88.1	-9.0%
Операционная прибыль	35.1	37.2	-5.7%
Чистая прибыль	39.6	23.1	71.2%
Рентабельность по OIBDA	34.6%	36.7%	-2.1 пп
Операционная рентабельность	15.1%	15.5%	-0.3 пп
Чистая рентабельность	17.1%	9.6%	7.4 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	81.2	89.4	-9.2%
Чистый операцион. ден. поток	50.3	63.8	-21.1%
CAPEX	36.2	47.7	-24.2%
Свободный денежный поток	14.1	16.1	-12.2%

млрд. руб.	9М14	2013	%
Активы	531.9	561.0	-5.2%
в т.ч. денежные средства	3.7	8.0	-53.2%
Долг	185.8	217.8	-14.7%
доля краткосрочного долга	17.7%	15.2%	2.5 пп
Чистый долг	182.1	209.8	-13.2%
Капитал	242.8	199.8	21.5%
CAPEX/Выручка	15.6%	21.0%	-
CAPEX/OIBDA	45.1%	60.5%	-
Долг/OIBDA LTM	1.8x	1.9x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	1.7x	1.9x	-
OIBDA/Процентные платежи	6.5x	6.6x	-
Долг/Капитал	0.8x	1.1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

на тему развития инфраструктуры Крыма. В рамках реализации распоряжения компания проложила линию ВОЛС по дну Керченского пролива, обеспечивающую связь Крыма с остальной Россией в обход Украины. Также в Крыму предполагается создание филиала Ростелекома, а объем капитальных инвестиций на территории региона пока оценивается в 15 млрд. руб. В случае, если весь этот объем будет освоен в течение 2014 г., это, по нашим оценкам, может повысить планку по CAPEX примерно до 23% от выручки (с учетом прогнозируемых темпов роста доходов), что достаточно близко к озвученному компанией ориентиру. В то же время, такой рост расходов не станет критичным для Ростелекома и вполне по силам для компании.

Что касается дедолгирования результатов мобильного бизнеса и его влияния на Ростелеком в будущем – мы не склонны драматизировать этот фактор. Во-первых, далеко не мобильный бизнес являлся основой роста доходов компании, здесь в качестве драйверов, скорее, выступают платное ТВ, услуги ШПД и обслуживание различных госнужд (мониторинги выборов и ЕГЭ, например). Добавим, что СП с Теле2 позволит Ростелекому получать устойчивый денежный поток в рамках своей доли, что будет совсем не лишним для компании, учитывая позицию регулятора, отводящую Ростелекому ведущую роль в развитии современных услуг связи, ликвидации цифрового неравенства и связанных с этим расходов. Рейтинговые агентства достаточно позитивно оценивают результаты и перспективы компании. Так, в марте рейтинг Ростелекома от S&P был подтвержден на уровне BB+/Stable с комментарием, что подтверждение ее рейтинга на фоне ухудшения прогноза по суверенному рейтингу произошло вследствие улучшения собственного рейтинга кредитоспособности Ростелекома с bb до bb+. В конце сентября Fitch подтвердило рейтинг Ростелекома на уровне BBB- со стабильным прогнозом.

Долговые бумаги Ростелекома были и остаются инструментами с весьма низким уровнем ликвидности. Так, по коротким бумагам последние сделки проходили с премией около 120-160 бп к кривой ОФЗ, а выпуски с дюрацией 2.6 г и вовсе торгуются с премией не более 100 бп к ОФЗ, что и в том, и в другом случае говорит об их нерыночном характере.

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

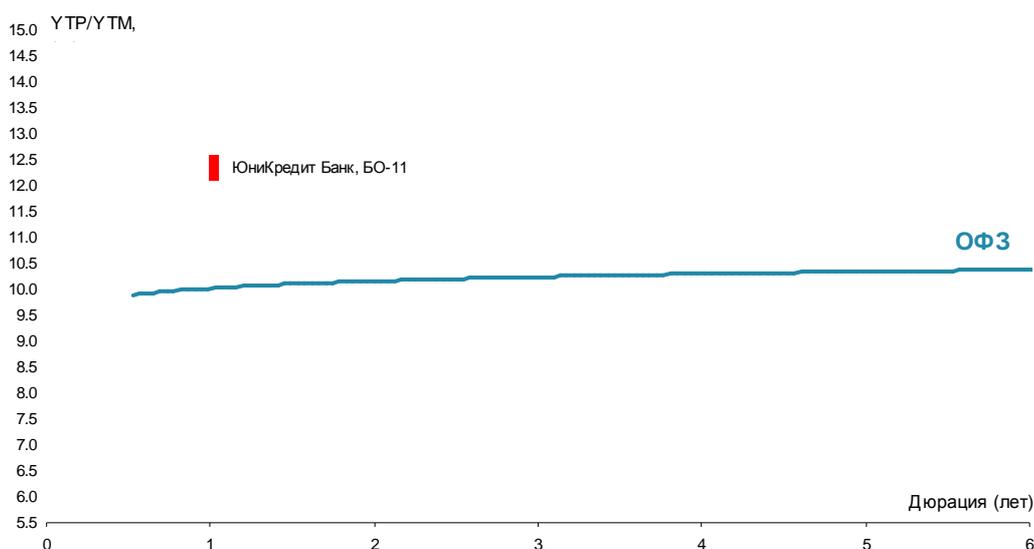
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашения
Юникредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	12.15-12.47	20.11.2014	26.11.2014	нет / 1 г	1 г / 5 лет

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	Размещаемый объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 г
ГСС, 01 (вторичное)	- / - / BB	да	4 000	1.0 / 100%	12.56-13.44	13.00	30.10.2014	нет / 0.38 г
Газпром, БО-21	BBB- / Baa1 / BBB	да	15 000	н/д / 100%	10.78-10.99	10.99	28.10.2014	нет / 1 г
Регион Капитал, 01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	12.36	27.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-35	NR	нет	2 500	н/д / 99.2%	н/д	10.25	27.10.2014	нет / 4.04 г
Русфинанс Банк, БО-11	BBB- / Baa1 / BBB	да	5 000	н/д / 100%	11.88-11.99	12.04	23.10.2014	нет / 1 г
РГС-Недвижимость, БО-03	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	11.30	23.10.2014	нет / 0.5 г
РГС-Недвижимость, БО-01	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	11.30	22.10.2014	нет / 0.5 г
Транснефть, БО-03	BBB- / Baa1 / -	да	15 000	н/д / 100%	11.09-11.30	11.30	22.10.2014	нет / 1.42 г
Открытие Холдинг, БО-04	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	16.10.2014	нет / 1.41 г
Фольксваген Банк Рус, 09	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	16.10.2014	нет / 1.84 г
Трансфин-М, БО-25	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.78	15.10.2014	нет / 1 г
Фольксваген Банк Рус, 08	BBB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	11.30-11.73	11.62	15.10.2014	нет / 1.84 г
Авангард-Агро, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	12.10-12.63	12.36	14.10.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-34	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.25	13.10.2014	нет / 3.39 г
Россельхозбанк, БО-14	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	13.10.2014	нет / 6.27 г
Россельхозбанк, БО-13	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.41	10.10.2014	нет / 6.27 г
Русфинанс Банк, 14	BBB- / Baa1 / BBB	да	4 000	1.5 / 100%	11.51-11.73	11.73	08.10.2014	нет / 1.42 г
Татфондбанк, БО-11 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	12.66	12.66	07.10.2014	нет / 0.91 г
Промсвязьбанк, БО-06	BB- / Baa3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.04-12.68	12.36	02.10.2014	нет / 1 г
Росбанк, А7	- / Baa3 / BBB	да	3 000	2.4 / 100%	11.04-11.57	11.09	30.09.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, БО-01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	13.37-13.92	13.65	29.09.2014	нет / 0.72 г
Российский Капитал, БО-01 (вторич.)	- / - / B+	да	2 385	н/д / 100%	н/д	12.34	29.09.2014	0.93 г / 2 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

<b>Аналитическое управление</b>	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:evgenia.lobacheva@zenit.ru">evgenia.lobacheva@zenit.ru</a>

<b>Управление рынков долгового капитала</b>		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
---	--	--

Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>

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.