

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

Ростелеком (BB+/-BBB-): нейтральные финансовые результаты за 1K16

На этой неделе Ростелеком опубликовал финансовые результаты за 1K16, которые мы оцениваем как нейтральные. В 1K16 выручка компании увеличилась на 1.1% г/г до 72.5 млрд руб., OIBDA – на 0.7% г/г до 24.7 млрд руб. Отчетный период Ростелеком закончил с небольшим отрицательным свободным денежным потоком, при этом долговая нагрузка на конец 1K16 осталась на уровне начала 2016 г. и составила 1.8x в терминах net debt/EBITDA LTM.

Положительный эффект на динамику выручки за 1K16 оказало увеличение выручки от предоставления дополнительных и облачных услуг на 50% г/г до 3.1 млрд руб., оптовых услуг на 7% г/г до 19.7 млрд руб. и услуг телевидения на 23% г/г до 5.6 млрд руб. Тем не менее, данный эффект был в значительной степени нивелирован сокращением выручки от фиксированной телефонии в 1K16 на 11% кв/кв до 22.9 млрд руб. В 1K16 темпы роста операционных расходов Ростелекома за вычетом амортизации немного превысили темпы роста выручки (+1.6% г/г до 48.3 млрд руб.), что стало следствием заметного увеличения расходов по услугам операторов связи. В результате, в 1K16 показатель OIBDA margin уменьшился на 0.1 пп кв/кв до 34.1%.

В отчетном периоде расходы Ростелекома на CAPEX увеличились на 16.4% г/г до 19 млрд руб., отношение CAPEX/Выручка составило 26.2% против 22.7% за 1K15. Увеличение расходов на CAPEX вместе с ростом отчислений по налогу на прибыль привели к формированию отрицательного свободного денежного потока на сумму 3.1 млрд руб. за 1K16, в то время как в 1K15 его значение было положительным. Финансирование возникшего дефицита Ростелеком осуществлял в основном за счет использования денежных средств на счетах, остаток которых на конец 1K16 сократился к началу 2016 г. на 28.2% до 5.1 млрд руб. В результате, чистый долг Ростелекома немного вырос к началу года и составил 181.3 млрд руб. Тем не менее, по состоянию на 31.03.2016 долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM осталась на уровне на 01.01.2016, составив 1.8x.

Вместе с публикацией отчетности Ростелеком подтвердил ранее объявленный прогноз по финансовым результатам на текущий год, согласно которому рост выручки будет находиться в пределах 1-2% г/г, OIBDA останется на стабильном уровне, отношение CAPEX к выручке не превысит 19%.

По нашему мнению, объявленные финансовые результаты, подтверждающие сохранение крепкого финансового профиля Ростелекома, являются нейтральными для рейтингов компании от S&P и Fitch.

Облигации Ростелекома, на наш взгляд, вряд ли могут вызвать спекулятивный интерес со стороны инвесторов, что обусловлено низкой ликвидностью бумаг и невысокой доходностью относительно других компаний, имеющих рейтинг на уровне «BBB-».

Ключевые финансовые показатели Ростелекома по итогам 1K16

млрд руб.	1K16	1K15	%%
Выручка	72.5	71.7	1.1%
OIBDA	24.7	24.5	0.7%
Операционная прибыль	8.5	9.3	-8.6%
Чистая прибыль	3.0	2.1	43.0%
Рентабельность по OIBDA	34.1%	34.2%	-0.1 пп
Операционная рентабельность	11.7%	13.0%	-1.2 пп
Чистая рентабельность	4.1%	2.9%	1.2 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	24.4	24.7	-1.5%
Чистый операцион. ден. поток	15.9	16.7	-4.7%
CAPEX	19.0	16.3	16.4%
Свободный денежный поток	-3.1	0.4	-
млрд руб.	1K16	2015	%%
Активы	552.6	551.3	0.2%
в т.ч. денежные средства	5.1	7.2	-28.2%
Долг	186.5	186.6	0.0%
доля краткосрочного долга	24.3%	32.1%	-7.9 пп
Чистый долг	181.3	179.4	1.1%
Капитал	252.9	249.7	1.3%
CAPEX/Выручка	26.2%	21.1%	-
CAPEX/OIBDA	76.8%	62.2%	-
Долг/OIBDA LTM	1,8x	1,9x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	1,8x	1,8x	-
OIBDA/Процентные платежи	5,2x	5,9x	-
Долг/Капитал	0,7x	0,7x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

ЕвроХим (BB-/BB): нейтральные финансовые результаты за 1K16

На этой неделе крупнейший российский производитель минеральных удобрений, ЕвроХим, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1K16 год, которые мы в целом оцениваем как нейтральные. В 1K16 выручка компании практически не изменилась по сравнению с 1K15, показатель EBITDA margin снизился, однако остался на довольно высоком уровне 30.6%. Отчетный период ЕвроХим завершил с небольшим положительным свободным денежным потоком, при этом долговая нагрузка компании немного увеличилась до 2.3x в терминах net debt/EBITDA LTM.

В 1K16 выручка ЕвроХима выросла на 1.6% г/г до 1 255 млн долл., что стало следствием увеличения объема реализации азотных удобрений на 18% г/г, фосфорных удобрений – на 6% г/г. В то же время, давление на динамику выручки за 1K16 г/г оказало сильное снижение цен на удобрения и железную руду. В частности, в 1K16 средние цены реализации аммиака, аммиачной селитры, карбамида, МАФ и железорудного концентрата в долларах снизились в пределах 23-34% г/г. В результате неблагоприятной ценовой конъюнктуры EBITDA ЕвроХима в 1K16 сократилась на 16.7% г/г до 384 млн долл., EBITDA margin – на 6.7 пп до 30.6%. В то же время, в 1K16 по сравнению с 4K15 выручка и EBITDA ЕвроХима продемонстрировали положительную динамику, увеличившись на 19.6% и 6.7% соответственно.

Отчетный период ЕвроХим завершил с положительным свободным денежным потоком в размере 22 млн долл. Тем не менее, по сравнению с 1K15 его значение заметно сократилось (на 87.7% г/г), что обусловлено увеличением расходов на CAPEX на 57.8% г/г до 224 млн долл., более существенным ростом расходов в расширение оборотного капитала и снижением операционного денежного потока до изменений оборотного капитала.

По состоянию на 31.03.2016 совокупный долг ЕвроХима увеличился к началу 2016 г. на 1.9% до 3 837 млн долл., чистый долг – на 2.2% до 3 502 млн долл., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM – до 2.3x против 2.2x на начало 2016 г. Срочная структура кредитного портфеля ЕвроХима характеризуется существенной долей краткосрочного долга (26.2%, или 1 млрд долл. на 31.03.2016). Несмотря на данный факт, риски рефинансирования краткосрочного долга ЕвроХима мы оцениваем как невысокие, учитывая наличие «подушки ликвидности» в размере 335 млн долл. на 31.03.2016 (позволяет одновременно погасить более 30% краткосрочного долга), доступ к невыбранным кредитным линиям, а также размещение в апреле 2016 г. трехлетних облигаций на сумму 15 млрд руб. в целях оптимизации долгового портфеля компании.

В январе 2016 г. Fitch изменило прогноз по рейтингам ЕвроХима («BB») со стабильного на негативный на фоне ожидаемого агентством роста долговой нагрузки ЕвроХима в 2016-2017 гг., при этом в апреле 2016 г. S&P снизило рейтинги компании с «BB» до «BB-» со стабильным прогнозом в связи с неблагоприятной ценовой конъюнктурой на рынке минеральных удобрений. По нашим оценкам, опубликованный отчет, отражающий незначительное изменение долговой нагрузки в 1K16 и сохранение высокой рентабельности бизнеса, является нейтральным для рейтингов компании.

На текущий момент на рынке евробондов единственный выпуск ЕвроХима торгуется с минимальным уровнем доходности за последние два года, что в целом ограничивает дальнейший рост бумаг. В тоже время, EUCHEM'17 предлагает премию к доходностям PHOSAGRO'18 и URKARM'18 порядка 55 бп. и 25 бп., которая нам видится избыточной. В итоге, мы, в большей степени, склоняемся в сторону сужения спредов между бумагами ЕвроХима и выпусками других химиков в размере 20 бп. На рублевом рынке доходности облигаций ЕвроХима сосредоточены на уровне 10.40-10.45% годовых на дюрации 1.84 г. и 2.56 г., которые, на наш взгляд, смотрятся блекло и малоинтересно на фоне текущих размещений.

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима по МСФО за 1K16

млн долл.	1K16	1K15	%г
Выручка	1 255	1 235	1.6%
EBITDA	384	461	-16.7%
Операционная прибыль	325	406	-19.8%
Чистая прибыль/(убыток)	321	339	-5.2%
Рентабельность по EBITDA	30.6%	37.3%	-6.7 пп
Операционная рентабельность	25.9%	32.9%	-6.9 пп
Чистая рентабельность	25.6%	27.4%	-1.9 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	367	393	-6.6%
Чистый операцион. ден. поток*	246	318	-22.7%
CAPEX (включая лицензии)	224	142	57.8%
Свободный денежный поток	22	176	-87.7%

млн долл.	1K16	2015	%г
Активы	6 975	6 287	11.0%
в т.ч. ден. ср-ва и депозиты	335	339	-1.1%
Долг	3 837	3 765	1.9%
доля краткосрочного долга	26.2%	27.5%	-1.3 пп
Чистый долг	3 502	3 426	2.2%
Капитал	2 209	1 606	37.6%
CAPEX/EBITDA	0,6x	0,6x	-
Долг/EBITDA LTM	2,6x	2,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,3x	2,2x	-
Долг/Капитал	1,7x	2,3x	-

*за вычетом процентных платежей

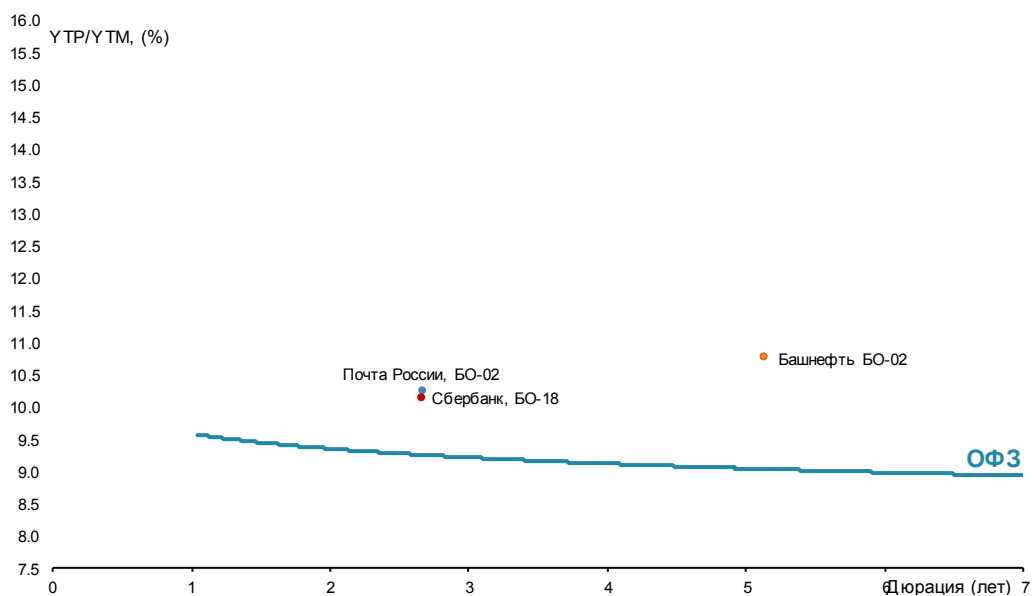
Источник: Отчетность Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Сбербанк, БО-18	- / Ba2 / BBB-	да	10 000	10.15	18.05.2016	24.05.2016	нет / 2.66 г	3 г / 5 лет
Башнефть БО-02	- / Ba1 / BB+	да	10 000	10.78	18.05.2016	24.05.2016	нет / 5.12 г	7 лет / 10 лет
Почта России, БО-02	- / - / BBB-	да	5 000	10.25	17.05.2016	19.05.2016	нет / 2.66 г	3 г / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
Банк ДельтаКредит, БО-20	- / Ba2 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	11.04-11.30	11.30	18.05.2016	нет / 2.64 г
МегаФон, БО-001P-01	BB+ / Ba1 / BB+	да	10 000	3 / 100%	10.46-10.67	10.2	12.05.2016	нет / 2.66 г
Башнефть, БО-06	- / Ba1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	н/д	11.20	11.05.2016	нет / 5.94 г
Башнефть, БО-08	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.20	11.05.2016	нет / 5.94 г
Регион-Инвест, БО-06	NR	нет	10 000	н/д / 100%	13.50-14.00	14.22	10.05.2016	нет / 0.50 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-02	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	1.3 / 100%	11.46-11.73	11.35	06.05.2016	нет / 2.59 г
Икс 5 Финанс, БО-06	BB- / - / -	да	5 000	2.1 / 100%	10.78-10.99	10.78	05.05.2016	нет / 1.42 г
Синергия, БО-05	- / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.32	04.05.2016	да / 2.72 г
Трансфин-М, БО-43	B / - / -	да	1600	н/д / 64%	н/д	13.42	04.05.2016	нет / 1 г
Мираторг Финанс, БО-06	- / - / B	да	5 000	2.5 / 100%	12.36-12.89	12.36	29.04.2016	нет / 2.60 г
Абсолют Банк, С01	- / B1 / B+	да	5 000	н/д / 100%	14.49-15.02	15.02	29.04.2016	нет / 3.96 г
Газпромбанк, 11 (вторичное)	BB+ / Ba2 / BB+	да	250	н/д / 100%	Цена 100.1%-100.2%	Цена 100.1%	28.04.2016	н/д
МОЭСК, БО-08	BB- / Ba2 / BB+	да	8 000	3.9 / 100%	10.78-11.04	10.57	28.04.2016	нет / 2.65 г
МРСК Северного Кавказа, БО-001P-01	NR	нет	1 350	н/д / 100%	н/д	13.42	28.04.2016	нет / 3.82 г
Концерн Россиум, БО-01 (допвыпуск N1)	B- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	Цена 100%	28.04.2016	н/д
МБА-Москва, БО-01	- / B3 / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	11.50	27.04.2016	нет / 0.50 г
Регион-Инвест, БО-05	NR	нет	10 000	н/д / 100%	13.50-14.00	13.75	26.04.2016	нет / 0.50 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 Поспелов
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
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Наталья Толстошеина
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@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.