

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

МТС (BB+/Ba1/BB+): умеренно позитивные финансовые результаты за 1К16

Вчера МТС раскрыли финансовые результаты за 1К16, которые мы оцениваем как умеренно позитивные. В 1К16 выручка МТС увеличилась на 7.9% г/г до 108.1 млрд руб., свободный денежный поток – в 3.1 раза г/г до 20.7 млрд руб. Кроме того, в 1К16 сократился чистый долг компании, при этом долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM уменьшилась до 1.5x на конец 1К16 против 1.8x на начало 2016 г.

Драйвером роста выручки МТС за 1К16 стало увеличение выручки от операций в России на 6.5% г/г до 96.3 млрд руб. на фоне роста доходов от продаж телефонов и оборудования на 71% г/г до 10.7 млрд руб. и получения выручки от услуг системной интеграции в размере 2.5 млрд руб. В отчетном квартале абонентская база МТС в России продолжила расширяться, достигнув на конец 1К16 77.3 млн абонентов (+3.7% за последний год). В 1К16 OIBDA МТС осталась на уровне 1К15 и составила 41.3 млрд руб., в результате OIBDA margin уменьшилась на 3 пп до 38.2%.

В 1К16 расходы компании на CAPEX уменьшились на 43.4% г/г до 18.4 млрд руб., в результате свободный денежный поток вырос до 20.7 млрд руб. (рост в 3.1 раза г/г). Кроме того, в отчетном периоде компания аккумулировала 16.2 млрд руб. от продажи краткосрочных инвестиций. Данные средства компания использовала в основном на погашение части кредитов и займов, что привело к уменьшению совокупного долга МТС на конец 1К16 по сравнению с началом 2016 г. на 8.9% до 314.9 млрд руб. и чистого долга на 13.4% до 270.5 млрд руб. Долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM уменьшилась до 1.5x на 31.03.2016 против 1.8x на 01.01.2016. Кроме того, остаток денежных средств на счетах МТС на конец 1К16 являлся достаточным для одновременного погашения около 97% краткосрочного долга.

Вместе с публикацией отчета компания подтвердила прогноз отдельных финансовых результатов на 2016 год, согласно которому рост выручки МТС превысит 4% г/г, OIBDA изменится в пределах -2%+1% г/г, капитальные затраты составят 85 млрд руб.

По нашим оценкам, опубликованные результаты подтверждают сохранение хорошего финансового состояния МТС и являются нейтральными для рейтингов компании, два из которых (от S&P и Moody's) соответствуют суверенному уровню.

Рублевые выпуски МТС, на наш взгляд, смотрятся дороговато, максимальная премия к кривой ОФЗ не превышает 80 бп. На рынке евробондов доходности бумаг МТС близки к справедливым уровням, спрэд к UST находится в диапазоне 300-330 бп.

Ключевые финансовые показатели МТС по МСФО за 1К16

млрд руб.	1К16	1К15	%г
Выручка	108.1	100.2	7.9%
OIBDA	41.3	41.3	-0.1%
Операционная прибыль	21.0	19.2	9.7%
Чистая прибыль	14.3	10.9	31.5%
Рентабельность по OIBDA	38.2%	41.2%	-3.0 пп
Операционная рентабельность	19.5%	19.1%	0,3 пп
Чистая рентабельность	13.2%	10.9%	2,4 пп
Операцион. ден. поток до изм. в ОК	43.6	41.1	6.1%
Чистый операц. ден. поток	39.1	39.1	-0.1%
CAPEX (включая НМА, без лицензий)	18.4	32.5	-43.4%
Свободный денежный поток	20.7	6.6	x3,1

млрд руб.	1К16	2015	%г
Активы	625.0	653.4	-4.3%
в т.ч. ден. ср-ва	44.4	33.5	32.6%
Долг	314.9	345.9	-8.9%
доля краткосрочного долга	14.5%	15.5%	-1.0 пп
Чистый долг	270.5	312.4	-13.4%
Капитал	173.0	168.4	2.7%
CAPEX/Выручка	17.0%	22.3%	-
CAPEX/OIBDA	44.5%	54.7%	-
Долг/OIBDA LTM	1,8x	2,0x	-
Чистый долг/OIBDA	1,5x	1,8x	-
Долг/Капитал	1,8x	2,1x	-

* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

ТМК (В+/В1/-): слабые финансовые результаты за 1К16

Вчера ТМК, крупнейший российский производитель нефтегазовых труб, опубликовала финансовые результаты за 1К16, которые мы оцениваем как слабые. В 1К16 выручка компании сократилась на 16.7% кв/кв до 761 млн долл., EBITDA – на 22.6% кв/кв до 120 млн долл. Свободный денежный поток ТМК в 1К16 остался отрицательным, при этом долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM выросла на конец 1К16 до 4.6x против 3.9x на начало 2016 г.

Основной причиной снижения выручки и EBITDA в 1К16 кв/кв стали слабые результаты Американского и Российского дивизионов. В частности, объем реализации труб Американского дивизиона в 1К16 сократился на 34% кв/кв до 50 тыс. тонн (в основном, за счет уменьшения продаж труб OCTG), что, вместе со снижением цен на трубную продукцию, привело к уменьшению выручки дивизиона за 1К16 на 42% кв/кв до 65 млн долл. В 1К16 выручка Российского дивизиона уменьшилась на 14% кв/кв до 655 млн долл., EBITDA – на 16% кв/кв до 146 млн долл. на фоне сокращения объема продаж на 6% кв/кв до 759 тыс. тонн и негативного эффекта от девальвации рубля. В 1К16 EBITDA margin ТМК сократилась на 1.2 пп до 15.8%.

Отчетный период ТМК завершила с отрицательным чистым операционным денежным потоком в размере 15 млн долл., в то время как в 4К15 его значение было положительным, в размере 14 млн долл. Это стало следствием сокращения операционного денежного потока до изменения оборотного капитала в 1К16 на 27.3% кв/кв до 113 млн долл. и продолжающегося увеличения оборотного капитала (на 56 млн долл. в 1К16). В 1К16 расходы на CAPEX ТМК уменьшились на 49.1% кв/кв до 24 млн долл. и в целом оставались весьма умеренными: отношение CAPEX/EBITDA в 1К16 составило 0.2x.

Финансирование дефицита свободного денежного потока, а также погашение части долга компания осуществляла за счет использования денежных средств. В результате, на конец 1К16 остаток денежных средств сократился к началу 2016 г. на 30.1% до 213 млн долл. Тем не менее, укрепление курса рубля к доллару конец 1К16 к началу года привело к переоценке рублевой части кредитного портфеля, составляющей около 35% совокупного долга ТМК на 31.03.2016, и увеличению совокупного долга ТМК на 1.3% до 2 838 млн долл. Долговая нагрузка ТМК в терминах net debt/EBITDA LTM выросла на 31.03.2016 до 4.6x против 3.9x на начало 2016 г. В целом, несмотря на рост долговой нагрузки и ее высокий уровень, риски рефинансирования долга ТМК на конец 1К16 мы считаем умеренными: остаток денежных средств на счетах (213 млн долл.) и неиспользованные кредитные линии (591 млн долл.) являются достаточными для погашения всего краткосрочного долга на сумму 600 млн долл.

По нашему мнению, опубликованные результаты являются негативными для рейтингов компании от S&P и Moody's. Оба агентства присвоили негативный прогноз по рейтингам компании, при этом в качестве негативных рейтинговых факторов Moody's выделяет рост леввериджа свыше 4.0x на постоянной основе, S&P – долговую нагрузку свыше 5.0x.

Евробонды ТМК торгуются с небольшим, но все же дисконтом к схожим по дате погашения выпускам Евраза. В данном контексте, на наш взгляд, предпочтительнее все-таки смотрятся бумаги Евраза, хотя бы из-за рейтинговых различий. На рублевом рынке бумаги ТМК, БО-05 (УТР 12.74%/ 2.47 г.) оценены более адекватно, предлагая к аналогичному по дюрации выпуску Евразу премию в размере 30 бп.

Ключевые финансовые показатели ТМК за 1К16

млн долл.	1К16	4К15	%%
Выручка	761	913	-16.7%
Валовая прибыль	154	173	-11.3%
EBITDA	120	155	-22.6%
Чистая прибыль/(убыток)	14	-371	-103.8%
Валовая рентабельность	20.2%	19.0%	1,2 пп
Рентабельность по EBITDA	15.8%	17.0%	-1,2 пп
Чистая рентабельность	1.9%	отр.	
Операц. денеж. поток до изм. в	113	156	-27.3%
Чистый операцион. денеж. потг	-15	14	
CAPEX	24	47	-49.1%
Свободный денежный поток	-38	-32	

млн долл.	1К16	2015	%%
Активы	4 502	4 412	2.1%
в т.ч. денежные средства	213	305	-30.1%
Долг**	2 838	2 801	1.3%
доля краткосрочного долга	21.2%	21.4%	-0,3 пп
Чистый долг	2 625	2 496	5.2%
Капитал	776	715	8.5%
CAPEX/EBITDA	0,2x	0,3x	-
Долг/EBITDA LTM	5,0x	4,4x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	4,6x	3,9x	-
EBITDA/Процентные платежи	2,0x	2,3x	-
Долг/Капитал	3,7x	3,9x	-

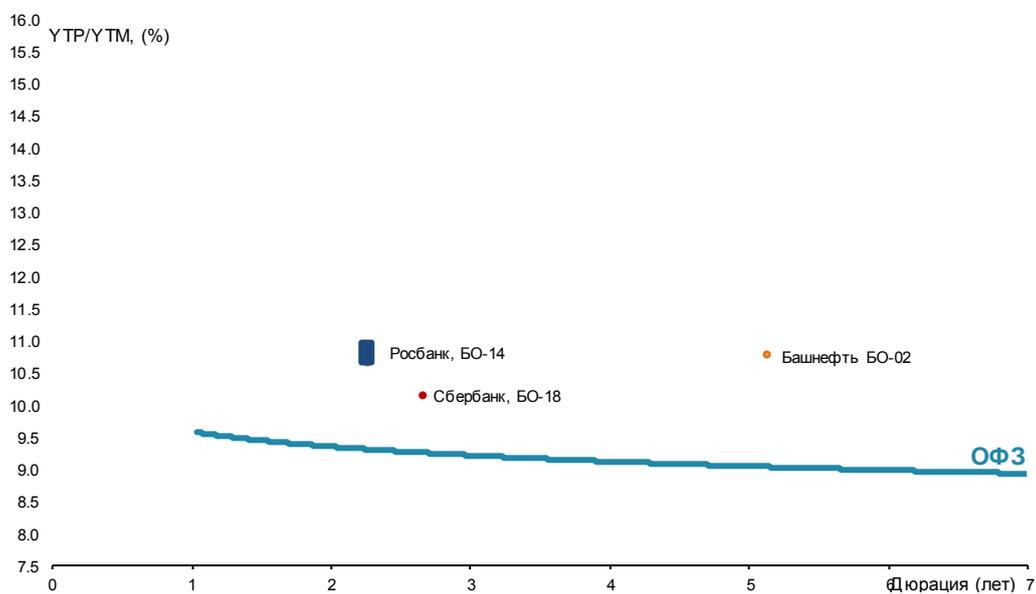
Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Росбанк, БО-14	- / Ba2 / BBB-	да	10 000	10.67-10.88	20.05.2016	27.05.2016	нет / 2.26 г	2.5 г / 10 лет
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

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
Почта России, БО-02	- / - / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.25	19.05.2016	нет / 2.66 г
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	1 600	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



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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru
Управление продаж		bondsales@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@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.