



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**ЭР-Телеком (B2/B+/-): итоги встречи с инвесторами.**

## ЭР-Телеком (B2/B+/-): итоги встречи с инвесторами.

ЭР-Телеком провел встречу с инвесторами, в ходе которой презентовал свой бизнес и стратегию его развития. Положительным итогом 1 пол. 2016г. стало увеличение выручки на 21,4% г/г до 13,4 млрд руб. (МСФО). Основные успехи компания демонстрирует в приоритетном B2B сегменте, выручка в котором удвоилась за год, достигнув 3,9 млрд руб. Остальные показатели ухудшились, что ожидалось менеджментом, который реализует агрессивную стратегию по увеличению доли компании на конкурентных рынках ШПД и платного ТВ, в том числе с помощью поглощений. Оператор по-прежнему ставит перед собой задачу по удвоению выручки к 2020 г. с 22,2 млрд руб. за 2015 г. при удержании EBITDA margin на уровне 35%. Основа стратегии – интеграция локальных игроков за счет сделок M&A. С 1 октября также повышаются тарифы для населения на 10% с дальнейшей ежегодной индексацией на уровне около 5%.

Большая часть задолженности ЭР-Телеком (15,55 млрд руб.) погашается в июле 2020 г., краткосрочные риски рефинансирования низкие. Главные опасения связаны с превышением плана компании по инвестиционным расходам и пересмотром прогнозов по Чистому Долгу/EBITDA с 2,3х до 3,3х на конец 2016г. 29 августа S&P подтвердило рейтинг ЭР-Телеком на уровне «B+», понизив при этом прогноз со Стабильного на Негативный в связи с вероятным переходом свободного денежного потока в отрицательную область. Полагаем, что с учетом обновленных ориентиров по долговой нагрузке, вероятность снижения рейтинга существенно возросла. Доходность дебютного выпуска компании ПБО-01, размещенного 6 июля, к настоящему времени снизилась на 166 б.п. до 11,5%. На наш взгляд, 3-летние облигации уже не представляют интереса при спреде к ОФЗ 290-300 б.п.

*ЭР-Телеком презентовал свой бизнес и стратегию его развития в ходе встречи с инвесторами...*

*Результаты за 1 пол. 2016 г. по МСФО неоднозначны...*

*Компания активно инвестировала, что привело к росту выручки на 21,4% к январю-июню 2015 г. до 13,4 млрд руб...*

**Комментарий.** ЭР-Телеком на этой неделе провел встречу с инвесторами, в ходе которой были раскрыты подробности относительно итогов 1 пол. 2016 г. и уточнены ориентиры по стратегии компании. ЭР-Телеком является одним из крупнейших в стране интернет-провайдеров и операторов кабельного ТВ, предоставляя услуги на территории 566 населенных пунктов. По данным компании, в городах присутствия она занимает 32% на рынке платного ТВ и 26% на рынке ШПД.

**Результаты 1 пол. 2016 г.**

Результаты оператора по итогам 1 пол. 2016 г. оставляют смешанное впечатление. Позитивную динамику продемонстрировали лишь выручка, увеличившаяся на 21,4% г/г до 13,4 млрд руб. и операционный денежный поток, выросший на 70,5% г/г до 6,1 млрд руб. Впрочем, без учета изменений кредиторской задолженности, в основном отражающих расчеты со связанными сторонами, прирост чистого операционного денежного потока составил лишь 12,6%.

Главным негативным моментом стал резкий рост коммерческих и административных расходов на 55,8% г/г до 3,35 млрд руб., который привел к снижению EBITDA margin на 5,3

**При этом выручка в приоритетном B2B сегменте удвоилась, достигнув 3,9 млрд руб...**

**Остальные показатели ухудшились из-за роста коммерческих и административных расходов на 55,8% до 3,35 млрд руб...**

**EBITDA margin сократилась на 5,3 п.п. до 30,2% чистая прибыль – на 45,6% до 459 млн руб...**

п.п. до 30,2% и падению чистой прибыли на 45,6% г/г до 459 млн руб. По словам менеджмента компании, такая динамика объясняется тем, что некоторые недавно приобретенные ей бизнесы еще не были до конца интегрированы, и часть запущенных инвестиционных проектов не успела внести положительный вклад в финансовые показатели.

В то же время стоит отметить успехи ЭР-Телеком в B2B сегменте, на который сейчас делается основная ставка в условиях снижения реальных доходов населения. Выручка по данному направлению достигла 3,9 млрд руб., увеличившись более чем в 2 раза к 1 пол. 2015 г., а доля сегмента в структуре выручки достигла 30%.

Инвестиционные расходы ЭР-Телеком в январе-июне текущего года составили 6,08 млрд руб. против 1,75 млрд руб. в 1 пол. 2015 г. ЭР-Телеком приобрел за отчетный период ряд активов на 3 млрд руб., в т.ч. Деловую сеть – Иркутск, Сибирская телефонную компанию и Престиж-Интернет. Прирост выручки за счет приобретения новых активов составил 1,93 млрд руб., чистой прибыли – 103 млн руб.

После окончания отчетного периода ЭР-Телеком продолжил экспансию, расширив свое присутствие в европейской части России с помощью приобретения провайдера ВестКолл и других активов на общую сумму 4,15 млрд руб. (данные компании). Также в августе стало известно, что дочерняя компания ЭР-Телекома выиграла аукцион на организацию пилотной WiFi-сети на территории Садового кольца, стоимость контракта составила 175 млн руб.

Ключевые финансовые показатели, млн руб.	ЭР-Телеком (B2/B+/-)			
	1 пол. 2015	1 пол. 2016	Изм. %	
Выручка, в т.ч.:	11 004	13 359	21,4	
B2C	9 197	9 413	2,4	
B2B	1 807	3 946	118,4	
CAPEX	1 576	3 274	107,7	
Операционный денежный поток	3 577	6 098	70,5	
Коммерческие и административные расходы	2 150	3 350	55,8	
EBITDA	3 910	4 036	3,2	
EBITDA margin	35,5%	30,2%	-5,3 п.п.	
Чистая прибыль	845	459	-45,6	
margin	7,7%	3,4%	-4,2 п.п.	
	2015	1 пол. 2016	Изм. %	
Активы	23 721	29 549	24,6	
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	1 209	1 299	7,4	
Долг	15 590	19 307	23,8	
		краткосрочный		
		1 296	2 744	111,7
		долгосрочный		
		14 294	16 563	15,9
Чистый долг	14 381	18 008	25,2	
Долг/EBITDA	2,1	2,5		
Чистый долг/EBITDA	1,9	2,3		

Источники: данные компании, PSB Research

**Динамика фин. показателей согласуется с собственными прогнозами компании, согласно которым рентабельность EBITDA по итогам года упадет до 27%...**

**Задача по удвоению выручки к 2020 г. по сравнению с итоговым результатом 2015 г. на уровне 22,2 млрд руб. сохраняется...**

#### Стратегия и перспективы бизнеса.

Полагаем, что конкурентные позиции ЭР-Телекома на рынке достаточно прочны, но реализуемая им стратегия продолжит оказывать давление на рентабельность, и темпы роста EBITDA по итогам года не превысят текущие 3,2%. Подобная динамика согласуется с собственными прогнозами компании, согласно которым рентабельность EBITDA по итогам года упадет до 27%, а чистая прибыль выйдет на отрицательную территорию. Улучшения рентабельности менеджмент ожидает уже в следующем году, поэтому негативную динамику текущих финансовых результатов не стоит переоценивать.

В более долгосрочной перспективе оператор по-прежнему ставит перед собой задачу по удвоению выручки к 2020 г. по сравнению с итоговым результатом 2015 г. на уровне 22,2 млрд руб. При этом менеджмент рассчитывает, что показатель EBITDA margin будет находиться вблизи уровня 35%.

Основа стратегии – интеграция локальных игроков за счет сделок M&A, которая

*Основа стратегии – интеграция локальных игроков за счет сделок M&A...*

*С 1 октября также повышаются тарифы для населения на 10% с дальнейшей ежегодной индексацией на уровне 5%...*

*«закон Яровой» - основной фактор риска, но менеджмент настроен оптимистично...*

*Долг ЭР-Телекома по итогам 1 пол. 2016 г. увеличился на 23,8% до 19,31 млрд руб., что сопоставимо с ростом активов...*

*У компании есть неиспользованный лимит по кред. линиям в размере 8,88 млрд руб., риски рефинансирования низки...*

*В ближайшие годы не исключены новые заимствований на рынке облигаций...*

*Инвестиционные расходы превышают планы, Чистый Долг/ЕБИТДА вырос до 2,3х ...*

*По итогам 2016 г. показатель может достичь 3,3х, а в дальнейшем и более высоких уровней ...*

*29 августа S&P понизило прогноз по рейтингу компании со «стабильного» на «негативный»...*

*С учетом обновленных ориентиров по долговой нагрузке, вероятность его снижения существенно возросла...*

способствует не только расширению масштабов бизнеса, но и снижению издержек за счет синергетического эффекта. По оценке менеджмента ЭР-Телеком, в городах присутствия компании еще остается значительный потенциал роста: годовая выручка потенциальных для консолидации операторов составляет 35-40 млрд руб.

Достижение целевых ориентиров планируется также с помощью повышения тарифов для населения на 10% с 1 октября и их дальнейшей ежегодной индексации на уровне около 5%. По мнению менеджмента, это не приведет к росту оттока клиентов, поскольку они более лояльны к ЭР-Телеком, чем к конкурентам. Так, динамика годового оттока абонентской базы компании в 2015-2016 гг. держалась на уровне 18,8-18,9% против среднего значения по отрасли 23%. Отметим, что данная статистика может частично объясняться тем, что ЭР-телеком не повышал тарифы в последние 2 года.

В целом, мы позитивно оцениваем перспективы бизнеса компании и считаем реалистичным достижение поставленных менеджментом целей. В качестве основного фактора риска можно выделить «закон Яровой», реализация которого на практике в текущем виде приведет к существенному росту издержек ЭР-Телекома. Однако менеджмент компании, принимающий участие в обсуждении условий реализации закона, настроен оптимистично и ожидает принятия смягчающих поправок.

#### **Долговая нагрузка и рекомендации.**

Долг ЭР-Телекома по итогам 1 пол. 2016 г. увеличился на 23,8% к 2015 г. до 19,31 млрд руб., что сопоставимо с ростом активов. Более 90% долга провайдера сформировано обеспеченными банковскими кредитами ВТБ, причем большая часть задолженности в сумме 15,55 млрд руб. погашается в июле 2020 г. По состоянию на 30 июня у компании имелся неиспользованный лимит по этим кредитам в размере 8,88 млрд руб., благодаря чему риски рефинансирования краткосрочных обязательств в сумме 2,74 млрд руб. в ближайшее время невысоки.

Отметим также, что дивиденды за 2015 г. в размере 450 млн руб. на дату отчетности были выплачены в полном объеме. Оператор планирует и в дальнейшем направлять на дивидендные выплаты не менее 20-30% чистой прибыли.

После отчетной даты компания также разместила облигации на 3 млрд руб., что оказало дополнительную поддержку ее ликвидной позиции. Средства от размещения облигаций были направлены на приобретение провайдера ВестКолл. Менеджмент не исключает проведения новых заимствований на рынке облигаций в ближайшие годы, но, скорее всего, источником финансирования потребностей компании станут банковские кредиты и собственные средства.

На фоне роста размера долга заметно возросли кредитные метрики: показатель Долг/ЕБИТДА достиг уровня 2,5х против 2,1х в 2015 г., а Чистый Долг/ЕБИТДА – 2,3х против 1,9х соответственно. Данные уровни не являются критичными, но опасения вызывает неопределенность в отношении будущих значений метрик.

В ходе встречи менеджмент представил обновленный прогноз, согласно которому чистый долг по итогам 2016 г. вырастет на 58% до 24,7 млрд руб., а Чистый долг/ЕБИТДА – до 3,3х. При этом еще несколько месяцев назад, в процессе маркетинга размещенных облигаций, инвесторов ориентировали на значительно более низкие уровни: 17,3 млрд руб. по чистому долгу и 2,3х по метрике Чистый долг/ЕБИТДА.

Внесенные корректировки объясняются превышением планов по инвестициям. Учитывая приобретения после отчетной даты, инвестиционные расходы компании уже достигли 10,24 млрд руб. из запланированного на 2016 г. объема инвестиций в 8,11 млрд руб. При этом инвестиции компания планирует поддерживать на текущем уровне.

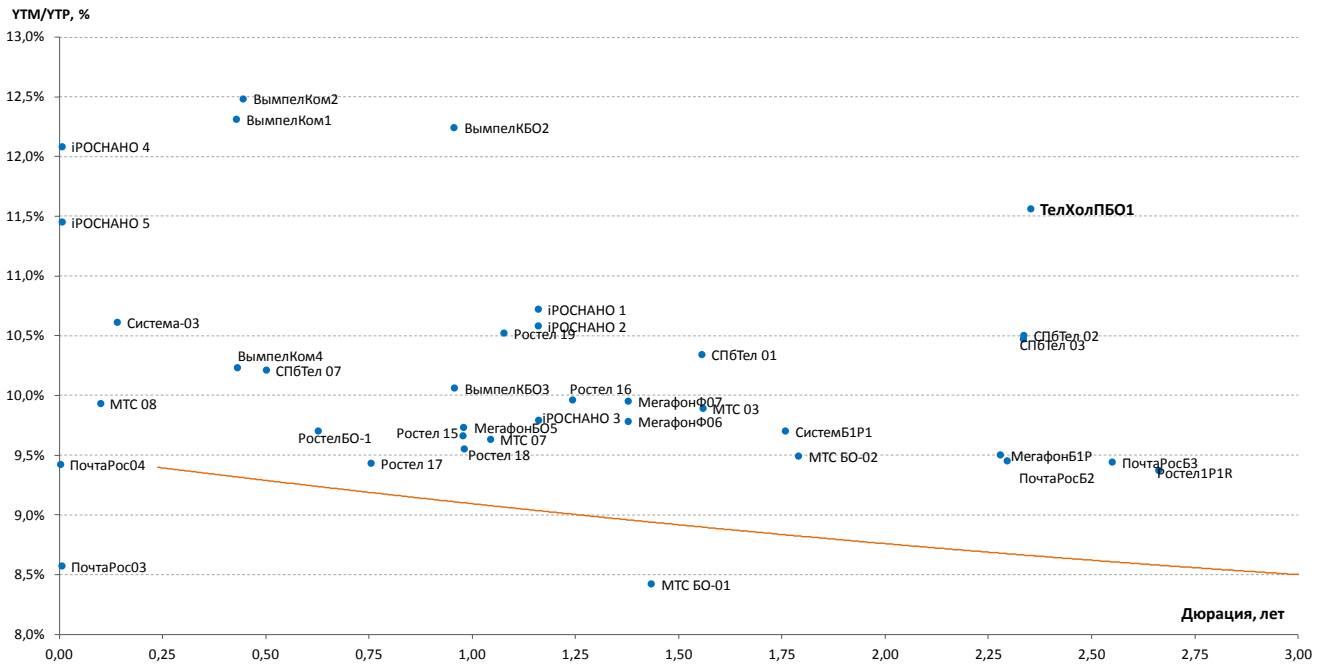
Рост активности вероятен во 2 пол. 2017 г. после того, как начнут приносить отдачу уже сделанные приобретения и реализованные проекты. В случае обилия привлекательных инвестиционных возможностей менеджмент допускает рост Чистого долга/ЕБИТДА до 3,5х и даже его приближения к 4х, что является пределом по ковенантам.

Высокая инвестиционная активность компании уже стала причиной изменения прогноза по рейтингу от S&P со Стабильного на Негативный, которое агентство сделало 29 августа. По мнению аналитиков S&P, ее текущая стратегия может привести к отрицательному свободному денежному потоку. Сам рейтинг при этом был подтвержден на уровне «В+». Полагаем, что с учетом озвученных ориентиров по долговой нагрузке, вероятность снижения рейтинга в ближайшие полгода достаточно велика.

**После снижения доходности с уровней размещения на 166 б.п. до 11,5%, облигации ЭР-Телеком уже не выглядят недооцененными...**

Доходность дебютного выпуска ТелХол ПБО-01 с момента размещения снизилась на 166 б.п. до 11,45-11,55%, а спрэд к ОФЗ сузился до 290-300 б.п. На наш взгляд, негативная динамика большинства отчетных показателей и пересмотр ориентиров по соотношению Чистый долг/ЕБИТДА не должны привести к заметному росту доходностей выпуска, учитывая хорошие перспективы бизнеса ЭР-Телекома. Однако высокая неопределенность в отношении уровня долговой нагрузки и свободного денежного потока компании не позволяет рекомендовать ее облигации к покупке по текущим ценовым уровням.

**Доходности еврооблигаций телекоммуникационного сектора**



**Роман Насонов**

**ПАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>
**PSB RESEARCH**

<b>Николай Кашеев</b>	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
-----------------------	---------------	-----------------------------------

Директор по исследованиям и аналитике

**АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

<b>Александр Полютков</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
---------------------------	----------------------	-----------------------------------

<b>Дмитрий Монастыршин</b>	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
----------------------------	------------------------	-----------------------------------

<b>Роман Насонов</b>	NasonovRS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
----------------------	---------------------	-----------------------------------

**АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
-------------------------	------------------------	-----------------------------------

<b>Илья Фролов</b>	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
--------------------	--------------------	-----------------------------------

<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
--------------------------	---------------------	-----------------------------------

<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11
---------------------	---------------------	-----------------------------------

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**
**СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ**

<b>Дмитрий Иванов</b>	<b>Операции на финансовых рынках</b>	
<b>Руслан Сibaев</b>	<b>FISS</b>	
<b>Пётр Федосенко</b>	<b>Еврооблигации</b>	+7 (495) 705-97-57
<b>Константин Квашнин</b>	<b>Рублевые облигации</b>	+7 (495) 705-90-69
<b>Евгений Жариков</b>	<b>ОФЗ, длинные ставки</b>	+7 (495) 705-90-96
<b>Михаил Маркин</b>	<b>Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities</b>	+7 (495) 411-5133
<b>Алексей Кулаков</b>		
<b>Павел Демещик</b>	<b>FX, короткие ставки</b>	+7 (495) 705-9758
<b>Евгений Ворошнин</b>	<b>Денежный рынок</b>	+7 (495) 411-5132
<b>Сергей Устиков</b>	<b>РЕПО</b>	+7 (495) 411-5135
<b>Александр Орехов</b>	<b>Акции</b>	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ**

<b>Ольга Целинина</b>	<b>Операции с институциональными клиентами Fixed Income</b>	+7 (495) 705-97-57
<b>Филипп Агрacheв</b>		
<b>Александр Сурпин</b>	<b>Центр экспертизы для корпоративных клиентов</b>	
<b>Александр Борисов</b>	<b>Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные продукты</b>	+7 (495) 228-39-22
<b>Дмитрий Божьев</b>		
<b>Виктория Давитиашвили</b>		
<b>Владислав Риман</b>		
<b>Олег Рабец</b>	<b>Конверсионные и валютные форвардные операции</b>	+7 (495) 733-96-28
<b>Александр Ленточников</b>		
<b>Игорь Федосенко</b>	<b>Брокерское обслуживание</b>	+7 (495) 705-97-69
<b>Виталий Туруло</b>		+7(495) 411-51-39

© 2016 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.