

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков e.cherdakov@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

МегаФон: сильный финансовый и операционный отчет за 1П13, планы новых заимствований ограничивают потенциал роста цен дальних выпусков

Вчера МегаФон (BBV-/Baa3/BB+) опубликовал операционные результаты и финансовый отчет за 1П13, которые мы оцениваем как сильные. Компания отразила в отчетности заметный рост операционной маржи и денежных потоков, а также сокращение уровня долговой нагрузки. Кроме того, по итогам 1П13 МегаФон продемонстрировал хорошую динамику по ключевым операционным показателям.

Так, выручка компании по итогам 1П13 выросла на 8% г/г (до 140 млрд. руб.), а показатель OIBDA увеличился сразу на 24.2% г/г (до 66.7 млрд. руб.), что привело к весьма заметному повышению показателя рентабельности по OIBDA компании, который достиг рекордного среди крупных сотовых операторов в посткризисный период уровня – 47.6% (+6.2 пп г/г). Отметим, что динамика результатов МегаФона выглядит еще более контрастно на фоне показателей отчитавшегося на один день раньше ВымпелКома, который ранее уступил МегаФону 2-е место по количеству абонентов в России, а по итогам 1П13 отчитался о нулевом росте г/г по выручке и EBITDA. Основным драйвером роста выручки МегаФона, как и прочих операторов «большой тройки», по-прежнему выступают растущие опережающими темпами доходы от мобильной передачи данных. Так, если общее число активных абонентов компании на конец 1П13 выросло на 3.2% г/г (до 64.1 млн.), показатель ARPU в 1П13 увеличился на 4.5% г/г (до 322 руб.), MOU – на 2.7% г/г (до 302 мин.), то число пользователей мобильного интернета за тот же период увеличилось на 16.3% г/г (до 22.4 млн.), а показатели ARPDU и DSU также демонстрировали опережающий рост – на 7.1% г/г (до 167 руб.) и на 29.6% г/г (до 1 264 Мбайт) соответственно.

Рост рентабельности по OIBDA компании в 1П13 был обусловлен сокращением операционных расходов, в составе которых снизились себестоимость услуг (на 2.8% г/г – до 26.5 млрд. руб.) и коммерческие расходы (на 32.6% г/г – до 7 млрд. руб.), на фоне роста выручки. В то же время, МегаФон подтвердил свой прогноз на 2013 г.: рост выручки ожидается на уровне не выше 9% г/г, а рентабельность по OIBDA предполагается в диапазоне 42.5%-44%. Менеджмент компании пояснил, что прогноз по рентабельности не был изменен в связи с тем, что маржинальность в 3К13 и 4К13 будет ниже, чем в 1П13, поскольку на 2П13 приходится основная фаза расходов на маркетинг и рекламу, которая, насколько мы понимаем, может, в том числе, включать проведение ребрендинга компании.

Отметим, что в 1П13 МегаФон показал достаточно сильный прирост денежного потока: поступления до изменений в оборотном капитале увеличились на 22.9% г/г и составил 67 млрд. руб., однако этот рост был большей частью нивелирован изменениями в торговой и налоговой кредиторской задолженности, а также ростом запасов – в результате, чистый операционный денежный поток вырос лишь на 6.1% г/г (до 54.7 млрд. руб.). Вместе с тем, в 1П13 МегаФон заметно сократил инвестиционную активность – общие расходы на капвложения (включая затраты на НМА) снизились на 42.2% г/г (до 14.4 млрд. руб.) и составили лишь 10.3% от выручки за период (или 21.6% от OIBDA), тогда как, например, в 2012 г. компания потратила куда больше: капвложения составили 19.2% от выручки (или 46.3% от OIBDA), что, впрочем, представляет собой вполне обычный уровень инвестиций для операторов «большой тройки» в течение последних нескольких лет. С скромный уровень капвложений в 1П13 позволил МегаФону нарастить свободный денежный поток в 1.5 раза по сравнению с прошлым годом (до 40.3 млрд. руб.). Компания направила все свободные средства на наращивание «подушки ликвидности»: объем

Ключевые финансовые показатели МегаФона по МСФО за 1П13

млн. руб.	1П13	1П12	%г
Выручка	139 954	129 608	8.0%
OIBDA	66 683	53 691	24.2%
Операционная прибыль	41 359	27 778	48.9%
Чистая прибыль	26 267	10 966	x2.4
Рентабельность по OIBDA	47.6%	41.4%	6.2 пп
Операционная рентабельность	29.6%	21.4%	8.1 пп
Чистая рентабельность	18.8%	8.5%	10.3 пп
Операц. денеж. поток до измен. в ОК	66 972	54 504	22.9%
Чистый операционный денежный поток	54 692	51 529	6.1%
CAPEX (включая расходы на НМА)	14 373	24 868	-42.2%
Свободный денежный поток	40 319	26 661	51.2%

млн. руб.	1П13	2012	%г
Активы	386 242	351 365	9.9%
в т.ч. денеж. средства и депозиты	72 752	24 633	x3.1
Долг	149 419	145 234	2.9%
доля краткосрочного долга	6.7%	13.5%	-6.8 пп
Чистый долг	76 667	120 601	-36.4%
Капитал	112 753	117 873	-4.3%
CAPEX/Выручка	10.3%	19.2%	-
CAPEX/OIBDA	21.6%	46.3%	-
Долг/OIBDA LTM	1.1x	1.2x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	0.6x	1.0x	-
Долг/Капитал	1.3x	1.2x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей МегаФона в 1П13

	1П13	1П12	%г
Число активных абонентов, тыс.	64 073	62 061	3.2%
в т.ч. пользователей моб. интернета	22 400	19 258	16.3%
ARPU, руб.	322	308	4.5%
MOU, мин.	302	294	2.7%
ARPDU, руб.	167	156	7.1%
DSU, Мбайт	1 264	975	29.6%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

денежных средств и депозитов на конец 1П13 вырос более чем в 3 раза (до 72.8 млрд. руб.) по сравнению с началом года – компания копила наличные для финансирования значительных расходов, предстоящих во 2П13. Напомним, что в прошлом месяце МегаФон выплатил первые в качестве публичной компании дивиденды на 40 млрд. руб., кроме того, на финансирование CAPEX (без учета расходов на НМА) до конца года компания должна потратить еще порядка 42.6-47.6 млрд. руб., исходя из плана инвестиций 55-60 млрд. руб. на весь год. В то же время отметим, что объявленная на днях сделка по покупке Скартела (бренд Yota), закрытие которой ожидается в сентябре, а денежная составляющая составляет около 1.3 млрд. долл., не окажет немедленного давления на ликвидность компании, поскольку выплата всей суммы разбита на 2 примерно равные части, при этом первый платеж будет осуществлен только через год после закрытия сделки.

Заметный рост суммы ликвидных активов на балансе компании ожидаемо привел к снижению долговой нагрузки. Так, чистый долг МегаФона на конец 1П13 снизился на 36.4% по сравнению с началом года и составил 76.7 млрд. руб., а отношение Чистый долг/OIBDA LTM опустилось до 0.6x (против 1x на конец 2012 г.). Отметим, что даже если компания начнет активно тратить накопленные деньги во 2П13, что предполагает в связи с заявленным объемом капвложений на 2013 г., мы ожидаем, что долговая нагрузка компании по итогам года сохранится на невысоком уровне и не превысит 1x в терминах Чистый долг/OIBDA. Тем не менее, мы не исключаем, что для поддержания ликвидности компания может выйти на публичный рынок, разместив рублевые облигации (у МегаФона зарегистрирована программа на 60 млрд. руб.).

В обращении на рынке находятся три достаточно ликвидных выпуска МегаФона: средний спрэд к ОФЗ как по более короткому МегаФон Финанс 05 (YTP 7.60/D 1.32), так и по более длинным МегаФон Финанс 06 (YTP 7.75/D 3.81) и МегаФон Финанс 07 (YTP 8.16/D 3.80) находится на уровне около 160 бп. На наш взгляд, дальнейшие бумаги компании имеют достаточно ограниченный потенциал дальнейшего сужения спрэдов, поскольку итак уже торгуются с дисконтом 30-40 бп к близким по дюрации выпускам Ростелекома (BB+/-/BBB-) и МТС (BB/Ba2/BB+) и здесь вряд ли стоит ожидать дальнейшего заметного расширения дисконтов. К этому стоит добавить, определенное давление на перспективы дальнейшего роста цен по длинным бумагам МегаФона оказывает и ожидания относительно выхода компании на рублевый рынок с новыми выпусками и соответствующего увеличения предложения на дальнем участке кривой.

Первичный рынок

Первичный рынок

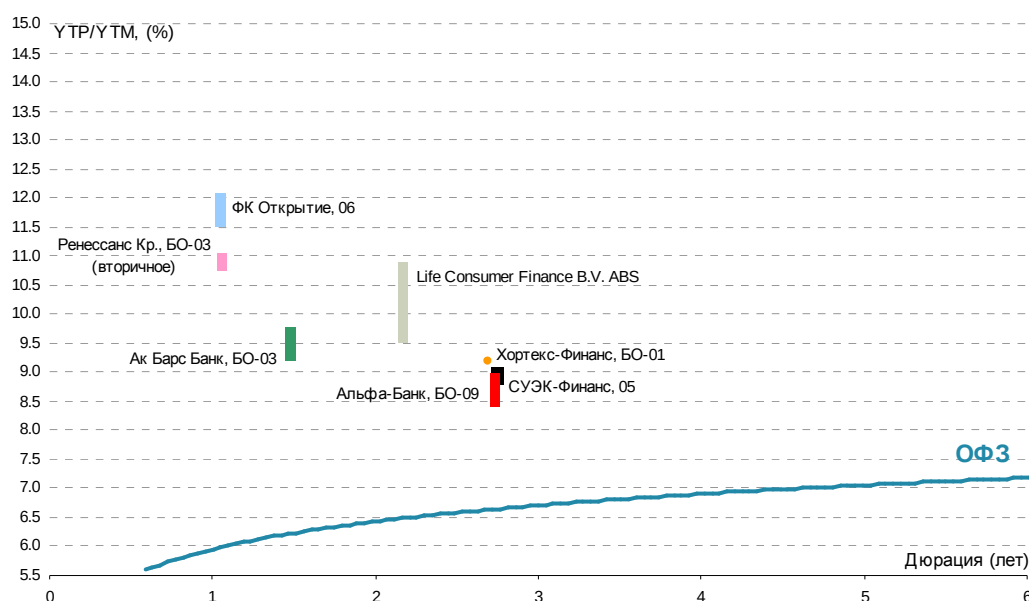
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем размещения, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Хортекс-Финанс, БО-01	NR	нет	400	9.20	08.08.2013	12.08.2013	нет / 2.69 г.	3 г. / 5 лет
ФСК ЭЭС, 26	BBB / Baa3 / -	да	15 000	1-й купон: 7.5%	07.08.2013	13.08.2013	н/д	34 г. / 35 лет
ФСК ЭЭС, 27	BBB / Baa3 / -	да	15 000	1-й купон: 7.5%	07.08.2013	13.08.2013	н/д	34 г. / 35 лет
Ренессанс Кредит, БО-03 (вторичное)	B+ / B2 / B	да	1 850	10.71-11.00	13.08.2013	14.08.2013	нет / 1 г.	нет / 1 г.
ФК Открытие, 06	NR	нет	5 000	11.46-12.01	13.08.2013	15.08.2013	нет / 1 г.	1 г. / 5 лет
Альфа-Банк, БО-09	BB+ / Baa1 / BBB-	да	5 000	8.42-8.94	16.08.2013	20.08.2013	нет / 2.71 г.	нет / 3 г.
СУЭК-Финанс, 05	NR	да	10 000	8.79-8.99	16.08.2013	22.08.2013	нет / 2.70 г.	3 г. / 10 лет
Ак Барс, БО-03	- / B2 / BB-	да	5 000	9.20-9.73	20.08.2013	22.08.2013	нет / 1.43 г.	1.5 г. / 3 г.
Life Consumer Finance B.V., 01 (ABS)	BBB / - / -	да	3 200	9.58-10.65	11.09.2013	XX.09.2013	да / 2.15 г.	нет / 4 г.

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds

Последние размещения

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
О1 Проперти Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	08.08.2013	нет / 2.60 г.
НЛМК, БО-12	BB+ / Baa3 / BBB-	да	5 000	2.5 / 100%	8.16	8.16	06.08.2013	нет / 2.72 г.
Русславбанк, 01	- / B3 / -	да	1 500	н/д / 100%	12.89-13.32	12.63	05.08.2013	нет / 1 г.
НЛМК, БО-11	BB+ / Baa3 / BBB-	да	5 000	2.5 / 100%	8.68-8.94	8.16	01.08.2013	нет / 2.72 г.
Газпромбанк, БО-05	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	8.00-8.11	8.00	01.08.2013	нет / 1.88 г.
ТКС-Банк, БО-06 (вторичное)	- / B2 / B+	да	846	2.2 / 100%	10.47-10.62	10.45	01.08.2013	нет / 1.85 г.
Национальный Капитал, 03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	9.73	31.07.2013	нет / 4.08 г.
РСХБ, 21	- / Baa3 / BBB	да	10 000	н/д / 100%	8.06-8.21	8.00	30.07.2013	нет / 1.88 г.
Ренессанс Кредит, БО-05	B+ / B2 / B	да	3 000	н/д / 100%	11.67-12.20	11.67	30.07.2013	нет / 1.42 г.
ММК, 19	- / Baa3 / BB+	да	5 000	2.8 / 100%	8.84-9.05	8.68	25.07.2013	нет / 2.70 г.
Русфинанс Банк, 13	- / Baa1 / BBB+	да	4 000	3.2 / 100%	8.52-8.84	8.26	24.07.2013	нет / 1.44 г.
Инвестпро, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	13.42	24.07.2013	нет / 3.82 г.
ЕАБР, 05	BBB / A3 / -	да	5 000	2.2 / 100%	7.74-7.90	7.85	24.07.2013	нет / 1.89 г.
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / B1 / -	да	5 000	4.2 / 100%	11.30-11.83	10.67	23.07.2013	нет / 1.42 г.
Локо-Банк, БО-05	- / B2 / B+	да	3 000	1.4 / 100%	9.05-9.31	9.20	23.07.2013	нет / 0.5 г.
Прайм Финанс, 01	NR	нет	11 750	н/д / 100%	12.89-13.96	12.36	23.07.2013	нет / 2.60 г.
Внешэкономбанк, БО-01	BBB / Baa1 / BBB	да	20 000	2.6 / 100%	8.24-8.51	7.87	19.07.2013	нет / 1.87 г.
Банк Национальный Стандарт, БО-02	- / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	11.30-11.83	11.83	18.07.2013	нет / 1 г.



Торговые идеи

ЛОКАЛЬНЫЕ ВЫПУСКИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТР/УТМ	Дюрация	Комментарий
НПК, БО-01	Globaltrans: - / Baa3 / BB	101.75	8.96	1.43	Одно из самых доходных предложений среди качественных заемщиков рейтинговой категории В+/ВВ-, сильный операционный профиль и кредитные метрики материнской компании
НПК, БО-02		101.75	9.05	1.43	
Лента, 03	B+ / - / -	102.55	9.30	2.23	Новое предложение среди компаний потребительского сектора, премия около 20-30 бп к бумагам X5 при одинаковых рейтингах
ЛенСпецСМУ, 02	B / - / -	107.20	10.48	2.76	Один из самых доходных выпусков строительного сектора, с учетом сопоставимого кредитного качества премию более 50 бп к кривой ЛСР лишь за более длинную дюрацию считаем избыточной
Газпром нефть, 08	BBB- / Baa3 / -	101.70	7.75	2.29	Наиболее интересное предложение в рамках сектора среди заемщиков инвестиционного качества с учетом предлагаемой доходности и дюрации - спрэд к ОФЗ на уровне 170-180 бп
Газпром нефть, 09		102.25	7.75	2.29	
ГТЛК, 01	BB- / - / -	101.95	8.84	2.24	Наиболее доходное предложение среди финансовых компаний с госучастием на рынке
ГТЛК, 02		101.95	9.38	2.25	
Русский Стандарт, БО-02	B+ / Baa3 / B+	101.95	8.88	1.49	Доходное предложение среди частных банков категории В+/ВВ-, более 50-80 бп премии к выпускам ХКФ Банка
Русский Стандарт, БО-03		101.15	7.89	0.98	
Восточный Экспресс Банк, БО-07	- / Baa1 / BBB+	100.70	10.53	3.97	Новый выпуск одного из крупнейших розничных банков предлагает премию как к собственным бумагам сопоставимой дюрации (около 30 бп к выпуску БО-10), так и к выпускам основных игроков в рамках сегмента. Спрэд к близким по дюрации бумагам ТКС Банка составляет около 40 бп, к выпускам ХКФ Банка, Русского Стандарта и МКБ - 120-200 бп
Мираторг-Финанс БО-03	- / - / B	100.00	11.64	2.33	Дополнительные 150 бп к спреду Мираторг-Финанс БО-01, премия к выпуску Черкизово БО-04 около 210 бп при аналогичных кредитных рейтингах

Данные в таблице по состоянию на 08.08.2013

ЕВРООБЛИГАЦИИ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Цена послед. сделки	УТМ	Дюрация	Комментарий
VTB'17	BBB / Baa1 / BBB	105.54	4.35	3.29	Выпуски ВТБ предлагают лучшую доходность среди старших выпусков в сегменте госбанков, обеспечивая около 100 бп над спредами ВЭБа и Сбербанка при одинаковых кредитных рейтингах
VTB'18 (6.315)		105.51	4.94	3.91	
VTB'18 (6.875)		107.58	5.07	4.14	
VTB'20		104.54	5.77	5.75	
RCCF'17	B+ / B2 / B	98.52	8.35	2.53	Выпуск интересен для buy&hold с учетом относительно небольшой дюрации и предлагаемой доходности
GPBRU'19 (sub)	BB+ / Baa1 / -	107.41	5.71	4.73	Интересная идея в сегменте субординированного долга: выпуск предлагает премию к срршему выпуску GPBRU'17 около 100 бп и имеет потенциал сужения спреда на уровне 30-40 бп
RSHB'21 (sub)	- / Baa2 / BBB-	100.61	5.76	2.59	Широкая премия около 200 бп к собственным старшим выпускам с большей дюрацией
FESHUR'18	BB- / - / B+	95.27	9.25	3.91	Дебютные выпуски одного из крупнейших частных логистических операторов FESCO являются, на текущий момент, самым доходным предложением в корпоративном секторе, торгуясь со спрэдом свыше 600 бп к суверенной кривой и предлагая не менее 250 бп премии к бумагам Альянс Ойл, что, на наш взгляд, выглядит слишком широко
FESHUR'20		94.90	9.80	5.04	
EVRAZ'17	B+ / B1 / BB-	100.96	7.10	3.23	Спрэды выпусков к Северстали и ЛНМК по-прежнему достаточно широки, при этом потенциал сужения мы оцениваем на уровне 100 бп за счет консолидации в отчетность Распадской с 2013 г. и возможного улучшения

Примечание:

23.04.2013 исключен выпуск ВКОМС'17 (sub). С момента включения в список рекомендованных бумаг в декабре 2012 г. выпуск подорожал более чем на 200 бп, сузив спрэд к старшим выпускам материнского ВТБ до 80 бп, и, на наш, взгляд, уже в значительной мере отыграл свой потенциал ценового роста. В то же время, в список рекомендованных бумаг включен субординированный выпуск RSHB'21 (УТМ 4.7/D 2.82), предлагающий достаточно щедрую премию к собственным старшим выпускам.

19.03.2013 исключен выпуск О'Кей, 02. С момента включения в список рекомендованных бумаг в середине января выпуск продемонстрировал неплохую динамику котировок, подорожав примерно на 100 бп, и не исчерпал полностью весь потенциал ценового роста. Вместе с тем, вышедшие на вторичные торги дебютные выпуски Ленты (S&P: В+/Стабильный) предлагают лучшую доходность по сравнению с бумагами О'Кей (Fitch: В+/Стабильный) при сопоставимой дюрации, при этом Лента, на наш взгляд, характеризуется более сильным кредитным профилем, а ее бумаги обладают более высоким потенциалом сужения спреда к бенчмарку - выпуску X5 Финанс БО-01. В связи с этим, мы исключили из перечня торговых идей выпуск О'Кей, 02, заменив его на выпуски Лента, 01-03.

05.03.2013 исключен выпуск Промсвязьбанк, БО-7. С конца декабря прошлого года выпуск подорожал примерно на 150 бп (спрэд к ОФЗ сузился на 50-60 бп), что ограничивает потенциал дальнейшего роста котировок с учетом относительно короткой дюрации бумаг. В качестве более доходной альтернативы бумагам Промсвязьбанка рекомендуем обратить внимание на новые выпуски Русский Стандарт, БО-03/БО-04.

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

Кирилл Копелович
Константин Поспелов

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@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

Рублевые облигации

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

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

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин
Иван Рыжиков

t.mukhametshin@zenit.ru
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. © 2013 Банк ЗЕНИТ.