

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 2013 г., формирование СП с Tele2 ожидается до конца года

Вчера Ростелеком опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 4К13 и 2013 г., которая ничем не примечательна в части динамики ключевых показателей, однако интересна другим – в связи с ожидаемым до конца года окончательным оформлением СП с Tele2, в которое Ростелеком намерен передать свои мобильные активы (в первую очередь, лицензии), мобильный бизнес компании в отчетности был выделен как прекращаемая деятельность, что дало достаточно много дополнительной информации по данному операционному сегменту.

В целом же, отчетность Ростелекома производит нейтральное впечатление. Так, выручка компании в 2013 г. снизилась на 2% г/г (до 325.7 млрд. руб.), а в случае исключения разовых доходов от обслуживания президентских выборов в марте 2012 г. из базы сравнения, то рост выручки в 2013 г. составил около 1% г/г. EBITDA компании снизилась на 5.8% г/г (до 113.3 млрд. руб.), что стало следствием, в том числе, консолидации менее эффективных Связьинвеста и его дочерних компаний и повлекло снижение рентабельности по EBITDA Ростелекома до 34.8% (-1.4 пп г/г).

В то же время, в 2013 г. Ростелеком заметно увеличил свободный денежный поток (почти в 6 раз по сравнению с 2012 г.) – до 17.2 млрд. руб. Это стало следствием, прежде всего, быстрого снижения капитальных расходов в прошлом году относительно уровня 2012 г. Так, в 2013 г. CAPEX снизился на 26.9% г/г (до 68.5 млрд. руб.), составив 21% против 28.2% в 2012 г. Снижение капвложений было в значительной мере обусловлено тем же одновременным влиянием прошлых президентских выборов, обслуживание которых потребовало масштабных инвестиций в инфраструктуру связи. Свободный денежный поток Ростелекома был направлен на финансирование выкупа акций компании, проведенным в связи с присоединением Связьинвеста (чистые расходы составили 36.1 млрд. руб.), а также выплаты дивидендов на 6.1 млрд. руб. Для покрытия этих же расходов компания потратила заметную часть накопленной на балансе ликвидности, что привело к некритичному повышению долговой нагрузки.

Общий долг Ростелекома на конец 4К13 не изменился по сравнению с началом года и составил 217.8 млрд. руб. Повышение же долговой нагрузки к концу 4К13 в терминах чистый долг/OIBDA до 1.9x (против 1.7x на начало года) было вызвано снижением денежных остатков на балансе к концу прошлого года и показателя EBITDA г/г. Впрочем, долговая нагрузка компании осталась на умеренном уровне ниже 2x, однако, по этому показателю, Ростелеком находится ближе к наиболее закредитованному в рамках отрасли Вымпелкому, чем к МТС и МегаФону, долговая нагрузка которых существенно ниже. Что касается деконсолидации результатов мобильного бизнеса и его влияния на Ростелеком в будущем – мы не склонны драматизировать этот фактор. Во-первых, совсем не мобильный бизнес является драйвером роста компании, на эту роль скорее подходят сегменты платного ТВ и ШПД, а также связанных с ними услуг, которые и в дальнейшем останутся вместе с компанией. Кроме того, в долгосрочной перспективе, в случае успешного развития СП с Tele2, компания будет бенефициаром устойчивого денежного потока, который будет совсем не лишним для компании, учитывая видение профильных регуляторов относительно лидирующей роли Ростелекома в части развития современных услуг связи на территории страны.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома по МСФО за 2013 г.

млрд. руб.	2013	2012	%
Выручка	325.7	332.4	-2.0%
OIBDA	113.3	120.3	-5.8%
Операционная прибыль	44.9	53.8	-16.5%
Чистая прибыль	24.1	33.2	-27.4%
Рентабельность по OIBDA	34.8%	36.2%	-1.4 пп
Операционная рентабельность	13.8%	16.2%	-2.4 пп
Чистая рентабельность	7.4%	10.0%	-2.6 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	115.0	121.6	-5.4%
Чистый операцион. ден. поток	85.7	96.6	-11.3%
CAPEX	68.5	93.7	-26.9%
Свободный денежный поток	17.2	2.9	x5.9

млрд. руб.	2013	2012	%
Активы	561.0	567.2	-1.1%
в т.ч. денежные средства	8.0	13.6	-41.2%
Долг	217.8	217.9	0.0%
доля краткосрочного долга	15.2%	29.8%	-14.6 пп
Чистый долг	209.8	204.3	2.7%
Капитал	199.8	238.8	-16.3%
CAPEX/Выручка	21.0%	28.2%	-7.2 пп
CAPEX/OIBDA	60.5%	77.9%	-17.4 пп
Долг/OIBDA	1.9x	1.8x	-
Чистый долг/OIBDA	1.9x	1.7x	-
OIBDA/Процентные платежи	6.6x	7.4x	-
Долг/Капитал	1.1x	0.9x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

Группа ЛСР (-В2/В): сильный денежный поток и неплохие показатели в финансовой отчетности компании за 2013 г.

Вчера Группа ЛСР, один из крупнейших девелоперов коммерческой и жилой недвижимости в Петербурге, опубликовал финансовую отчетность по итогам 2013 г. Представленные данные выглядят достаточно неплохо с точки зрения динамики финансовых результатов, несмотря на замедление их темпов роста (г/г) во 2П13 по сравнению с показателями 1П13. Кроме того, отметим, что сильный операционный денежный поток, сгенерированный ЛСР в прошлом году, позволил заметно снизить долговую нагрузку и нарастить денежную позицию компании.

Выручка ЛСР в 2013 г. выросла на 6.9% г/г (до 65.3 млрд. руб.), EBITDA показала сопоставимые темпы роста, увеличившись на 5.7% г/г (до 14.2 млрд. руб.). В итоге, рентабельность по EBITDA компании сохранилась на достаточно высоком уровне 2012 г. и в 2013 г. составила 21.7% (-0.2 пп г/г). Отметим, что в разрезе ключевых операционных сегментов рост финансовых результатов ЛСР был обусловлен, в первую очередь, расширением продаж жилой недвижимости и стройматериалов в Петербурге и Екатеринбурге, тогда как по прочим географическим и операционным сегментам компании наблюдалась стагнация, либо снижение г/г. Так, выручка от реализации недвижимости в Петербурге по итогам 2013 г. выросла на 39.9% г/г (до 26.6 млрд. руб.), тогда как поступления от продажи недвижимости в Екатеринбурге выросли на 60.1% г/г (до 5.2 млрд. руб.). Показатель EBITDA этих сегментов также продемонстрировали опережающий рост – на 46.6% г/г (до 7.8 млрд. руб.) и в 2.4 раза (до 1.1 млрд. руб.) соответственно.

Вместе с тем стоит помнить, что специфика бизнеса и особенности учетной политики ЛСР подразумевают невысокую «синхронность» признания доходов и реального движения денежных средств. Тем не менее, по итогам 2013 г. это сыграло в плюс компании – на фоне умеренного результата в отчете о прибылях и убытках, компания отразила в отчетности кратный рост чистого операционного денежного потока. По итогам 2013 г. показатель вырос почти в 3 раза г/г и достиг 14.2 млрд. руб., что, вкупе со снижением капрасходов почти в 2 раза г/г (до 3.6 млрд. руб., в относительном выражении CAPEX снизился до 0.3x EBITDA против 0.5x в 2012 г.), позволило сформировать свободный денежный поток в размере 10.6 млрд. руб. Свободные средства в 2013 г. ЛСР использовала, главным образом, для погашения долга, финансирования выплаты дивидендов (на 2.1 млрд. руб.) и оплаты собственных акций (около 650 млн. руб.) и увеличения денежной позиции (на конец 4К13 увеличилась в 1.5 раза по сравнению с началом года – до 5.9 млрд. руб.).

Совокупный долг ЛСР к концу 4К13 снизился на 13.7% по сравнению с началом года и составил 34.1 млрд. руб., при этом доля краткосрочного долга несколько выросла (до 23.3% против 14% на начало года), однако сохранилась на вполне невысоком уровне. Снижение долга, а также рост ликвидных остатков на балансе и показателя EBITDA в 2013 г. внесли свой вклад в сокращение долговой нагрузки компании. Показатель на конец 4К13 показал весьма внушительное снижение к уровню начала года и составил 2x в терминах чистый долг/EBITDA (против 2.7x на начало года). В целом, можно отметить, что 2013 г. оказался для компании хорошим годом: ЛСР удалось нарастить финансовый результат, а также сохранить высокий уровень операционной рентабельности; кроме того, сильный денежный поток был направлен преимущественно на погашение долга, что заметно усилило кредитный профиль компании. С другой стороны, мы не ожидаем на этой основе каких-то положительных действий от рейтинговых агентств в краткосрочной перспективе, в силу того, что такие действия, вероятно, могли бы последовать за подтверждением устойчивости достигнутых результатов, что неочевидно с учетом текущих прогнозов по росту экономики на 2014 г.

Ликвидность из единственного более-менее длинного выпуска компании (ЛСР 05) ушла еще в конце февраля, в этой связи он был в меньшей степени затронут общим падением рынка на опасениях по Крыму. Текущий индикативный спред выпуска составляет 220-230 бп к ОФЗ, выглядит узко и, в первую очередь, отражает невысокую ликвидность бумаги в сравнении с суверенным долгом.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР по МСФО за 2013 г.

млн. руб.	2013	2012	%г
Выручка	65 316	61 122	6.9%
ЕБИТДА	14 156	13 392	5.7%
Операционная прибыль	10 916	9 626	13.4%
Чистая прибыль	5 234	4 914	6.5%
Рентабельность по EBITDA	21.7%	21.9%	-0.2 пп
Операционная рентабельность	16.7%	15.7%	1.0 пп
Чистая рентабельность	8.0%	8.0%	-
Операц. ден.поток до изм. ОК	14 170	12 592	12.5%
Чистый операцион. ден. поток	14 213	5 167	x2.8
CAPEX	3 568	6 896	-48.3%
Свободный денежный поток	10 645	(1 729)	-
млн. руб.	2013	2012	%г
Активы	155 415	137 778	12.8%
в т.ч. денежные средства	5 899	3 967	48.7%
Долг	34 062	39 475	-13.7%
доля краткосрочного долга	23.3%	14.0%	9.3 пп
Чистый долг	28 163	35 508	-20.7%
Капитал	59 047	56 701	4.1%
CAPEX/EBITDA	0.3x	0.5x	-
Долг/EBITDA	2.4x	2.9x	-
Чистый долг/EBITDA	2.0x	2.7x	-
EBITDA/Процентные платежи	3.2x	3.6x	-
Долг/Капитал	0.6x	0.7x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

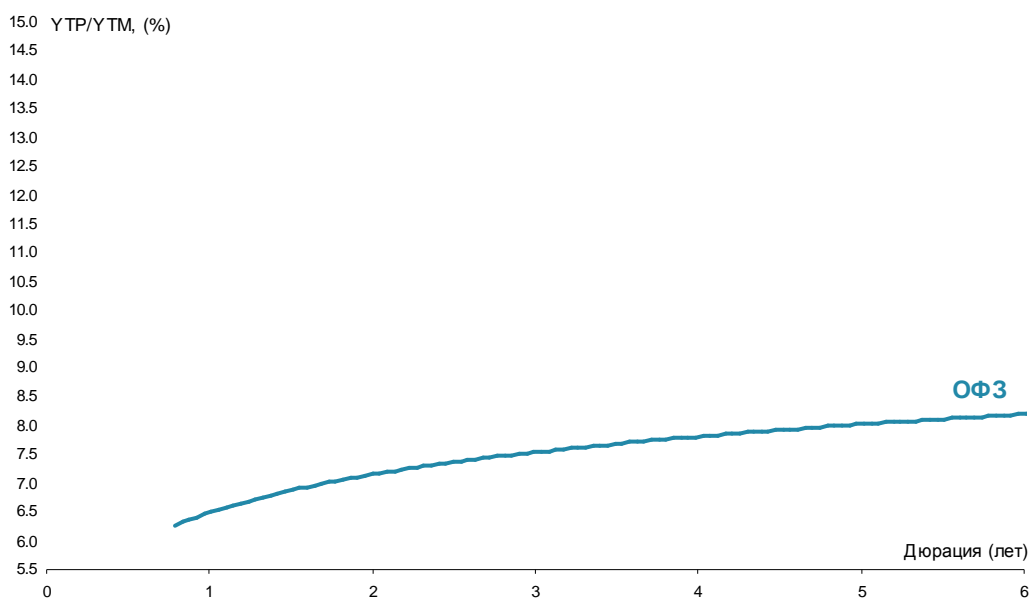
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	8.94	14.03.2014	19.03.2014	нет / 4.15 г.	нет / 5 лет

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	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г.
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / В+	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г.
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г.
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г.
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	В / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	В / В2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рисланд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Ваa1 / BBB	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	ВВ- / - / ВВ	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Ваa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 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

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@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	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	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.