

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

МегаФон (BB+/Ba1/BV+): нейтральный финансовый отчет за 2014 г, бумаги компании малоликвидны

Вчера МегаФон раскрыл операционные и финансовые результаты по итогам 2014 г, которые мы оцениваем нейтрально. Так, выручка компании в прошлом году выросла на 5.9% г/г (до 314.8 млрд. руб.), показатель OIBDA – на 4.5% г/г (до 138.5 млрд. руб.). В результате, рентабельность по OIBDA компании чуть снизилась (на 0.6 пп) г/г, составив 44%. К концу 2014 г долг МегаФона вырос на 36.5% к началу года и достиг 207.5 млрд. руб., что привело к повышению уровня долговой нагрузки компании до 1х в терминах чистый долг / OIBDA (против 0.8х на начало года). Также отметим, что к концу прошлого года доля краткосрочных обязательств в структуре долга МегаФона выросла до 24.7%, тогда как на начало года показатель составлял 13.9%.

Рост выручки МегаФона в 2014 г стал следствием расширения его абонентской базы (рост на 2.4% г/г, до 69.7 млн.), в рамках которой опережающими темпами росло число пользователей услуг мобильной передачи данных (на 9.9% г/г, до 27.7 млн.). Сегмент мобильной передачи данных по-прежнему остается для компании главным драйвером роста выручки. Так, если показатель ARPU услуг мобильной связи в прошлом году снизился на 1.5% г/г (до 321 руб.), а MOU – на 2.9% г/г (до 334 мин.), то аналогичные показатели для сегмента мобильной передачи данных в 2014 г, наоборот, росли весьма быстрыми темпами. ARPDU вырос на 15.5% г/г (до 209 руб.), а DSU – и вовсе более чем в 1.5 раза г/г (до 2.6 ГБ) благодаря, в том числе, консолидации показателей Скартела. Как результат, при общем увеличении доходов от мобильных услуг лишь на 4% г/г (до 269.5 млрд. руб.), поступления от мобильной передачи данных показали рост на 33.3% г/г (до 67.2 млрд. руб.). Кроме того, свой вклад в рост выручки внесло также и увеличение продаж абонентских устройств в конце прошлого года на фоне девальвации рубля. Рост доходов по этому направлению в 2014 г составил 27.5% г/г (до 23.1 млрд. руб.), что, вместе с тем, является единоразовым фактором. Отметим, что финансовые результаты за прошлый год, в целом, соответствуют нижней границе прогноза МегаФона. В то же время, компания предполагает, что этот год будет достаточно сложным: выручка за 2015 г ожидается на уровне прошлого года, тогда как прогноз по рентабельности по OIBDA составляет “40% или выше”.

Инвестиции компании по итогам 2014 г выросли на треть к уровню прошлого года, составив 58.1 млрд. руб. или 18.5% от выручки, что укладывается в целевой диапазон (18%-20% от выручки). Быстрый рост капрасходов на фоне стабильной величины операционных поступлений (составили 114.6 млрд. руб.) предопределил снижение свободного денежного потока на 20.6% г/г (до 56.5 млрд. руб.). Главными статьями расходов компании, помимо финансирования CAPEX, в 2014 г стала выплата дивидендов на 38.5 млрд. руб., на что ушли почти все свободные средства. Кроме того, более 36 млрд. руб. было потрачено на досрочную выплату около 90% задолженности в рамках сделки по приобретению Скартела – здесь мотивацией для компании стало желание избежать дополнительных расходов, связанных с дальнейшим ослаблением рубля. Покрытие этих выплат потребовало увеличения долга, что вместе с переоценкой валютной части долгового портфеля (примерно 20% всех обязательств) привело к увеличению задолженности компании. Так, долг на конец 2014 г вырос на 36.5% по сравнению с началом года и составил 207.5 млрд. руб. В то же время, валютные остатки на счетах и депозиты МегаФона также выросли в связи с ослаблением рубля, что частично компенсировало рост долга. В целом, рост долговой нагрузки не стал критичным для компании: если на начало прошлого года отношение чистый долг к OIBDA составляло 0.8х, то к его концу оно достигло 1х, что по-прежнему является вполне комфортным уровнем.

На наш взгляд, опубликованные цифры по итогам прошлого года нейтральны для рейтингов МегаФона и, несмотря на ухудшение динамики выручки и прибыли, компания сохраняет весьма устойчивый кредитный профиль. В прошлом месяце компания потеряла инвестиционный рейтинг от S&P и Moody's, однако пересмотр стал лишь результатом понижения суверенного рейтинга, который повлек за собой массовое понижение корпоративных рейтингов до “странового потолка”, избежать которого смогли лишь считанные единицы компаний.

Облигации МегаФона характеризуются низкой ликвидностью, что затрудняет их оценку. В выпуске Мегафон Финанс 07, где присутствует хоть какая-то активность, последние крупные сделки проходили со спрэдом в диапазоне 400-600 бп к кривой ОФЗ, что выглядит адекватно с учетом текущих реалий.

Ключевые финансовые показатели МегаФона по МСФО за 2014 г

млрд. руб.	2014	2013	%г
Выручка	314.8	297.3	5.9%
OIBDA	138.5	132.6	4.5%
Операционная прибыль	81.8	80.4	1.8%
Чистая прибыль	37.0	51.8	-28.5%
Рентабельность по OIBDA	44.0%	44.6%	-0.6 пп
Операционная рентабельность	26.0%	27.0%	-1.1 пп
Чистая рентабельность	11.8%	17.4%	-5.7 пп

Операц. денеж. поток до измен. в ОК	140.6	135.8	3.5%
Чистый операционный денежный пот	114.6	114.7	-0.1%
CAPEX (включая расходы на НМА)	58.1	43.6	33.5%
Свободный денежный поток	56.5	71.1	-20.6%

млрд. руб.	2014	2013	%г
Активы	457.7	432.2	5.9%
в т.ч. денеж. средства и депозиты	69.8	48.1	45.1%
Долг	207.5	152.0	36.5%
доля краткосрочного долга	24.7%	13.9%	10.8 пп
Чистый долг	137.7	104.0	32.5%
Капитал	157.8	138.3	14.1%
CAPEX+M&A	94.7	64.1	47.6%
(CAPEX+M&A)/OIBDA	68.3%	48.4%	20.0 пп
CAPEX/Выручка	18.5%	14.5%	4.0 пп
CAPEX/OIBDA	42.0%	32.4%	9.5 пп
Долг/OIBDA LTM	1.5х	1.1х	-
Чистый долг/OIBDA LTM	1.0х	0.8х	-
Долг/Капитал	1.3х	1.1х	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей МегаФона в 2014 г

Мобильный бизнес в России	2014	2013	%г
Число активных абонентов, тыс.	69 747	68 129	2.4%
в т.ч. пользователей моб. интернета	27 730	25 224	9.9%
ARPU, руб.	321	326	-1.5%
MOU, мин.	334	344	-2.9%
ARPDU, руб.	209	181	15.5%
DSU, Мбайт	2 603	1 586	64.1%

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Дмитрий Чепрагин d.chepragin@zenit.ru Кирилл Сычев k.sychev@zenit.ru

Промсвязьбанк (BB-/B1/-): нейтральные финансовые результаты за 4K14, выпуски выглядят малоинтересно

Вчера Промсвязьбанк опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4K14, которые с учетом сложившейся конъюнктуры рынка произвели на нас нейтральное впечатление и, на наш взгляд, вряд ли окажут заметное влияние на котировки текущих публичных обязательств. Судя по предоставленным данным, в качестве сильных сторон банка в 4K14 г. выступили впечатляющий рост рабочих активов, а именно кредитного портфеля, небольшое, но все же увеличение чистой прибыли, а также улучшение ситуации с нормативами достаточности капитала банка. В то же самое время наращивание кредитного портфеля было практически полностью обусловлено переоценкой валютных активов, которая также повлекла пересмотр резервов и, тем самым, в итоге негативно сказалась на показателях эффективности банка.

По итогам 4K14 г. основным триггером изменений в структуре баланса банка стал дешевающий рубль и, впоследствии, эффект валютной переоценки как активов, так и пассивов. Так благодаря техническим факторам в 4K14 г. Промсвязьбанк продемонстрировал рекордный для 2014 г. прирост валового кредитного портфеля практически на 9% и почти на 16% объем средств на счетах клиентов. При этом наращивание валютной части кредитного портфеля за счет крупных корпоративных заемщиков стало главным фактором изменений в структуре кредитного портфеля: доля МСБ и розницы была размыта с 11.2% до 10.3% и с 11.7% до 10% соответственно. Что касается структуры источников фондирования, то, несмотря на существенный рост средств клиентов, их доля в общей массе снизилась с 80.4% до 76.9%, и произошло это, в первую очередь, за счет увеличения доли средств других банков, а именно привлечения финансирования от ЦБ РФ в виде срочных депозитов. С точки зрения качественных характеристик кредитный портфель на первый взгляд выглядит довольно неплохо, в 4K14 г. NPL 90+ остался на уровне предыдущего квартала и составил 2.9%. Все же при более детальном рассмотрении очевидно, что рост NPL 90+ был сдержан преимущественно за счет списания проблемных активов, которое выросло в 4K14 г. более чем в 1.5 раза по сравнению с 9M14 г. Несмотря на стагнацию показателя, коэффициент покрытия просрочки резервами в 4K14 г. заметно вырос и превысил 1.5х. В итоге рост резервных отчислений в совокупности со стоимостью фондирования естественно оказали давление на рентабельность банка, тем самым снизив чистую процентную маржу на 0.9 п.п. до 3.6%. Кроме того, опасения вызывает возросший показатель стоимости риска до 6.6% (+0.4 п.п. кв/кв). Несмотря на это, по итогам 4K14 г. Промсвязьбанку все же удалось нарастить чистую прибыль и благодаря этому частично поправить ситуацию с достаточностью капитала (Total capital ratio - 12.88%, Tier 1 – 8.01%). Основным же драйвером роста выступила прибыль от операций с иностранной валютой и от приобретения дочерних компаний, а именно от заключения опциона на приобретение 100% долей ряда компаний, являющихся текущими заемщиками банка.

На рынке еврообондов выпуски Промсвязьбанка постепенно восстанавливают потерянные позиции, при этом суборды по-прежнему торгуются на уровне бумаг Банк Открытие, а старшие выпуски - с дисконтом в доходности в размере 80-100 бп. к кривой Банка Открытие. На рублевом рынке выпуски банка либо были выкуплены в оферты, либо имеют низкую ликвидность.

Финансовые показатели Промсвязьбанка по МСФО

млн. руб.	4K14	3K14
Процентные доходы	21 686	20 378
Чист. %%% доходы	7 877	8 554
Чистый комиссионный доход	3 646	3 404
Чистая прибыль	890	854
Денежные средства	137 961	70 363
Вложения в ценные бумаги	60 237	55 704
Чист. ссудная задолженность	752 882	698 910
ВСЕГО АКТИВЫ	1 062 149	886 885
Капитал	69 051	67 436
Счета и депозиты банков	158 886	107 459
Средства клиентов	660 484	570 197
Выпущенные ценные бумаги	38 896	31 669
Достаточность капитала 1 уровня	8.01%	6.62%
Достаточность капитала	12.88%	11.02%
Чистая проц. маржа	3.6%	4.5%
Опт. Фондир. (Долг+МСБ) / Активы	0.19	0.17
Cost-to-income	0.3	0.4
NPL 90+ / Кредитн. портфель	2.9%	2.9%
Резервы / Кредитный портфель	4.8%	3.8%
Резервы / NPL 90+	165.5%	132.0%
ROaE	5.2%	5.1%

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	Закрывание книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Покупка
--------	---------------------	--	------------------------------------	-----------------------------------	---------------------	--------------------	-------------------------	--------------------

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	Амортиз. Дюрация
Россельхозбанк, БО-17	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	15.87-16.43	16.15	26.02.2015	нет / 1
Связьбанк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	16.10-16.64	16.10	26.02.2015	нет / 1
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.2
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.8
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.8
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.8
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.8
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.8
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.2
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Baa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1

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
 Наталия 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

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@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.