

# 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 2014 г, бумаги компании малопривлекательны

Вчера Ростелеком опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 2014 г, мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, выручка компании за прошлый год снизилась на 4.5% г/г (до 310.9 млрд. руб.), при этом OIBDA сократилась на 7% г/г (до 105.4 млрд. руб.), а рентабельность по OIBDA составила 33.9% (-0.9 пп г/г). К концу 2014 г долг Ростелекома снизился на 12.8% по сравнению с началом года (до 190 млрд. руб.), а ликвидные остатки на счетах выросли более чем в 2 раза за тот же период (до 16.9 млрд. руб.), что компенсировало падение OIBDA и привело к снижению долговой нагрузки до уровня в 1.6х чистый долг / OIBDA (против 1.9х на начало года).

Отметим, что снижение выручки компании за 2014 г было обусловлено, главным образом, деконсолидацией мобильных активов, переданных в СП с Теле2 (РТ-Мобайл). Выручка от продолжающейся деятельности Ростелекома за прошлый год выросла на 2.8% г/г (до 298.9 млрд. руб.), наиболее важными драйверами роста по-прежнему остаются доходы от услуг ШПД (+8% г/г), присоединения и пропуска трафика (+10.9% г/г), а также платного ТВ (+21.2% г/г) и передачи данных (+7.7% г/г). Кроме того, быстрый рост демонстрируют доходы по статье "прочая выручка" (+18.6% г/г), доля которых в структуре выручки компании в прошлом году достигла 15.7% (+3.1 пп г/г). В рамках этой статьи учитываются доходы от оказания услуг различным госорганам, включая устранение "цифрового неравенства", создание облачных сервисов, организацию видеонаблюдения (за ЕГЭ и выборами), а также дополнительные доходы от перехода на продажу абонентского оборудования, так как ранее оно предоставлялось в аренду. В то же время, снижение рентабельности по OIBDA было связано с консолидацией Связьинвеста и ряда дочерних компаний с более низким уровнем операционной эффективности в условиях деконсолидации мобильного бизнеса. Операционные расходы от продолжающейся деятельности в 2014 г росли опережающими темпами, увеличившись на 6.3% г/г. В целом, отметим, что динамика финансовых результатов Ростелекома по итогам 2014 г находится в рамках прогноза компании.

По итогам 2014 г свободный денежный поток Ростелекома вырос на 27.2% г/г и достиг 21.9 млрд. руб. Рост показателя стал следствием сокращения расходов на CAPEX, которые снизились на 15.8% г/г и составили 57.7 млрд. руб. (или 18.5% от выручки). В итоге компания смогла нарастить свободный денежный поток даже в условиях сокращения операционных поступлений, которые снизились на 7.2% г/г (до 79.5 млрд. руб.). Свободный денежный поток, наряду с возвратами займов от дочерних компаний (на 25.9 млрд. руб.), был использован для погашения долга, а также для выкупа собственных акций (на 14.4 млрд. руб.) и пополнения подушки ликвидности на балансе. Так, остатки денежных средств на балансе компании на конец 2014 г увеличились более чем в 2 раза по сравнению с началом года (до 16.9 млрд. руб.). Кроме того, в прошлом году Ростелеком получил еще около 7 млрд. руб. дивидендов от деконсолидируемых мобильных активов, которые сам, в свою очередь, выплатил в качестве дивидендов.

#### Ключевые финансовые показатели Ростелекома по итогам 2014 г

| млрд. руб.                   | 2014  | 2013  | %г      |
|------------------------------|-------|-------|---------|
| Выручка                      | 310.9 | 325.7 | -4.5%   |
| OIBDA                        | 105.4 | 113.3 | -7.0%   |
| Операционная прибыль         | 42.9  | 44.9  | -4.4%   |
| Чистая прибыль               | 37.8  | 24.1  | 56.7%   |
| Рентабельность по OIBDA      | 33.9% | 34.8% | -0.9 пп |
| Операционная рентабельность  | 13.8% | 13.8% | -       |
| Чистая рентабельность        | 12.2% | 7.4%  | 4.8 пп  |
| Операц. ден.поток до изм. ОК | 105.3 | 115.0 | -8.4%   |
| Чистый операцион. ден. поток | 79.5  | 85.7  | -7.2%   |
| CAPEX                        | 57.7  | 68.5  | -15.8%  |
| Свободный денежный поток     | 21.9  | 17.2  | 27.2%   |
| млрд. руб.                   | 2014  | 2013  | %г      |
| Активы                       | 548.6 | 561.0 | -2.2%   |
| в т.ч. денежные средства     | 16.9  | 8.0   | x2.1    |
| Долг                         | 190.0 | 217.8 | -12.8%  |
| доля краткосрочного долга    | 27.4% | 15.2% | 12.2 пп |
| Чистый долг                  | 173.1 | 209.8 | -17.5%  |
| Капитал                      | 245.2 | 199.8 | 22.8%   |
| CAPEX/Выручка                | 18.5% | 21.0% | -2.5 пп |
| CAPEX/OIBDA                  | 54.7% | 60.5% | -5.7 пп |
| Долг/OIBDA                   | 1.8x  | 1.9x  | -       |
| Чистый долг/OIBDA            | 1.6x  | 1.9x  | -       |
| OIBDA/Процентные платежи     | 8.5x  | 6.6x  | -       |
| Долг/Капитал                 | 0.8x  | 1.1x  | -       |

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Долг компании к концу прошлого года снизился на 12.8% к началу года – до 190 млрд. руб. Снижение долга, на фоне роста денежных остатков на балансе, смогло компенсировать негативное влияние сокращения OIBDA. Как следствие, долговая нагрузка Ростелекома в терминах чистый долг / OIBDA к концу 2014 понизилась до 1.6х, тогда как на начало года этот показатель еще составлял 1.9х.

Опубликованная за прошлый год отчетность, на наш взгляд, нейтральна для рейтингов компании, перспектива их изменения сейчас, в большей степени, лежит в политической плоскости. Напомним, что в начале года S&P и Moody's понизили суверенный рейтинг, что привело к потере страной инвестиционного рейтинга, а также к массовому пересмотру рейтингов корпоративных заемщиков в целях приведения их к новому “страновому потолку”. Компанию эти изменения почти не затронули, поскольку рейтинг от S&P и так был ниже инвестиционного уровня, лишь прогноз по нему был изменен на “негативный”. Fitch пока не пересматривал ни суверенный рейтинг, ни рейтинг Ростелекома – оба сохраняются на уровне BBB- с “негативным” прогнозом. Очевидно, что динамика рейтинга Ростелекома от этого агентства также будет находиться в прямой зависимости от суверенного рейтинга.

Облигационные выпуски Ростелекома традиционно характеризуются невысокой ликвидностью. Недавние крупные сделки в коротком Ростелеком 19 с полугодовой дюрацией проходили со спрэдом около 280 бп к кривой ОФЗ, тогда как сделки в более длинных двухлетних бумагах (Ростелеком 15 и 18) – со спрэдом 210-220 бп к ОФЗ. На этих уровнях выпуски выглядят малопривлекательно, на наш взгляд, так как торгуются с той же премией, которую предлагают сопоставимые по дюрации бумаги МТС (BB+/Ba1/BB+), выглядящие предпочтительней.

## Первичный рынок

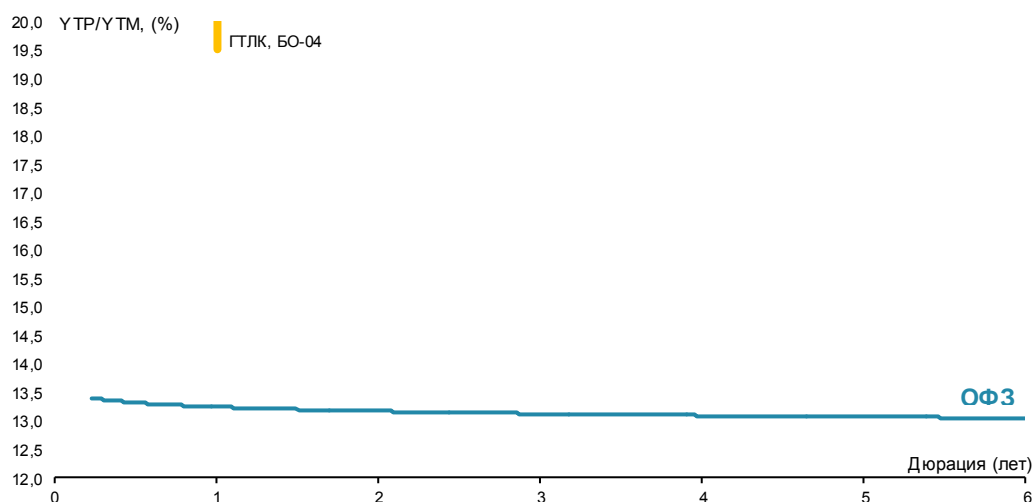
| Выпуск                    | Рейтинг, S&P/M/F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Размещаемый объем, млн. руб. | Ориентир УТР/УТМ, % годовых | Закрытие книги | Дата размещения | Амортизация/Дюрация | Оферта/Погашение |
|---------------------------|------------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------|-----------------|---------------------|------------------|
| ГТЛК, БО-04               | B+ / - / -       | да                                 | 5 000                        | 19.54-20.11                 | 17.03.2015     | 19.03.2015      | нет / 1 г           | 1 г / 10 лет     |
| Кредит Европа Банк, БО-07 | - / B1 / BB-     | да                                 | 3 000                        | н/д                         | 17.03.2015     | 19.03.2015      | н/д                 | н/д / 3 г        |

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 |
|-----------------------------------|-------------------|------------------------------------|------------------------------|-------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------------|
| Россельхозбанк, БО-17             | - / Ba1 / BB+     | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%              | 15.87-16.43                 | 16.15                          | 26.02.2015      | нет / 1 г           |
| Связьбанк, БО-03                  | BB / - / BB       | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%              | 16.10-16.64                 | 16.10                          | 26.02.2015      | нет / 1 г           |
| АФК Система, БО-01                | BB / B1 / BB-     | да                                 | 10 000                       | н/д / 100%              | 17.72-18.27                 | 17.72                          | 19.02.2015      | нет / 1.38 г        |
| Газпромбанк, БО-20                | BBB-/Ba1/BB+      | да                                 | 5 000                        | 2.7 / 100%              | 16.50-16.75                 | 15.90                          | 09.02.2015      | нет / 0.5 г         |
| Бинбанк, БО-07                    | B / - / -         | да                                 | 2 000                        | н/д / 100%              | н/д                         | 18.81                          | 26.01.2015      | нет / 1 г           |
| Бинбанк, БО-06                    | B / - / -         | да                                 | 2 000                        | н/д / 100%              | н/д                         | 18.81                          | 26.01.2015      | нет / 1 г           |
| Российский Капитал, БО-03         | - / - / B+        | да                                 | 3 000                        | н/д / 100%              | 18.81                       | 18.81                          | 22.01.2015      | нет / 1 г           |
| Банк ФК Открытие, БО-07           | BB- / Ba3 / -     | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%              | 17.72-18.27                 | 17.72                          | 22.01.2015      | нет / 0.5 г         |
| Бинбанк, БО-05                    | B / - / -         | да                                 | 2 000                        | н/д / 100%              | н/д                         | 14.49                          | 10.12.2014      | нет / 1 г           |
| Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)        | B / - / -         | да                                 | 3 000                        | н/д / 100%              | н/д                         | 12.12                          | 10.12.2014      | нет / 0.18 г        |
| Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)        | B / - / -         | да                                 | 3 000                        | н/д / 100%              | н/д                         | 12.56                          | 10.12.2014      | нет / 0.76 г        |
| ВТБ Лизинг Финанс, БО-08          | BBB- / - / -      | да                                 | 10 000                       | н/д / 100%              | н/д                         | 13.37                          | 04.12.2014      | да / 1 г            |
| Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.) | BB- / Ba3 / -     | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%              | 12.00                       | 12.00                          | 04.12.2014      | нет / 0.25 г        |
| Банк МИБ, 03                      | - / A3 / -        | да                                 | 4 000                        | 1.2 / 100%              | 12.63                       | 12.63                          | 02.12.2014      | нет / 1 г           |
| Альфа-Банк, БО-15                 | BB+ / Ba1 / BBB-  | да                                 | 5 000                        | н/д / 100%              | 13.16-13.69                 | 13.69                          | 02.12.2014      | нет / 1.41 г        |
| Банк Союз, БО-06                  | B / - / -         | да                                 | 1 000                        | н/д / 100%              | 13.16-13.69                 | 13.42                          | 28.11.2014      | нет / 1 г           |
| Банк Союз, БО-01                  | B / - / -         | да                                 | 2 000                        | н/д / 100%              | 13.16-13.69                 | 13.42                          | 28.11.2014      | нет / 1 г           |
| Внешэкономбанк, БО-02             | BBB- / Baa2 / BBB | да                                 | 10 000                       | 1.0 / 100%              | 12.55-12.82                 | 12.55                          | 27.11.2014      | нет / 1 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**  
**Зам.начальника Департамента**  
**Зам.начальника Департамента**

Кирилл Копелович  
Константин Поспелов  
Виталий Киселев

[kopelovich@zenit.ru](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto: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](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Акции  
Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

Макроэкономика  
Макроэкономика/кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Кредитный анализ  
Акции

Владимир Евстифеев  
Кирилл Сычев  
Наталья Толстошеина  
Евгений Чердаков  
Дмитрий Чепрагин  
Евгения Лобачева

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)

Рублевые облигации

Денис Ручкин  
Фарида Ахметова  
Марина Никишова  
Вера Панова  
Алексей Басов

[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto: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.