

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

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

МТС (BB+/Ba1/BB+): нейтральный финансовый отчет за 2014 г и оптимистичные планы на текущий год, бумаги малопривлекательны

Вчера МТС раскрыла финансовые и операционные результаты за 2014 г. Мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. Так, по итогам 2014 г компания увеличила выручку на 3.1% г/г (до 410.8 млрд. руб.), показатель OIBDA сохранился на уровне позапрошлого года, составив 175.5 млрд. руб. (+0.3% г/г). В результате, рентабельность по OIBDA немного снизилась (на 1.2 пп г/г) и составила 42.7%. На конец 4К14 долг МТС вырос на треть по сравнению с началом года и достиг 292.4 млрд. руб. Это привело к повышению долговой нагрузки до 1.3х в терминах чистый долг / OIBDA к концу прошлого года, тогда как на его начало показатель составлял 1х. Отметим, что динамика финансовых результатов компании казалась достаточно близка к собственному прогнозу компании: предполагалось, что рост выручки за 2014 г составит более 2% г/г, тогда как рост OIBDA ожидался в пределах 1% г/г.

На динамику консолидированных финансовых результатов компании за 2014 г повлияли, прежде всего, результаты деятельности на 2-х крупнейших рынках присутствия МТС – в России и на Украине. И если российский рынок по-прежнему выступает локомотивом роста (выручка за прошлый год выросла на 5.6% г/г, а рост OIBDA составил 4.5% г/г), то ситуация на Украине ожидаемо выглядит куда менее благоприятной. Так, выручка украинского подразделения в 2014 г выросла на 1.1% г/г (в гривнах), тогда как OIBDA снизилась на 9.5% г/г. Такая динамика обусловлена, с одной стороны, острым экономическим кризисом, который привел к сокращению расходов населения, в том числе и на такую базовую услугу как мобильная связь. Так, показатель ARPU украинских абонентов в прошлом году почти не изменился г/г, несмотря на высокую инфляцию, тогда как MOU снизился на 8.9% г/г. Кроме того, в прошлом году у МТС наблюдался рекордный отток абонентов: коэффициент оттока составил 34.2% (против 27.2% в 2013 г), что обусловлено его увеличением в 4К14 (до 17.6%). Это связано, отчасти, с политическими факторами, но, в большей степени, с уходом МТС из Крыма, чтобы не подвергать угрозе остальной бизнес в стране. Напомним, что на Крым приходилась около 10% украинского бизнеса МТС, а доля компании на местном рынке превышала 70%. Наконец, сказались и боевые действия на востоке Украины, где у МТС также была высокая рыночная доля. Как результат, общее число абонентов в стране по итогам 2014 г снизилось на 11% по сравнению с уровнем конца 3К14. Тем не менее, МТС представила оптимистичный прогноз на 2015 г: рост консолидированной выручки ожидается на 2% г/г, тогда как рентабельность по OIBDA составит "более 40%" (в 2014 г составила 42.7%). Ранее отчитавшийся Мегафон, напомним, ожидает сохранения выручки на уровне 2014 г, тогда как рентабельность по OIBDA, как и у МТС, должна превысить 40%. Главным драйвером роста останется российский рынок, где ожидается рост выручки более чем на 3% г/г.

По итогам 2014 г чистый операционный денежный поток МТС сохранился на уровне прошлого года, составив 159.5 млрд. руб. (-0.3% г/г), тогда как объем CAPEX за тот же период вырос на 13.5% г/г и достиг 92.6 млрд. руб. или 22.5% от выручки, что соответствует запланированной величине. Рост расходов на капитальные затраты привел к сокращению свободного денежного потока, который в прошлом году снизился на 14.6% г/г (до 66.9 млрд. руб.). Свободные средства были направлены, в том числе, на финансирование ряда приобретений, включая покупку 10.82% в интернет-ритейлере "Озон", но, главным образом – на финансирование выплат дивидендов, составивших почти 50 млрд. руб. Долг МТС на конец 4К14 вырос на 33.4% к началу года и достиг 292.4 млрд. руб., при этом доля коротких обязательств сохранилась на невысоком уровне, составив 14.6% (+3.2 пп к началу года). Увеличение долга стало результатом привлечения новых обязательств (чистое привлечение за 2014 г составило около 16.6 млрд. руб.), а также переоценки валютной части долга, на которую к концу прошлого года пришлась четверть долгового портфеля. Не весь объем

Ключевые финансовые показатели МТС по US GAAP за 2014 г

млрд. руб.	2014	2013	%г
Выручка	410.8	398.4	3.1%
OIBDA	175.5	175.0	0.3%
Операционная прибыль	100.8	101.8	-1.0%
Чистая прибыль	52.4	80.8	-35.1%
Рентабельность по OIBDA	42.7%	43.9%	-1.2 пп
Операционная рентабельность	24.5%	25.5%	-1.0 пп
Чистая рентабельность	12.8%	20.3%	-7.5 пп
Операцион. ден. поток до изм. в ОI	155.6	165.4	-6.0%
Чистый операц. ден. поток	159.5	159.9	-0.3%
CAPEX (включая НМА)	92.6	81.6	13.5%
Свободный денежный поток	66.9	78.3	-14.6%
млрд. руб.	2014	2013	%г
Активы	608.9	485.5	25.4%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	71.3	45.2	57.5%
Долг*	292.4	219.1	33.4%
доля краткосрочного долга	14.6%	11.4%	3.2 пп
Чистый долг*	221.1	173.9	27.2%
Капитал	175.9	156.1	12.7%
CAPEX/Выручка	22.5%	20.5%	-
CAPEX/OIBDA	52.8%	46.6%	-
Долг/OIBDA	1.7х	1.3х	-
Чистый долг/OIBDA	1.3х	1.0х	-
Долг/Капитал	1.7х	1.4х	-

* включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по US GAAP, расчеты Банка ЗЕНИТ

привлеченных средств был израсходован, часть осела на счетах компании, в результате чего денежные остатки выросли на 57.5% г/г и к концу года достигли 71.3 млрд. руб. Впрочем, это лишь несколько затормозило рост долговой нагрузки. К концу прошлого года отношение чистого долга МТС к OIBDA составило 1.3х (на начало года показатель составлял 1.0х), что все еще ниже ориентира компании по верхнему пределу долговой нагрузки (1.5х).

Что касается кредитных рейтингов компании, то они были понижены вслед за недавним понижением суверенных рейтингов, в результате чего был установлен новый "страновой потолок". МТС потеряла инвестиционные рейтинги от Moody's и S&P, текущие рейтинги соответствуют суверенным, соответственно Ba1/Negative и BB+/Negative. На наш взгляд, сохраняются достаточно высокие риски дальнейшего снижения рейтингов, которые обусловлены, в первую очередь, не изменениями в кредитном профиле компании, а политическими рисками, представляющими угрозу для бизнеса компании на Украине, дающего 10% консолидированной выручки.

Рублевые бумаги МТС торгуются сейчас со спрэдом около 200 бп к ОФЗ, тогда как биды по бумагам транслируются в спрэд в диапазоне 250-300 бп к ОФЗ, что выглядит адекватным в рамках сектора. В то же время, евробонды МТС, в терминах спреда к UST, с начала года показали динамику несколько хуже по сравнению с рынком в целом, сузив спрэд к американским госбумагам лишь на 30-70 бп. Сейчас спрэд MOBTEL'20 составляет около 630 бп к UST, а MOBTEL'23 – 570-580 бп. На наш взгляд, евробонды МТС выглядят не очень привлекательно, поскольку бумаги Новатэка (BB+/Ba1/BBB-) с сопоставимой дюрацией торгуются сейчас со спрэдом на 100-120 бп шире.

Группа ЛСР (-B2/B): долговая нагрузка строительной компании к концу года стала минимальной, облигации компании являются не достаточно интересными

Вчера Группа ЛСР опубликовала финансовые результаты за 2014 год, которые мы оцениваем как сильные. В прошлом году выручка Группы ЛСР выросла на 53.4% г/г до 92.3 млрд руб., EBITDA – на 84% г/г до 21.6 млрд руб. Кроме того, Группа ЛСР аккумулировала значительный свободный денежный поток, а также продала цементный завод, что позволило резко снизить долговую нагрузку: по состоянию на 31 декабря 2014 г. чистый долг Группы ЛСР составил 2.1 млрд руб., отношение net debt/EBITDA – 0.1х.

В прошлом году основным драйвером роста консолидированной выручки Группы ЛСР стало увеличение выручки сегмента «девелопмент недвижимости» в 2.1 раза до 60.5 млрд руб. В 2014 году в составе выручки данного сегмента были отражены 790 тыс. кв. м реализованных площадей, что на 54% превышает уровень 2013 года. Остальные сегменты бизнеса Группы ЛСР продемонстрировали более слабую динамику: выручка от реализации строительных материалов увеличилась на 1.7% г/г до 21.1 млрд руб., от строительных работ (без учета внутригрупповых продаж) – уменьшилась на 25.2% г/г до 4.4 млрд руб. Рост консолидированного показателя EBITDA Группы ЛСР (+84% до 21.6 млрд руб.) также был обеспечен сильными результатами сегмента «девелопмент недвижимости», EBITDA которого выросла почти в 2 раза до 12.8 млрд руб.

В 2014 году свободный денежный поток Группы ЛСР вырос на 96.2% г/г до 20.9 млрд руб., что стало следствием увеличения операционного денежного потока до изменений в оборотном капитале, с одной стороны, и уменьшения расходов на CAPEX, с другой. Свободные средства Группа ЛСР направила на выплату дивидендов в размере 4.1 млрд руб. и пополнение подушки ликвидности: остаток денежных средств на счетах Группы ЛСР увеличился с 5.9 млрд руб. на 01 января 2014 г. до 25.3 млрд руб. на 31 декабря 2014 г. Кроме того, в 2014 году Группа ЛСР практически полностью избавилась от номинированного в иностранной валюте долга и сократила кредитный портфель на 19.7% до 27.4 млрд руб. в результате продажи цементного завода в Ленинградской области Группе Евроцемент. В связи с формированием задолженности по оплате актива на 31 декабря 2014 г. Группа ЛСР отразила в балансе краткосрочную дебиторскую задолженность в размере 5 млрд руб. В целом, уменьшение долга и пополнение запаса ликвидности позволили сократить чистый долг Группы ЛСР с 28.2 млрд руб. на 01 января 2014 г. до 2.1 млрд руб. на 31 декабря 2014 г. и уменьшить долговую нагрузку до минимального уровня 0.1х в терминах net debt/EBITDA против 2.4х на 31 декабря 2014 г.

Среди рублевых выпусков группы ЛСР наиболее ликвидными являются облигации ЛСР БО-04 с дюрацией 0.5 года. Последние крупные сделки в бумагах проходили по цене 92% от номинала, что соответствует доходности 19.7% годовых. В настоящее время биды в выпуске составляют 95.3% от номинала, доходность по ним – 15.7%, что, по нашему мнению, является не слишком привлекательным уровнем. В строительном секторе, на наш взгляд, достаточно интересно выглядят более длинные бумаги ЛенСпецСМУ (B+/-) серии 02, доходность которых по последним бидам составляет 21.5% при дюрации около 1.5 лет.

Толстошеина Наталия Кирилл Сычев
n.tolstosheina@zenit.ru k.sychev@zenit.ru

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР по МСФО за 2014 год

млн руб.	2014	2013	%%
Выручка	92 347	60 201	53.4%
EBITDA	21 588	11 731	84.0%
Операционная прибыль	17 492	8 490	x2.1
Чистая прибыль	9 202	3 293	x2.8
Рентабельность по EBITDA	23.4%	19.5%	+3.9 пп.
Операционная рентабельность	18.9%	14.1%	+4.8 пп.
Чистая рентабельность	10.0%	5.5%	+4.5 пп.
Операц. ден.поток до изм. ОК	18 678	11 745	59.0%
Чистый операцион. ден. поток	22 250	14 213	56.5%
CAPEX	1 351	3 559	-62.0%
Свободный денежный поток	20 899	10 654	96.2%
млн руб.	2014	2013	%%
Активы	199 002	151 562	31.3%
в т.ч. денежные средства	25 278	5 900	x4.3
Долг	27 367	34 062	-19.7%
доля краткосрочного долга	31.6%	23.3%	+8.3 пп.
Чистый долг	2 089	28 163	-92.6%
Капитал	65 828	60 259	9.2%
CAPEX/EBITDA	0.1х	0.3х	-
Долг/EBITDA	1.3х	2.9х	-
Ч. Долг/EBITDA	0.1х	2.4х	-
EBITDA/Процентные платежи	5.2х	2.7х	-
Долг/Капитал	0.4х	0.6х	-

Источник: Данные Компании,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

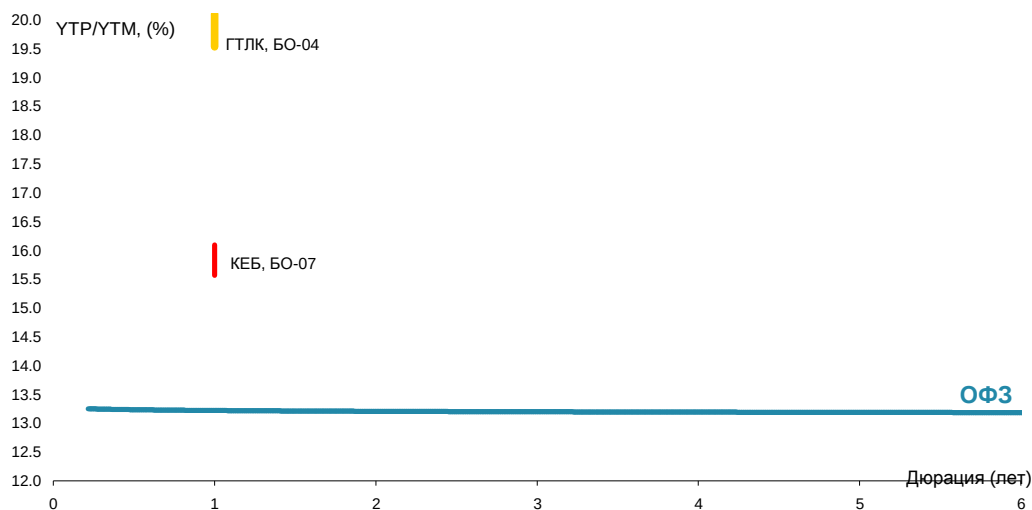
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погаше
ГТЛК, БО-04	B+ / - / -	да	5 000	19.54-20.11	17.03.2015	19.03.2015	нет / 1 г	1 г / 10
Кредит Европа Банк, БО-07	- / B1 / BB-	да	3 000	15.57-16.10	17.03.2015	19.03.2015	нет / 1 г	1 г / 3

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 / 1.5
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Ba1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.5
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 / 0.5
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 / 0.5
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.5
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 / 0.5
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 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.5
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 / BB	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.