

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

МТС (BB+/Ba1/BB+): нейтральная финансовая отчетность за 1П15, евробонды компании торгуются на справедливых уровнях

Вчера МТС раскрыла финансовые и операционные результаты по итогам 1П15. Мы оцениваем раскрытые показатели нейтрально: по итогам прошлого квартала компания смогла увеличить выручку г/г, вместе с тем, МТС также отразила в отчете падение операционной рентабельности г/г, равно как и некритичный рост долговой нагрузки в сравнении с началом года.

Так, выручка МТС за 1П15 выросла на 3.3% г/г (до 202.9 млрд. руб.), при этом показатель OIBDA, наоборот, снизился на 2.1% г/г (до 84 млрд. руб.). В результате, рентабельность по OIBDA несколько снизилась к уровню прошлого года (на 2.3 пп г/г) и составила 41.4%. Долговая нагрузка МТС в терминах чистый долг / OIBDA LTM к концу 2К15 подросла до 1.3х (против 1.2х на начало года) из-за увеличения долга, однако уровень долговой нагрузки компании остается достаточно умеренным. На динамику финансовых результатов компании оказали влияние хорошие результаты российского бизнеса, где рост выручки составил 4% г/г, в основном, благодаря по-прежнему высоким темпам роста доходов от услуг передачи данных (на 24.7% г/г в 1П15). Кроме того, снижение результатов украинского сегмента бизнеса оказалось не таким уж драматичным из-за более быстрого обесценения гривны в сравнении с рублем (в гривнах выручка выросла на 1.3% г/г). Что касается OIBDA, на динамику этого показателя повлияли, в том числе, снижение доходности роуминговых услуг из-за девальвации рубля, затраты, обусловленные перезапуском бизнеса МТС в Узбекистане, и снижение вклада в консолидированную OIBDA украинского бизнеса вследствие девальвации гривны. Кроме того, давление на рентабельность оказало также и решение МТС продавать абонентское оборудование по себестоимости в собственной рознице, что должно, в дальнейшем, стимулировать потребление, в первую очередь, услуг передачи данных и привести к росту ARPU.

По итогам 1П15 чистый операционный денежный поток МТС снизился на 7.5% г/г (до 72 млрд. руб.), тогда как расходы на CAPEX (без лицензий) за тот же период вырос почти в 2 раза г/г, достигнув 53.6 млрд. руб. Вследствие этого, свободный денежный поток МТС в 1П15 составил лишь 18.4 млрд. руб., что на 62.7% меньше уровня прошлого года. Как отмечает МТС, такой заметный рост капзатрат в прошлом квартале (до 32.4% от выручки или 78.6% от OIBDA) стал результатом, во-первых, результатом увеличения вложений, направленных на строительство сетей, а также расчётов с иностранными поставщиками по контрактам, заключенным в 4К14. Кроме того, МТС в 1П15 приобрела 3G-лицензии в Украине, полученных по итогам конкурса в феврале этого года и потратилась на рефарминг частот для запуска в Украине 3G-сетей. Отметим, что 1П15 стало для компании достаточно интенсивным с точки зрения CAPEX (составили 26.4% от выручки), инвестиционный бюджет осваивался с опережением графика, поскольку часть расходов второго полугодия перенесли на 1П15. Напомним, что прогноз по общему объему инвестиций МТС на весь 2015 г составляет 92 млрд. руб. (без учета расходов на лицензии).

Долг МТС на конец 2К15 вырос на 9.1% к началу года и достиг 319 млрд. руб., при этом доля коротких обязательств сохранилась на невысоком уровне, составив 15.3% (+0.7 пп к 4К14). Увеличение задолженности, в основном, стало результатом привлечения нового долга: чистое привлечение за 1П15 составило около 34.1 млрд. руб. Заметная часть нового долга была направлена на пополнение ликвидности на балансе компании. Результирующий рост долговой нагрузки оказался достаточно скромным: отношение чистого долга к OIBDA LTM на конец 2К15 подросло до 1.3х,

Ключевые финансовые показатели МТС по МСФО за 1П15

млрд. руб.	1П15	1П14	%
Выручка	202.9	196.4	3.3%
OIBDA	84.0	85.8	-2.1%
Операционная прибыль	22.5	25.3	-11.1%
Чистая прибыль	16.7	22.0	-24.1%
Рентабельность по OIBDA	41.4%	43.7%	-2.3 пп
Операционная рентабельность	11.1%	12.9%	-1.8 пп
Чистая рентабельность	8.2%	11.2%	-3.0 пп

Операцион. ден. поток до изм. в ОК	86.3	90.7	-4.9%
Чистый операц. ден. поток	72.0	77.8	-7.5%
CAPEX (включая НМА, без лицензий)	53.6	28.5	88.1%
Свободный денежный поток	18.4	49.3	-62.7%

млрд. руб.	1П15	2014	%
Активы	635.3	599.3	6.0%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	90.4	71.4	26.7%
Долг	319.0	292.4	9.1%
доля краткосрочного долга	15.3%	14.6%	0.7 пп
Чистый долг	228.6	221.0	3.4%
Капитал	156.9	178.6	-12.2%
CAPEX/Выручка	26.4%	22.4%	-
CAPEX/OIBDA	63.8%	51.3%	-
Долг/OIBDA LTM	1.8х	1.6х	-
Чистый долг/OIBDA	1.3х	1.2х	-
Долг/Капитал	2.0х	1.6х	-

*включает обязательства по финансовому лизингу

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

тогда как на начало года показатель составлял 1.2х. Впрочем, достигнутый уровень все еще является весьма умеренным и укладывается в предельный ориентир МТС (1.5х).

Что касается кредитных рейтингов компании, то отчет за 1К15 является, на наш взгляд, умеренно-позитивным в этом контексте, прежде всего, из-за достаточно хороших (относительно ожиданий) показателей украинского бизнеса и ослабления общего градуса напряженности в стране. Кроме того, МТС прошла пик инвестиций в 1П15 и в дальнейшем сможет генерировать более сильный свободный денежный поток, что, вместе с запасом ликвидности на балансе, будет достаточно для того, чтобы покрывать потребности, в том числе и на выплату дивидендов. В этой связи, рейтинги МТС ограничены, скорее, "страновым потолком", учитывая, что основной объем доходов компания зарабатывает в России.

Рублевые бумаги МТС являются не очень ликвидными и торгуются с премией не более 100 бп к кривой ОФЗ, что не добавляет им привлекательности, на наш взгляд Евробонды МТС в терминах спреда к кривой американских госбумаг за последние 3 месяца показали динамику немного хуже рынка в среднем. Выпуски MOBTEL'20 и MOBTEL'23 сузили спред к UST на 80-85 бп и торгуется сейчас с премией 530 и 490 бп соответственно. На текущих уровнях евробонды МТС торгуются с дисконтом 60-100 бп к бумагам Вымпелкома (BB/Va3/-) и на уровне бумаг Новатэка (BB+/Va1/BBV-) сопоставимой дюрации, что, на наш взгляд, выглядит справедливо.

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
ГК ПИК, БО-04	B / - / -	да	5 000	н/д	19.08.2015	21.08.2015	н/д	н/д / 10 лет
ГК ПИК, БО-05	B / - / -	да	5 000	н/д	19.08.2015	21.08.2015	н/д	н/д / 10 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
Локо-Банк, БО-05 (допвыпуск)	- / B2 / B+	да	1 000	1.0 / 100%	14.33-14.46	14.33	14.08.2015	нет / 0.9 г
Внешпромбанк, БО-06 N2 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	1.0 / 100%	н/д	11.10	14.08.2015	нет / 0.6 г
Лента, БО-03	B+ / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.57-13.10	12.79	06.08.2015	нет / 2.22 г
Открытие Холдинг, БО-05	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	12.89	06.08.2015	нет / 1 г
Разгуляй-Маркет, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	11.62	06.08.2015	нет / 1 г
Камаз, БО-12	- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.56	06.08.2015	нет / 7.57 г
ГТЛК, БО-01 (допвыпуск)	B+ / - / -	да	6 250	н/д / 100%	15.61-16.41	16.04	04.08.2015	да / 1.58 г
ВЭБ-Лизинг, 001-Р01	BB+ / - / BBB-	да	200 млн. USD	1.5 / 100%	5.32-5.83	5.58	30.07.2015	нет / 1.45 г
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	н/д	14.45	28.07.2015	нет / 0.9 г
Регион-Инвест, БО-01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	14.22	28.07.2015	нет / 0.5 г
Банк ДельтаКредит, БО-25	- / Ba2 / BBB-	да	6 000	1.5 / 100%	12.36-12.63	12.47	28.07.2015	нет / 2.6 г
ВЭБ-Лизинг, 01 (вторичное)	BB+ / - / BBB-	да	4 670	н/д / 100%	12.72-12.88	12.81	23.07.2015	нет / 1.37 г
НДК, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	15.56	23.07.2015	нет / 1.39 г
Магнит, БО-10	BB+ / - / -	да	10 000	1.1 / 100%	11.94-12.20	11.94	22.07.2015	нет / 1 г
Ленэнерго, БО-05	- / Ba2 / -	да	4 000	н/д / 100%	13.42	13.42	22.07.2015	нет / 1.41 г
Внешэкономбанк, БО-01 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	281	н/д / 100%	не более 12.33	12.25	21.07.2015	нет / 1 г
Полюс Золото, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42 г
Полюс Золото, БО-02	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42 г
Полюс Золото, БО-03	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.42 г
Банк Пересвет, БО-03	B+ / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	16.07.2015	нет / 1 г
Транснефть, БО-04	BB+ / Ba1 / -	да	10 000	0.6 / 59%	н/д	11.83	16.07.2015	нет / 1.42 г
Внешэкономбанк, БО-03	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	0.5 / 50%	н/д	12.33	14.07.2015	нет / 1.39 г
Регион Капитал, БО-04	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1.4 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		bondsales@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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
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.