

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Толстошеина Наталия
n.tolstosheina@zenit.ru

АФК «Система» (ВВ/В1/ВВ-): нейтральные финансовые результаты за 3К15

АФК Система опубликовала финансовые результаты за 3К15 и за 9М15, которые мы оцениваем в целом как нейтральные. С одной стороны, в 3К15 выручка АФК Система выросла на 14.3% г/г до 184.2 млрд руб., OIBDA – на 7.1% г/г до 52.6 млрд руб. В то же время, 3К15 АФК Система завершила с отрицательным свободным денежным потоком, при этом долговая нагрузка на конец 3К15 в терминах net debt/EBITDA LTM увеличилась до 2.2x против 2.0x на начало квартала.

Рост выручки АФК Система в 3К15 кв/кв стал следствием консолидации компании Segezha Group в 4К14, увеличения выручки МТС на 7.4% кв/кв до 115 млрд руб. (на фоне увеличения доходов от продаж телефонов и аксессуаров и от услуг передачи данных), Группы «Детский мир» (на 30.3% кв/кв до 15.2 млрд руб.) и ОАО «РТИ» (на 13.2% кв/кв до 17.8 млрд руб.). Консолидация Segezha Group и увеличение OIBDA ОАО «РТИ» способствовали увеличению OIBDA АФК Система. В то же время, умеренно негативное давление на OIBDA компании оказало снижение OIBDA МТС в 3К15 на 1.9% кв/кв до 48 млрд руб. В результате более низких темпов роста OIBDA по сравнению с выручкой OIBDA margin АФК Система в 3К15 уменьшилась на 1.9 пп до 28.5%. В целом по итогам 9М15 выручка АФК Система увеличилась на 14.1% г/г до 515.9 млрд руб., OIBDA – на 4.1% г/г до 141.1 млрд руб.

В 3К15 чистый операционный денежный поток (22.7 млрд руб.) был недостаточным для финансирования расходов компании на CAPEX (с учетом НМА) в размере 27.9 млрд руб., что потребовало небольшого расширения кредитного плеча. Кроме того, около 40% долга АФК Система номинировано в иностранной валюте, что привело к переоценке долга на конец 3К15 по сравнению с началом квартала в связи с девальвацией рубля. В результате, на конец 3К15 совокупный долг АФК Система вырос на 11.6% до 536.7 млрд руб., чистый долг – на 14.8% до 429.7 млрд руб., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA – до 2.2x против 2.0x на начало квартала. В то же время, АФК Система сохранила существенный запас ликвидности в виде денежных средств на сумму 107.1 млрд руб., достаточный для одновременного погашения около 87% краткосрочного долга.

Риски рефинансирования долга на уровне Корпоративного центра по состоянию на 30.09.2015 мы оцениваем как невысокие. В частности, срочная структура долга является комфортной: на конец 3К15 совокупный долг Корпоративного центра составил 88 млрд руб., из которых 7 млрд руб. предстоит погасить или пролонгировать в 4К15, 22 млрд руб. – в 2016 году, 14 млрд руб. – в 2017 году, 14 млрд руб. – в 2018 году, 31 млрд руб. – в 2019 году и позднее. Денежная позиция Корпоративного Центра составляет 47.9 млрд руб. на конец 3К15 и позволяет при необходимости выплатить весь долг с погашением до конца 2017 года.

В настоящее время рейтинг АФК Система от Moody's на одну ступень ниже рейтинга от Fitch и на две ступени – от S&P. В апреле 2015 г. Moody's подтвердило корпоративный рейтинг АФК Система на уровне В1 и пересмотрело прогноз по рейтингам с негативного на позитивный, что обусловлено снижением рисков претензий к компании в связи с принадлежавшим ей ранее пакетом акций Башнефти. Поскольку агентство полагает, что кредитное качество компании без учета рисков по делу Башнефти соответствует рейтинговой категории «Ва», а ситуация вокруг Башнефти является урегулированной, мы не исключаем повышения рейтингов АФК Система от Moody's.

На наш взгляд, опубликованная отчетность пройдет бесследно для котировок бумаг АФК Система. Тем более, что спрэды, как по рублевым выпускам, так и по еврооблигациям близки к справедливым.

Ключевые финансовые показатели АФК Система по итогам 9М15

млрд руб.	9М15	9М14	%
Выручка	515,9	452,2	14,1%
OIBDA	141,1	135,6	4,1%
Операционная прибыль	67,8	77,8	-12,8%
Чистая прибыль	62,7	72,6	-13,5%
Рентабельность по OIBDA	27,4%	30,0%	-2,6 пп
Операционная рентабельность	13,1%	17,2%	-4,1 пп
Чистая рентабельность	12,2%	16,0%	-3,9 пп
Операц. ден. поток до измен. в С	155,7	150,0	3,8%
Чистый операцион. денеж. поток	103,4	172,1	-39,9%
CAPEX/НМА	102,1	67,3	51,7%
Свободный денежный поток	1,3	104,8	-98,8%

млрд руб.	9М15	2014	%
Активы	1 245,8	1 136,9	9,6%
в т.ч. денежные средства	107,1	120,0	-10,7%
Долг	536,7	462,4	16,1%
доля краткосрочного долга	22,9%	27,2%	-4,3 пп
Чистый долг	429,7	342,5	25,5%
Капитал	262,2	235,0	11,6%
CAPEX/OIBDA	0,7x	0,6x	-
Долг/OIBDA LTM	2,8x	2,4x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	2,2x	1,8x	-
OIBDA/Процентные платежи	4,8x	8,6x	-
Долг/Капитал	2,0x	2,0x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

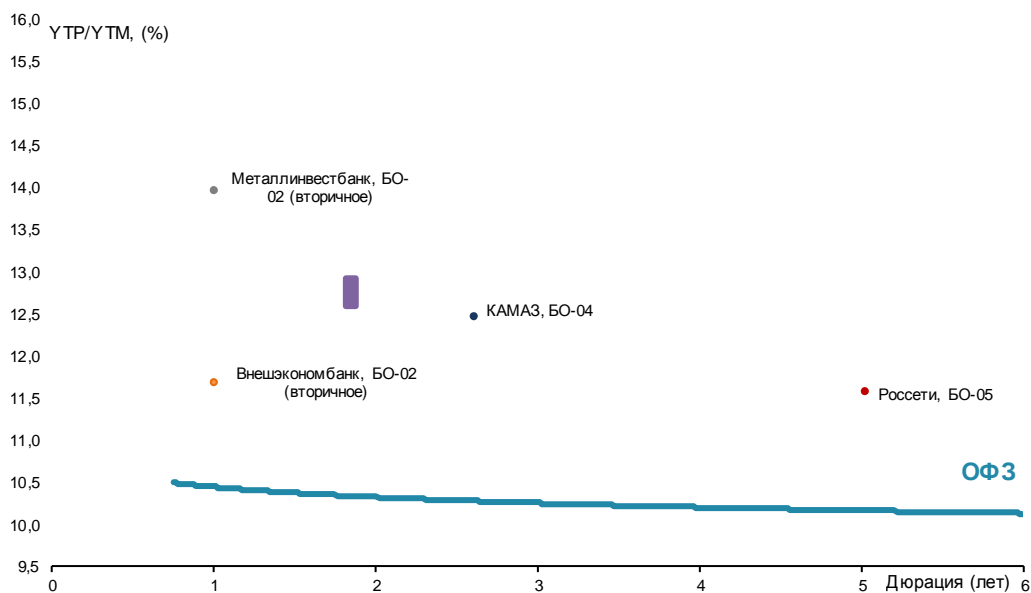
Первичный рынок

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/Погааше
Россети, БО-05	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	11.57	20.11.2015	27.11.2015	нет / 5.02 г	7 лет / 10
ДелоПортс, 01	- / - / BB-	да	3 000	14.28	25.11.2015	27.11.2015	нет / 2.55 г	3 г / 10
КАМАЗ, БО-04	- / Ba3 / -	да	3 000	12.47	25.11.2015	30.11.2015	нет / 2.6 г	3 г / 5 г
Внешэкономбанк, БО-02 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	до 9 000	11.68	30.11.2015	30.11.2015	нет / 1 г	1 г / 2
Металлинвестбанк, БО-02 (вторичное)	- / B2 / -	да	до 1 500	13.96	27.11.2015	30.11.2015	нет / 1 г	1 г / 4.1

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность	Размещенный	Bid cover/	Ориентир	Фактическая	Дата	Амортиз
Кубаньэнерго, 001P-02	NR	нет	3 400	н/д / 100%	н/д	13.03	24.11.2015	нет / 3.1
МРСК Урала, БО-02	BB- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	11.92	24.11.2015	нет / 3.1
МРСК Центра БО-04	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.92	24.11.2015	нет / 3.1
МРСК Центра БО-03	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	12.15	24.11.2015	нет / 3.1
Русфинанс Банк, БО-04	BB+ / Ba2 / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	12.10-12.25	12.15	24.11.2015	нет / 1
Росэксимбанк, 01	- / Ba2 / -	да	5 000	1.6 / 100%	12.36-12.63	12.47	24.11.2015	нет / 1
ОГК-2, 001P-01R	- / - / BB	да	5 000	2.8 / 100%	12.36-12.63	11.83	24.11.2015	нет / 2.1
ОГК-2, 001P-02R	- / - / BB	да	5 000	2.8 / 100%	12.36-12.63	11.83	24.11.2015	нет / 2.1
Акрон, БО-02	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.63	11.94	24.11.2015	1.5 г / 1
Акрон, БО-03	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.10-12.63	11.94	24.11.2015	1.5 г / 1
МИБ, 04	- / Baa1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.36	12.26	19.11.2015	нет / 1.1
Республика Коми, 35012 (доразмещение)	- / B1 / BB	да	5 000	2.6 / 100%	12.73-12.93	12.29	17.11.2015	да / 2.7
ФинИнвест, 01	NR	нет	500	н/д / 100%	н/д	15.56	13.11.2015	нет / 1
АКБ Пересвет, БО-П03	B+ / - / B+	да	1 000	1.1 / 100%	13.96-14.22	13.69	13.11.2015	нет / 1.1
АФК Система, 001P-02	BB / B1 / BB-	да	1 700	н/д / 100%	н/д	11.20	13.11.2015	нет / 3.1



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	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		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@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	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@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.