

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Толстошеина Наталия
 n.tolstosheina@zenit.ru

 Чепрагин Дмитрий
 d.chepragin@zenit.ru

АФК «Система» (ВВ/Вa3/ВВ-): нейтральные финансовые результаты за 2015 год

АФК Система опубликовала финансовые результаты за 2015 г., которые мы оцениваем как нейтральные. По итогам 2015 г. выручка компании выросла на 9.7% г/г до 708.6 млрд руб., OIBDA – на 6.7% г/г до 176.4 млрд руб. Долговая нагрузка АФК Система на конец 2015 г. не изменилась по сравнению с уровнем на 01.01.2015, составив 2.0x в терминах net debt/EBITDA.

Основными драйверами роста выручки АФК Система в 2015 г. г/г стали консолидация компании Segezha Group в 4K14, увеличение выручки МТС на 5% г/г до 431.2 млрд руб. и Группы «Детский мир» на 33.2% г/г до 60.5 млрд руб. Рост OIBDA АФК Система на 6.7% г/г до 176.4 млрд руб. был обеспечен в основном консолидацией Segezha Group, увеличением OIBDA «Детский мир» и ОАО «РТИ». В то же время, снижение OIBDA МТС в 2015 г. на 2% г/г до 175.5 млрд руб. оказало негативное влияние на динамику OIBDA АФК Система по итогам 2015 г. В 2015 г. OIBDA margin компании немного снизилась по сравнению с 2014 г., составив 24.9% г/г (-0.7 пп г/г).

В 2015 г. расходы компании на CAPEX сократились на 11.4% г/г до 139.2 млрд руб. Прошлый год компания завершила с положительным свободным денежным потоком в размере 16.8 млрд руб., которого, тем не менее, было недостаточно для выплаты дивидендов на 27.2 млрд руб. По состоянию на 31.12.2015 совокупный долг АФК Система вырос к началу 2015 г. на 20.4% до 556.8 млрд руб., чистый долг – на 7.9% до 357.9 млрд руб. Долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA на 31.12.2015 не изменилась по сравнению с ее уровнем на 01.01.2015, составив 2.0x. Сумма денежных средств на счетах АФК Система и краткосрочных депозитов на конец 2015 г. составила 198.9 млрд руб. и превысила размер краткосрочного долга компании (142.7 млрд руб.).

Риски рефинансирования долга на уровне Корпоративного центра мы оцениваем как незначительные. В частности, срочная структура долга Корпоративного центра в размере 116.8 млрд руб. является достаточно комфортной и предусматривает погашение или пролонгацию 26 млрд руб. в 2016 г., 14.4 млрд руб. в 2017 г., 29.4 млрд руб. в 2018 г., 36.2 млрд руб. в 2019 г., 10.8 млрд руб. в 2020 г. и позднее. На 31.12.2015 денежная позиция Корпоративного центра составила 50.6 млрд руб., что достаточно для единовременной выплаты долга с погашением до конца 2017 г.

По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты АФК Система являются нейтральными для рейтингов компании от международных рейтинговых агентств.

За последнее время AFKSRU'19 заметно сократил спред к MOBTEL'20 до 50 бп., который нам видится минимально необходимой премией к бумагам МТС. На рублевом рынке выпуски АФК Система не представляют особых инвестиционных идей ввиду ограниченной ликвидности большинства выпусков.

Ключевые финансовые показатели АФК Система по итогам 2015 г.

млрд руб.	2015	2014	%
Выручка	708.6	646.3	9.7%
OIBDA	176.4	165.3	6.7%
Операционная прибыль	69.0	60.3	14.5%
Чистая прибыль	51.2	-128.3	-139.9%
Рентабельность по OIBDA	24.9%	25.6%	-0.7 пп
Операционная рентабельность	9.7%	9.3%	0.4 пп
Чистая рентабельность	7.2%	отр.	
Операц. ден. поток до измен. в С	201.5	282.1	-28.6%
Чистый операцион. денеж. поток	156.1	264.5	-41.0%
CAPEX+HMA	139.2	157.2	-11.4%
Свободный денежный поток	16.8	107.3	-84.3%

млрд руб.	2015	2014	%
Активы	1 298.4	1 136.9	14.2%
в т.ч. ден. средства и депозиты	198.9	130.6	52.3%
Долг	556.8	462.4	20.4%
доля краткосрочного долга	25.6%	27.2%	-1.6 пп
Чистый долг	357.9	331.8	7.9%
Капитал	250.4	233.7	7.1%
CAPEX/OIBDA	0,8x	1,0x	-
Долг/OIBDA LTM	3,2x	2,8x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	2,0x	2,0x	-
OIBDA/Процентные платежи	3,7x	3,6x	-
Долг/Капитал	2,2x	2,0x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ruДмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

СИБУР (-/Ba1/BB+) сохранение хороших финансовых метрик по итогам 2015 г., несмотря на значительное расширение кредитного плеча

Вчера СИБУР опубликовал финансовые результаты по итогам 2015 г., которые мы оцениваем как неоднозначные. С одной стороны, в 2015 году по сравнению с 2014 г. существенно выросли скорректированная на доходы от прекращенных трейдинговых операций выручка и EBITDA СИБУРа. С другой стороны, в 2015 году компания привлекла большой объем долгового финансирования, в результате долговая нагрузка в терминах debt/EBITDA выросла до 3.4x на 31.12.2015 с 2.0x на 01.01.2015, net debt/EBITDA - до 2.1x против 1.7x на начало 2015 г.

В 2015 г. выручка СИБУРа выросла на 5.2% г/г до 379.9 млрд руб., выручка, скорректированная на доходы от прекращенных в 2015 г. трейдинговых операций, - на 18.9% г/г (до 379.9 млрд руб.), EBITDA - на 32% г/г до 135.6 млрд руб. Основным фактором роста финансовых результатов компании стали сильные результаты нефтехимического направления бизнеса, обеспеченные как увеличением натурального объема продаж продукции (на 15.2% г/г до 2.6 млн тонн), так и средним уровнем цен. В частности, в 2015 г. выручка нефтехимического направления бизнеса в 2015 г. увеличилась на 32.7% г/г до 175.8 млрд руб., EBITDA - в 2.8 раза до 58.9 млрд руб. В 2015 г. выручка от реализации топливно-сырьевых продуктов сократилась на 14.1% г/г до 186.5 млрд руб. на фоне прекращения в 2015 году трейдинговых операций через морской терминал в порту Усть-Луга. Без учета трейдинговых операций выручка данного направления в 2015 г. выросла на 6.2% г/г в результате увеличения объема реализации сжиженного углеводородного газа и природного газа. В 2015 г. EBITDA margin составила 35.7%.

Сильные операционные результаты позволили СИБУРу по итогам 2015 г. оставаться в области положительного свободного денежного потока (19.8 млрд руб.), несмотря на увеличение расходов компании на CAPEX на 17.9% г/г до 84.4 млрд руб. В прошлом году компания также аккумулировала 21.3 млрд руб. в результате продажи морского терминала в Усть-Луге. Тем не менее, на конец 2015 г. совокупный долг компании вырос к началу 2015 г. в 2.2 раза до 457.1 млрд руб., отношение net debt/EBITDA - до 3.4x против 2.0x на 01.01.2015. Рост долга стал следствием привлечения долгосрочного долгового финансирования для реализации проекта «ЗапСибНефтехим» (в т.ч. кредита на 1.75 млрд долл. от ФНБ сроком на 15 лет), а также выплаты оставшейся суммы в размере 61.4 млрд руб. за 49% «ЗапСибНефтехим» и переоценки номинированного в валюте долга компании. Поскольку существенная часть кредитных средств предназначалась для финансирования масштабной инвестиционной программы (в 2016 г. расходы на CAPEX планируются в размере 147.5 млрд руб., отношение CAPEX2016/EBITDA2015 - 1.1x) и на отчетную дату 31.12.2015 г. была не использована, остаток денежных средств на конец 2015 г. вырос к 01.01.2015 г. в 6.2x до 172.1 млрд руб. В результате, рост чистого долга на конец 2015 г. к началу 2015 г. был более сдержанным по сравнению с динамикой совокупного долга (+59.6% до 285.1 млрд руб.), а долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA осталась умеренной, на уровне 2.1x против 1.7x на начало 2015 г.

По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты, отражающие хорошую динамику выручки и EBITDA, сохранение высокой рентабельности бизнеса и умеренного уровня долговой нагрузки, являются нейтральными для рейтингов компании. Так, вчера агентство Fitch подтвердило рейтинги компании на уровне «BB+» с негативным прогнозом.

За последние два месяца единственный выпуск еврообондов СИБУРа был в лидерах роста в терминах динамики спредов (-126 бп. к UST) по сравнению с бумагами других компаний нефтегазовой отрасли. В тоже время, на текущий момент SIBUR'18, на наш взгляд, исчерпал потенциал дальнейшего роста относительно аналогов и смотрится переоцененным, торгуясь с минимальной премией к бумагам Газпрома. Рублевый выпуск компании также выглядит дорого, предлагая доходность 10.70% годовых на дюрации 3.98 г.

Динамика финансовых результатов СИБУРа за 2015 г.

млн руб.	2015	2014	%г
Выручка	379 852	361 000	5.2%
EBITDA	135 635	102 767	32.0%
Операционная прибыль	90 682	63 818	42.1%
Чистая прибыль	6 505	25 071	-74.1%
Рентабельность по EBITDA	35.7%	28.5%	7,2 пп
Операционная рентабельность	23.9%	17.7%	6,2 пп
Чистая рентабельность	1.7%	6.9%	-5,2 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	128 892	105 540	22.1%
Чистый операцион. ден. поток*	104 211	85 342	22.1%
CAPEX (включая НМА)	84 391	71 550	17.9%
Свободный денежный поток	19 820	13 792	43.7%
млн руб.	2015	2014	%г
Активы	847 151	647 930	30.7%
в т.ч. денежные средства	172 083	27 667	x6,2
Долг	457 149	206 294	x2,2
доля краткосрочного долга	10.4%	27.3%	-16,8 пп
Чистый долг	285 066	178 627	59.6%
Капитал	259 053	257 981	0.4%
CAPEX/EBITDA	0,6x	0,7x	-
(CAPEX+M&A)/EBITDA	1,1x	1,0x	-
Долг/EBITDA LTM	3,4x	2,0x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2,1x	1,7x	-
Долг/Капитал	1,8x	0,8x	-

* - после уплаты процентных расходов

Источник: данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, руб.	млн.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Сбербанк, БО-17	- / Ba2 / BBB-	да	10 000		10.25	01.04.2016	08.04.2016	нет / 1.86 г	2 г / 5 лет
Магнита, БО-001P-03	BB+ / - / -	да	10 000		10.88-11.04	29.03.2016	12.04.2016	нет / 1.85 г	нет / 2 г.
О'Кей, БО-06	- / - / B+	да	5 000		12.04	05.04.2016	12.04.2016	нет / 2.24 г	2.5 г / 5 лет
Альфа-Банк, БО-09	BB / Ba2 / BB+	да	5 000		10.93	07.04.2016	12.04.2016	нет / 1.85 г	2 г. / 3 г.
ТМК, БО-05	B+ / B1 / -	да	5 000		13.42	06.04.2016	13.04.2016	нет / 2.58 г	3 г / 10 лет
ЕвроХим, 001P-01	BB / - / BB	да	15 000		10.88	07.04.2016	19.04.2016	нет / 2.64 г	нет / 3 г

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, руб.	млн.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация
РусГидро, БО-ПО4	BB / Ba2 / BB+	да	15 000		н/д / 100%	11.04-11.30	10.62	07.04.2016	нет / 2.64 г
РЖД, БО-07	BB+ / Ba1 / BBB-	да	20 000		н/д / 100%	10.67-10.93	10.57	06.04.2016	нет / 3.37 г
Инг Банк (Евразия), БО-01	- / Ba2 / BBB-	да	5 000		2.9 / 100%	10.92-11.19	10.87	05.04.2016	нет / 1.83 г
Элемент Лизинг, БО-04	B / - / -	да	5 000		н/д / 100%	н/д	15.31	05.04.2016	нет / 1 г
Первый Контейнерный Терминал, 03	- / - / BB	да	5000		н/д / 100%	12.63-13.00	12.89	30.03.2016	нет / 3.86 г
Металлоинвест, БО-02	BB / Ba2 / BB	да	10 000		2.3 / 100%	11.57-11.83%	11.25	29.03.2016	нет / 3.97 г
Металлоинвест, БО-08	BB / Ba2 / BB	да	5 000		2.3 / 100%	11.57-11.83%	11.25	29.03.2016	нет / 3.97 г
СИБУР Холдинга, 10	- / Ba1 / BB+	да	10 000		3 / 100%	11.04-11.30%	10.78	29.03.2016	нет / 4.01 г
ЕвразХолдинг Финанс, 001P-01R	BB- / Ba3 / BB-	да	15 000		н/д / 100%	12.78-13.05	13.00	29.03.2016	нет / 3.85 г
Промсвязьбанк, БО-08	BB- / Ba3 / -	да	5 000		н/д / 100%	12.04-12.15%	12.15	28.03.2016	нет / 1 г
МФО Обувьрус, БО-04	NR	нет	1 000		н/д / 100%	н/д	14.28	28.03.2016	нет / 2.55 г
АКБ Держава, 03	- / B3 / -	да	500		н/д / 100%	н/д	15.56	25.03.2016	нет / 5.35 г
Газпром нефть, БО-02	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000		н/д / 100%	10.78-10.94	10.94	25.03.2016	нет / 3.99 г
Газпром нефть, БО-07	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000		н/д / 100%	10.78-10.94	10.94	25.03.2016	нет / 3.99 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		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
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.