

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин
d.chepragin@zenit.ru

МТС (BB+/Ba1/BB+): нейтральные финансовые результаты за 2K16

На прошлой неделе МТС раскрыли финансовые результаты за 2K16, которые мы оцениваем как нейтральные. Во 2K16 выручка компании выросла на 5.3% г/г до 108.1 млрд руб., в то время как OIBDA сократилась на 4.2% г/г до 40.9 млрд руб. Долговая нагрузка МТС на конец 2K16 осталась на уровне начала 2K16 и составила в терминах net debt/EBITDA LTM 1.5x.

Основными причинами роста выручки во 2K16 стали увеличение доходов от продаж телефонов и оборудования на 38.7% г/г до 10.6 млрд руб. и получение выручки от услуг системной интеграции в размере 1.3 млрд руб. Во 2K16 выручка от предоставления мобильных услуг практически не изменилась по сравнению с 2K15 и составила 72.8 млрд руб. (+0.1% г/г), в то время как выручка от фиксированных услуг сократилась на 2.8% г/г до 15.3 млрд руб. Снижение OIBDA и OIBDA margin во 2K16 на 3.8 пп г/г до 37.8% было обусловлено ростом себестоимости услуг роуминга, снижением активности в роуминге, увеличением в структуре доходов доли низкорентабельных продаж телефонов и аксессуаров и увеличением маркетинговых расходов в связи с усилением конкуренции на рынке.

Во 2K16 расходы компании на CAPEX практически не изменились к уровню 2K15 и составили 21.3 млрд руб. Во 2K16 чистый операционный денежный поток МТС сократился на 25.2% г/г до 24.6 млрд руб. в связи с более существенным пополнением оборотного капитала во 2K16 (на 8.5 млрд руб.) по сравнению со 2K15 (на 4 млрд руб.) и снижением операционного денежного потока до изменений в оборотном капитале. В результате, свободный денежный поток МТС во 2K16 снизился на 71.9% г/г до 3.3 млрд руб.

По состоянию на 30.06.2016 совокупный долг МТС уменьшился до 283.6 млрд руб. с 314.9 млрд руб. на 31.03.2016, чистый долг – до 258.7 млрд руб. с 270.5 млрд руб. Долговая нагрузка МТС в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 2K16 не изменилась к началу квартала и составила 1.5x.

В августе 2016 г. МТС объявили о продаже 50.01% доли в операторе связи в Узбекистане (ООО Universal Mobile Systems). В связи с продажей актива компания пересмотрела прогноз по росту выручки на 2016 г. с более 4% г/г до 2-3% г/г, по динамике OIBDA - с -2%+1% г/г до -4% г/г. Прогноз по капитальным затратам на 2016 г. подтвержден на уровне 85 млрд руб.

По нашим оценкам, финансовые результаты МТС за 2K16 являются нейтральными для рейтингов компании, два из которых (от S&P и Moody's) соответствуют суверенному уровню.

Наши прогнозы в начале текущего месяца относительно сужения спреда (порядка 110 бп.) между MOBTEL'23 и VIP'23 на 25-40 бп. оправдались Премия к выпуску Вымпелкома на данный момент составляет не более 85 бп., что, на наш взгляд, близко к справедливому уровню.

Ключевые финансовые показатели МТС по МСФО за 2K16

млрд руб.	2K16	2K15	%
Выручка	108.1	102.7	5.3%
OIBDA	40.9	42.7	-4.2%
Операционная прибыль	20.1	22.5	-10.9%
Чистая прибыль	9.0	15.8	-43.2%

Рентабельность по OIBDA	37.8%	41.6%	-3.8 пп
Операционная рентабельность	18.5%	21.9%	-3.4 пп
Чистая рентабельность	8.3%	15.4%	-7.1 пп

млрд руб.	1П16	2015	%
Активы	595.4	653.4	-8.9%
в т.ч. ден. ср-ва	25.0	33.5	-25.4%
Долг	283.6	345.9	-18.0%
доля краткосрочного долга	17.3%	15.5%	1,8 пп
Чистый долг	258.7	312.4	-17.2%
Капитал	151.4	168.4	-10.1%

CAPEX/Выручка	19.7%	22.3%	-
CAPEX/OIBDA	52.1%	54.7%	-
Долг/OIBDA LTM	1,6x	2,0x	-
Чистый долг/OIBDA	1,5x	1,8x	-
Долг/Капитал	1,9x	2,1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Корпоративные события

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

ТМК (В+/В1/-): долговая нагрузка компании по итогам 2К16 осталась на высоком уровне

На прошлой неделе ТМК, крупнейший российский производитель нефтегазовых труб, опубликовала финансовые результаты за 2К16, которые мы оцениваем как неоднозначные. С одной стороны, во 2К16 выручка ТМК выросла на 12% кв/кв до 853 млн долл., EBITDA – на 19.2% кв/кв до 143 млн долл., кроме того, отчетный период компания завершила с положительным свободным денежным потоком. С другой стороны, долговая нагрузка ТМК на конец 2К16 в терминах net debt/EBITDA LTM практически не изменилась к началу квартала и осталась на высоком уровне 4.7х.

Рост выручки ТМК во 2К16 был обеспечен увеличением отгрузки труб на 5.3% кв/кв до 890 тыс. тонн вследствие увеличения объема поставок труб всеми дивизионами компании, а также положительным эффектом от укрепления курса рубля к доллару во 2К16 к 1К16. Рост EBITDA и EBITDA margin во 2К16 на 1 пп кв/кв до 16.8% обусловлен укреплением курса рубля, увеличением объема отгрузки труб американского дивизиона на 38.6% кв/кв до 88 тыс. тонн, а также сокращением коммерческих расходов на 23.1% до 45.7 млн долл.

Во 2К16 чистый операционный денежный поток составил 158 млн долл., в то время как в 1К16 его значение было отрицательным (-15 млн долл.). Улучшение показателя во 2К16 было связано с ростом операционного денежного потока до изменения оборотного капитала на 28.5% г/г до 145 млн долл. и аккумулированием 87.2 млн долл. за счет сокращения оборотного капитала (в 1К16 компания осуществляла инвестиции в оборотный капитал на сумму 56 млн долл.). Во 2К16 расходы на CAPEX увеличились к 1К16 на 64.3% кв/кв до 39 млн долл., однако остались незначительными: во 2К16 отношение CAPEX/EBITDA составило 0.3х. 2К16 ТМК завершила с положительным свободным денежным потоком в размере 119 млн долл., что способствовало пополнению подушки ликвидности: остаток денежных средств на счетах ТМК вырос с 213 млн долл. на 31.03.2016 до 313 млн долл. на 30.06.2016. По состоянию на 30.06.2016 чистый долг ТМК уменьшился к началу 2К16 на 4.1% до 2 516 млн долл., однако в связи со снижением EBITDA LTM долговая нагрузка ТМК в терминах net debt/EBITDA LTM выросла на конец 2К16 до 4.7х против 4.6х на начало 2К16.

Несмотря на сохранение высокого уровня долговой нагрузки, риски рефинансирования долга ТМК на конец 2К16 мы считаем умеренными: остаток денежных средств на счетах (313 млн долл.) и неиспользованные кредитные линии (351.8 млн долл.) являются достаточными для единовременного погашения около 71% краткосрочного долга.

В настоящее время ТМК присвоены негативные прогнозы по рейтингам от S&P и Moody's, при этом в качестве негативных рейтинговых факторов Moody's выделяет рост леввериджа свыше 4.0х на постоянной основе, S&P – долговую нагрузку свыше 5.0х. Учитывая сохранение высокой долговой нагрузки ТМК по итогам 2К16, мы считаем опубликованные результаты умеренно негативными для кредитных рейтингов компании.

Более интересной альтернативой еврообондам ТМК, на наш взгляд, являются выпуски Евраза, которые при одинаковом уровне долговой нагрузки эмитентов и более высоком кредитном рейтинге последнего предлагают к TRUBRU'18 премию в размере 45 бп. и 70 бп. к TRUBRU'20. На рублевом рынке единственный выпуск ТМК, БО-05 (YTM – 11.50%/ D – 2.2 г.) имеет схожий уровень доходности к близкому по дюрации ЕвразХолдинг Финанс,8 (YTM – 11.53%/ D – 2.4 г.), что опять же, на наш взгляд, ограничивает интерес к бумагам ТМК.

Ключевые финансовые показатели ТМК за 2К16

млн долл.	2К16	1К16	%
Выручка	853	761	12.0%
Валовая прибыль	191	154	24.0%
ЕБИТДА	143	120	19.2%
Чистая прибыль/(убыток)	57	14	4.0х
Валовая рентабельность	22.4%	20.2%	2,2 пп
Рентабельность по ЕБИТДА	16.8%	15.8%	1,0 пп
Чистая рентабельность	6.6%	1.9%	4,8 пп
Операц. денеж. поток до изм. в С	145	113	28.5%
Чистый операцион. денеж. поток	158	-15	
CAPEX	39	24	64.3%
Свободный денежный поток	119	-38	

млн долл.	1П16	2015	%
Активы	4 651	4 412	5.4%
в т.ч. денежные средства	313	305	2.5%
Долг**	2 829	2 801	1.0%
доля краткосрочного долга	33.3%	21.4%	11,9 пп
Чистый долг	2 516	2 496	0.8%
Капитал	842	715	17.8%
CAPEX/ЕБИТДА	0,3х	0,3х	-
Долг/ЕБИТДА LTM	5,3х	4,4х	-
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	4,7х	3,9х	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	1,1х	2,3х	-
Долг/Капитал	3,4х	3,9х	-

* за вычетом процентных платежей

** включая обязательства по финансовому лизингу

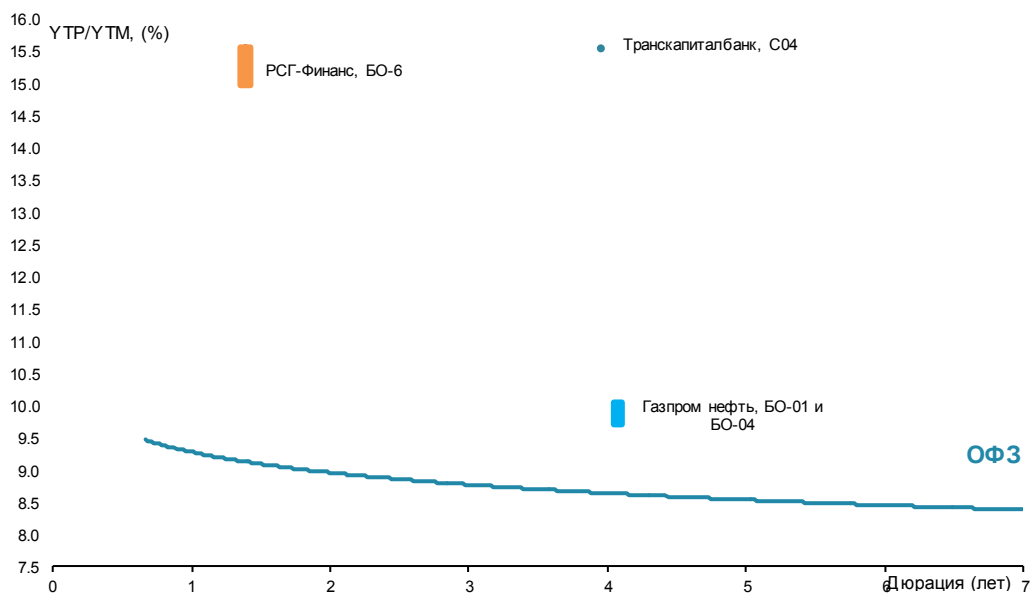
Источник: Данные Компании,
расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Транскапиталбанк, С04	- / B1 / -	да	1 500	15.56	18.08.2016	22.08.2016	нет / 3.96 г	нет / 5.5 г
РСГ-Финанс, БО-06	B- / - / -	нет	3 000	15.03-15.56	23.08.2016	25.08.2016	нет / 1.39 г	1.5 г / 3 г
Газпром нефть, БО-01 и БО-04	BB+ / Va1 / BBB-	да	15 000	9.73-9.99	23.08.2016	30.08.2016	нет / 4.08 г	5 лет / 30 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
ЕАБР, 09 (вторичное)	BBB- / Va1 / -	да	4 860	1.6 / 100%	не менее 9.96	9.96	18.08.2016	нет / 1.21 г
Русфинанс Банк, БО-001Р-01	BBB- / Va2 / BB+	да	4 000	3 / 100%	10.41-10.62	10.25	12.08.2016	нет / 1.86 г
Альфа-Банк, БО-16	BB / Va2 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.15-10.36	9.99	11.08.2016	нет / 1.86 г
Транснефть, БО-001Р-03	BB+ / Va1 / -	да	10 000	2.5 / 100%	9.88-10.09	9.67	11.08.2016	нет / 5.26 г
Мостотрест, 08	- / Va3 / -	да	5 000	3.2 / 100%	11.83-12.10	11.46	10.08.2016	нет / 3.96 г
Совкомбанк, БО-07	B / - / B+	да	7 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.26	05.08.2016	нет / 1 г
ГК ПИК, БО-07	B / - / -	да	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	13.42	05.08.2016	нет / 2.58 г
СИБУР Холдинг, 11	- / Va1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	9.90-10.11	9.88	03.08.2016	нет / 2.67 г
МОЭСК, БО-6	BB- / Va2 / BB+	да	5 000	3 / 100%	10.04-10.25	9.88	28.07.2016	нет / 3.4 г
РСГ Недвижимость, БО-П05	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.89	28.07.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001Р-04	BB+ / Va1 / BBB-	да	20 000	1.75 / 100%	10.78-11.04	10.41	26.07.2016	нет / 2.65 г
Банк ДельтаКредит, БО-26	- / Va2 / BBB-	да	7 000	3 / 100%	10.88-11.09	10.57	21.07.2016	нет / 2.64 г
Мостотрест, 07	- / Va3 / -	да	10 000	3.4 / 100%	12.63-12.89	11.83	19.07.2016	нет / 2.61 г
Фольксваген банк Рус, 10	BB+ / - / BBB+	да	5 000	3 / 100%	10.25-10.46	10.2	12.07.2016	нет / 2.28 г
Транснефть, БО-001Р-02	BB+ / Va1 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	9.88	08.07.2016	нет / 5.24 г
ЭР-Телеком Холдинг, 001Р-01	- / B2 / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.16	06.07.2016	нет / 2.58 г
Магнит, 001Р-04	BB+ / - / -	да	10 000	н/д / 100%	10.25-10.51	10.25	05.07.2016	нет / 1.43 г
Рено-Ниссан банк, 01	- / - / BB+	да	5 000	2.6 / 100%	10.88-11.2	10.67	05.07.2016	нет / 1.85 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.