

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Толстошеина Наталья  
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин  
d.chepragin@zenit.ru

#### АФК «Система» (ВВ/Ваз/ВВ-): нейтральные финансовые результаты за 2К16

На этой неделе АФК Система опубликовала финансовые результаты за 2К16 г., которые мы оцениваем как нейтральные. Во 2К16 выручка компании выросла на 8% г/г до 177.1 млрд руб., OIBDA – на 4.3% г/г до 46.2 млрд руб. Долговая нагрузка АФК Система в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 2К16 не изменилась к началу 2К16 и составила 2.0x.

Основными причинами роста выручки АФК Система во 2К16 г/г стало увеличение выручки МТС на 5.3% г/г до 108.1 млрд руб., Группы «Детский мир» на 37.6% г/г до 17.3 млрд руб., компании Segezha Group на 27.8% г/г до 10 млрд руб. и агрохолдинга «Степь» до 1.8 млрд руб. с 50 млн руб. за 2К15. Негативный эффект на динамику выручки компании оказало снижение выручки ОАО «РТИ» во 2К16 на 32.2% г/г до 11.4 млрд руб. в результате выбытия сегмента «Информационные и коммуникационные технологии» в 2015 г. и уменьшения выручки в сегменте «Оборонные решения» на фоне неравномерного поступления доходов по контрактам в течение года. Рост OIBDA АФК Система во 2К16 г/г в основном стал следствием увеличения OIBDA Группы «Детский мир», Segezha Group и агрохолдинга «Степь». В то же время, во 2К16 снизилась OIBDA МТС (на 3.5% г/г до 40.6 млрд руб.) и ОАО «РТИ» (на 29.9% г/г до 856 млн руб.). Во 2К16 OIBDA margin АФК Система незначительно уменьшилась по сравнению со 2К15 и составила 26.1% (-0.9 пп г/г).

Во 2К16 расходы компании на CAPEX и нематериальные активы уменьшились на 23.9% г/г до 27.8 млрд руб. Тем не менее, во 2К16 свободный денежный поток компании остался отрицательным и составил -13.3 млрд руб.

На конец 2К16 совокупный долг АФК Система сократился к началу 2К16 на 34.9 млрд руб. до 486.1 млрд руб., в то время как чистый долг вырос на 10 млрд руб. до 364.8 млрд руб. На конец 2К16 сумма денежных средств на счетах и краткосрочных депозитов составила 121.3 млрд руб., что достаточно для одновременного погашения 87.5% краткосрочного долга. Долговая нагрузка АФК Система в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 2К16 осталась без изменений к уровню на начало 2К16 и составила 2.0x.

Риски рефинансирования долга на уровне Корпоративного центра остались незначительными. На конец 2К16 долг Корпоративного центра (без учета обязательств по пут-опционам и по соглашению с Росимуществом по акциям SSSL) уменьшился к началу 2К16 на 3.7% до 106 млрд руб. Вследствие продажи 1.45% уставного капитала МТС в июне 2016 г. за 123.5 млн долл., перераспределения денежных средств для погашения долга SSSL, а также получения депозитов от ООО «Урал-Инвест» денежная позиция Корпоративного центра на конец 2К16 к началу квартала выросла на 14.8% до 38.8 млрд руб. Денежная позиция Корпоративного центра на 30.06.2016 и краткосрочные депозиты в размере 8.5 млрд руб. являются достаточными для одновременной выплаты около 97% долга Корпоративного центра с погашением до 30.06.2018.

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

За последние полтора месяца спред между AFKSRU'19 и MOBTEL'20 расширился с 30 бп. до 45 бп., что, на наш взгляд, более справедливо отражает разницу в кредитном качестве компаний. В тоже время, на рублевом рынке наиболее ликвидный выпуск АФК Система, 001P-01 (YTM – 9.62%, D – 1.8 г.) смотрится блекло на фоне текущего размещения МТС, БО-02 (YTP – 9.62%, D – 1.86 г.), предлагая всего 15 бп. премии. В этом контексте мы отдаем предпочтение новому предложению от МТС.

#### Ключевые финансовые показатели АФК Система по итогам 2К16 г.

млрд руб.	2К16	2К15	%
Выручка	177.1	164.0	8.0%
OIBDA	46.2	44.3	4.3%
Операционная прибыль	21.0	20.7	1.2%
Чистая прибыль	3.5	22.6	-84.6%
Рентабельность по OIBDA	26.1%	27.0%	-0.9 пп
Операционная рентабельность	11.8%	12.6%	-0.8 пп
Чистая рентабельность	2.0%	13.8%	-11.8 пп
Операц. ден. поток до измен. в С	51.7	49.6	4.2%
Чистый операцион. денеж. поток	14.5	18.9	-23.0%
CAPEX+HMA	27.8	36.5	-23.9%
Свободный денежный поток	-13.3	-16.0	

млрд руб.	1П16	2015	%
Активы	1 213.5	1 297.6	-6.5%
в т.ч. ден. средства и депозиты	121.3	198.9	-39.0%
Долг	486.1	556.8	-12.7%
доля краткосрочного долга	28.5%	25.6%	2,9 пп
Чистый долг	364.8	357.9	1.9%
Капитал	238.7	250.4	-4.7%
CAPEX/OIBDA	0,6x	0,8x	-
Долг/OIBDA LTM	2,7x	3,2x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	2,0x	2,0x	-
OIBDA/Процентные платежи	2,8x	3,7x	-
Долг/Капитал	2,0x	2,2x	-

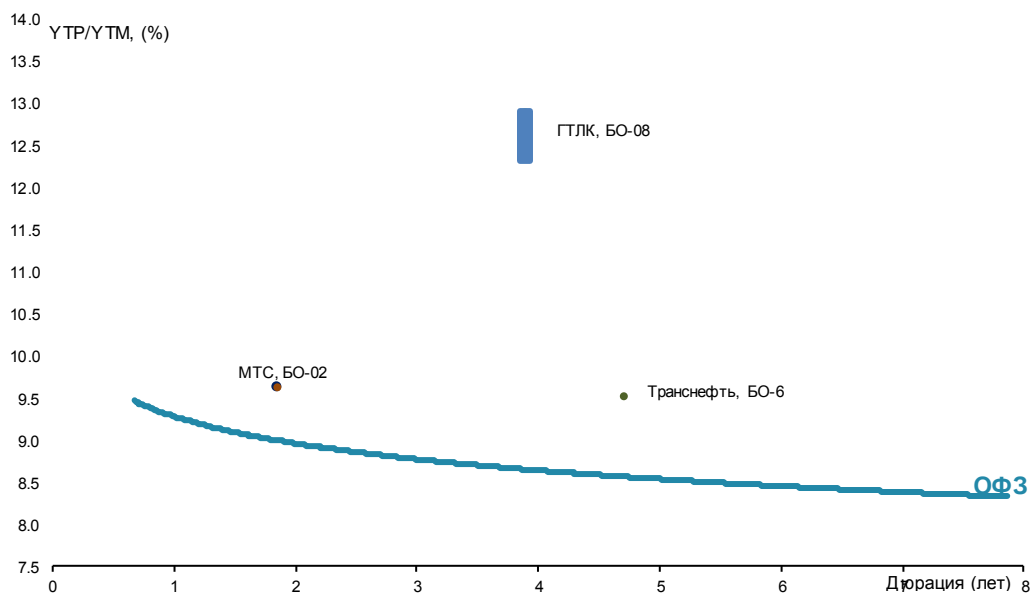
Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## 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/ Погашение
МТС, БО-02	BB+ / Ba1 / BB+	да	15 000	9.62	25.08.2016	02.09.2016	нет / 1.86 г	2 г / 15 лет
Транснефть, БО-06	BB+ / Ba1 / -	да	10 000	9.52	30.08.2016	06.09.2016	нет / 4.71 г	6 лет / 10 лет
ГТЛК, БО-08	B+ / Ba2 / BB-	да	5 000	12.36-12.89	06.09.2016	13.09.2016	нет / 3.89 г	5 лет / 10 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
Газпром нефть, БО-01 и БО-04	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.62	30.08.2016	нет / 4.08 г
Россети, БО-02 и БО-03	BB+ / Ba2 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	9.36	30.08.2016	нет / 6.75 г
Мираторг Финанс, БО-07	- / - / B+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.30	30.08.2016	нет / 3.97 г
МРСК Урала, БО-05	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.54	26.08.2016	нет / 2.68 г
МРСК Центра, БО-05	BB- / - / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.54	26.08.2016	нет / 2.68 г
РСГ-Финанс, БО-06	B- / - / -	нет	3 000	н/д / 100%	15.03-15.56	15.03	25.08.2016	нет / 1.39 г
Транскапиталбанк, С04	- / B1 / -	да	1 500	н/д / 100%	15.03-15.56	15.56	22.08.2016	нет / 3.96 г
Ресо-Лизинг, БО-02	BB- / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.26-12.47	12.36	22.08.2016	нет / 2.6 г
ЕАБР, 09 (вторичное)	BBB- / Baa1 / -	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- / Ba2 / BB+	да	4 000	3 / 100%	10.41-10.62	10.25	12.08.2016	нет / 1.86 г
Альфа-Банк, БО-16	BB / Ba2 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.15-10.36	9.99	11.08.2016	нет / 1.86 г
Транснефть, БО-001Р-03	BB+ / Ba1 / -	да	10 000	2.5 / 100%	9.88-10.09	9.67	11.08.2016	нет / 5.26 г
Мостотрест, 08	- / Ba3 / -	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	- / Ba1 / BB+	да	10 000	н/д / 100%	9.90-10.11	9.88	03.08.2016	нет / 2.67 г
МОЭСК, БО-6	BB- / Ba2 / BB+	да	5 000	3 / 100%	10.04-10.25	9.88	28.07.2016	нет / 3.4 г
РГС Недвижимость, БО-П05	B+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12.89	28.07.2016	нет / 1 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>
<b>Управление продаж</b>		<a href="mailto:bondsales@zenit.ru">bondsales@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Акции	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
<b>Управление рынков долгового капитала</b>		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
<b>Департамент доверительного управления активами</b>		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
	Иван Рыжиков	<a href="mailto:i.ryzhikov@zenit.ru">i.ryzhikov@zenit.ru</a>
Доверительное управление активами	Яков Петров	<a href="mailto:y.petrov@zenit.ru">y.petrov@zenit.ru</a>

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.