

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Наталья Толстошеина  
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин  
d.chepragin@zenit.ru

#### МегаФон (BB+/Ba1/BB+): ухудшение финансовых результатов в 3К16 на фоне роста конкуренции и выплаты дивидендов

Вчера МегаФон объявил финансовые результаты за 3К16 и в целом за 9М16, которые мы оцениваем как довольно слабые. В 3К16 выручка компании осталась на уровне 3К15, в то время как OIBDA сократилась на 10.7% г/г до 32.3 млрд руб. Кроме того, долговая нагрузка МегаФона в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 3К16 увеличилась до 1.6x с 1.3x на 30.06.2016.

В 3К16 выручка компании составила 81.1 млрд руб. (-0.2% г/г). Позитивное влияние на динамику выручки оказал рост выручки от продажи оборудования и аксессуаров в 3К16 на 38.1% г/г до 6.8 млрд руб. и от услуг фиксированной связи на 12.1% г/г до 6.4 млрд руб. Однако, данный рост был полностью нивелирован сокращением выручки МегаФона от оказания услуг мобильной связи в 3К16 на 3.9% г/г до 67.9 млрд руб. Увеличение в структуре выручки доли менее рентабельного бизнеса по продаже оборудования и аксессуаров и оказанию услуг фиксированной связи, а также снижение цен на пакетные предложения в связи с повышением конкуренции на рынке привели к уменьшению OIBDA на 10.7% г/г до 32.3 млрд руб., OIBDA margin – на 4.6 пп г/г до 39.8%. В целом по итогам 9М16 выручка МегаФона увеличилась на 1.5% г/г до 235 млрд руб., OIBDA сократилась на 10.5% г/г до 92.1 млрд руб., OIBDA margin составила 39.2%, снизившись на 5.3 пп г/г.

В 3К16 чистый операционный денежный поток компании сократился на 22.5% г/г до 22.8 млрд руб. В 3К16 расходы МегаФона на CAPEX уменьшились на 43.9% г/г до 13.4 млрд руб., что стало причиной роста свободного денежного потока на 68.6% до 9.4 млрд руб. В 3К16 компания выплатила акционерам дивиденды на сумму 33.6 млрд руб. В связи с выплатой дивидендов, заметно превышающих размер свободного денежного потока, у МегаФона возникла необходимость расширения кредитного плеча. В результате, на 30.09.2016 совокупный долг МегаФона вырос к началу 3К16 на 26.9 млрд руб. до 238.4 млрд руб., чистый долг – на 23.8 млрд руб. до 192 млрд руб., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM - до 1.6x с 1.3x на 30.06.2016. Несмотря на рост долговой нагрузки, она осталась умеренной, а риски рефинансирования – низкими, учитывая существенный запас денежных средств на счетах компании (46.4 млрд руб. на конец 3К16) и небольшой объем краткосрочного долга (10.8 млрд руб. на 30.09.2016).

Вместе с публикацией финансовых результатов компания объявила о пересмотре прогноза по OIBDA на 2016 г. до не менее 118 млрд руб. с ранее объявленного уровня 120 - 126 млрд руб. (в 2015 г. – 132.4 млрд руб.). Изменение прогноза по OIBDA связано с ростом конкуренции на рынке и изменением ценовой политики. Кроме того, компания пересмотрела прогноз по капитальным затратам на 2016 г. до не более 68 млрд руб. с уровня не более 70 млрд руб.

По нашим оценкам, несмотря на ухудшение отдельных финансовых метрик, финансовый профиль МегаФона остается сильным, поэтому опубликованные финансовые результаты являются нейтральными для рейтингов компании, два из которых (от S&P и Moody's) соответствуют суверенному уровню.

Выпуски Мегафона, на наш взгляд, оценены справедливо и имеют ограниченный потенциал собственного роста. Наиболее ликвидные выпуски торгуются со спредом 60-70 бп. к суверенной кривой, что одновременно соответствует минимальной премии к выпускам МТС и дисконту к бумагам Вымпелкома. С таким уровнем доходности на локальном рынке, по нашему мнению, есть интереснее альтернативы (например, выпуски НЛМК и Башнефти), которые обладают более сильным кредитным профилем.

#### Ключевые финансовые показатели МегаФона по МСФО за 3К16

млрд руб.	3К16	3К15	%
Выручка	81.1	81.3	-0.2%
OIBDA	32.3	36.1	-10.7%
Операционная прибыль	16.7	21.8	-23.4%
Чистая прибыль	6.5	13.4	-51.1%
Рентабельность по OIBDA	39.8%	44.4%	-4.6 пп
Операционная рентабельность	20.6%	26.1%	-5.6 пп
Чистая рентабельность	8.1%	14.6%	-6.5 пп
Операц. денеж. поток до измен. в ОI	20.7	36.9	-43.9%
Чистый операционный денежный пот	22.8	29.4	-22.5%
CAPEX	13.4	23.8	-43.9%
Свободный денежный поток	9.4	5.6	68.6%

млрд руб.	9М16	2015	%
Активы	465.4	469.4	-0.8%
<i>в т.ч. денеж. средства и депозиты</i>	46.4	37.7	23.2%
Долг	238.4	219.7	8.5%
<i>доля краткосрочного долга</i>	4.5%	21.4%	-16.9 пп
Чистый долг	192.0	182.0	5.5%
Капитал	135.9	147.8	-8.0%
CAPEX/Выручка	16.5%	20.6%	-
CAPEX/OIBDA	41.4%	48.7%	-
Долг/OIBDA LTM	2,0x	1,7x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	1,6x	1,4x	-
Долг/Капитал	1,8x	1,5x	-

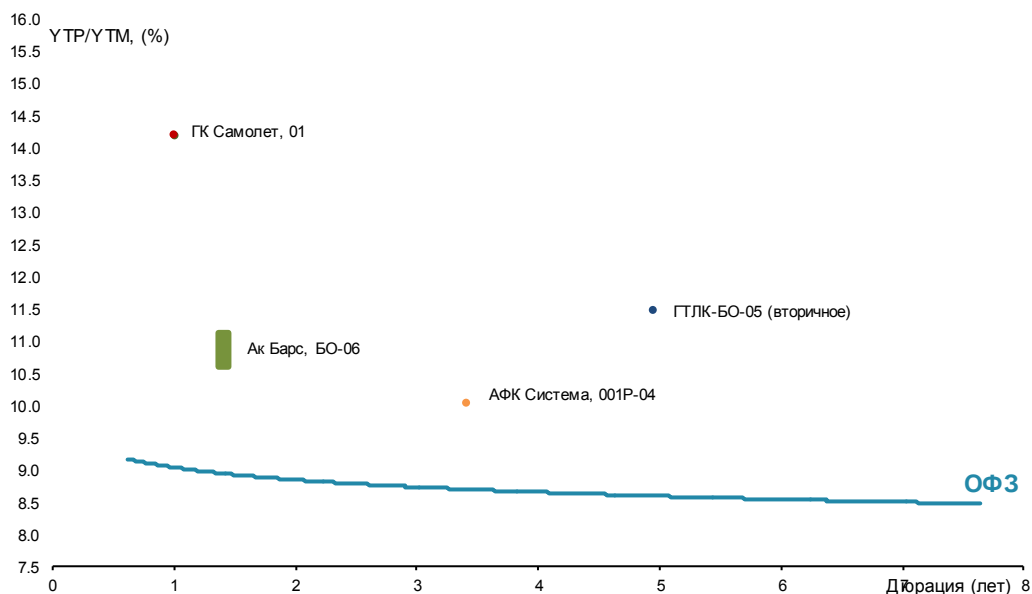
Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## 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
АФК Система, 001P-04	BB / Ba3 / BB-	да	5 000	10.04	02.11.2016	11.11.2016	нет / 3.4 г	4 лет / 10 лет
Ак Барс, БО-06	- / B2 / BB-	да	5 000	10.78-11.20	середина ноября	середина ноября	нет / 1.85 г	2 г / 5 лет
Полипласт, БО-03	NR	нет	1 000	16.64	09.11.2016	11.11.2016	нет / 1.39 г	1.5 г / 5 лет
ГК Самолет, 01	NR	нет	1 500	14.20	09.11.2016	11.11.2016	нет / 1 г	1 г / 10 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ,	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ГТЛК-БО-05 (вторичное)	BB- / Ba2 / BB-	да	3 400	н/д / 100%	11.46	11.46	02.11.2016	нет / 4.95 г
Локо-банк, БО-06 (вторичное)	- / B2 / B+	да	2 294	н/д / 100%	11.98-13.02	12.63	28.10.2016	нет / 0.43 г
ГК Пионер, 001P-01	B- / - / -	нет	3 000	н/д / 100%	14.49-15.03	14.49	01.11.2016	нет / 1.40 г
Башнефть, БО-09	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.52	27.10.2016	нет / 4.72 г
МКБ-Лизинг, 01	B+ / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	12.89	27.10.2016	нет / 1.41 г
Регион Капитал, БО-06 и БО-07	B- / - / -	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	11.83	21.10.2016	нет / 1.42 г
СУЭК-Финанс, 001P-01R	- / Ba3 / -	да	8 000	1.4 / 100%	10.57-10.88	10.78	26.10.2016	нет / 2.65 г
Внешэкономбанк, 08 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	6 700	н/д / 100%	9.94	9.94	20.10.2016	нет / 3.4 г
Внешэкономбанк, 19 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	9.99	9.99	17.10.2016	нет / 3.74 г
РЕСО-Лизинг, БО-05	BB- / - / -	да	3 000	н/д / 100%	12.63-13.16	13.00	14.10.2016	нет / 3.85 г
Банк Интеза, 001P-01R	- / - / BBB-	да	3 000	н/д / 100%	9.73-10.04	9.99	13.10.2016	нет / 2.67 г
Фольксваген Банк РУС, 001P-01	- / - / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	9.88-10.14	10.04	11.10.2016	нет / 1.43 г
Внешэкономбанк, 18 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	1 300	2.1 / 100%	н/д	10.04	11.10.2016	нет / 2.66 г
Европлан, БО-07	- / - / BB	да	5 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.10	11.10.2016	нет / 1.83 г
Транснефть, БО-001P-04	- / Ba2 / -	да	15 000	н/д / 100%	9.46-9.62	9.52	06.10.2016	нет / 4.73 г
Акрон, БО-001P-01	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	06.10.2016	нет / 3.41 г
РСХБ, 08T1	- / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	14.76-15.03	14.76	05.10.2016	нет / 5.61 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	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.