

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Толстошеина Наталия  
n.tolstosheina@zenit.ru

Дмитрий Чепрагин  
d.chepragin@zenit.ru

#### АФК «Система» (ВВ-/ВВ-): нейтральные финансовые результаты за 3К16

Вчера АФК Система опубликовала финансовые результаты за 3К16, которые мы оцениваем как нейтральные. В 3К16 выручка компании увеличилась на 1.3% г/г до 185.2 млрд руб., OIBDA – на 8.7% г/г до 56.4 млрд руб. Долговая нагрузка АФК Система в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 3К16 не изменилась к началу квартала и началу 2016 г. и составила 2.0x.

Рост консолидированной выручки и OIBDA АФК Система в 3К16 г/г в основном был обеспечен сильными результатами деятельности Группы «Детский мир», компании Segezha Group и агрохолдинга «Степь», выручка которых в 3К16 увеличилась на 34.6%, 18.9% и в 2.9 раза г/г соответственно, OIBDA – на 37.2%, 29.8% и в 3.4 раза г/г соответственно. В то же время, давление на динамику консолидированных результатов АФК «Система» по итогам 3К16 оказали итоги работы РТИ и МТС. Так, в 3К16 выручка РТИ сократилась на 42.2% г/г до 10.3 млрд руб., OIBDA – на 61% г/г до 1.1 млрд руб. в результате выбытия сегмента «Информационные и коммуникационные технологии» в 2015 г. и уменьшения выручки в сегменте «Оборонные решения» в связи с переносом заказчиками сроков отдельных работ по долгосрочным контрактам. В свою очередь, в 3К16 выручка ключевого актива АФК Система, МТС, снизилась на 1.3% г/г до 112.2 млрд руб., OIBDA – на 2.8% г/г до 45.8 млрд руб. В 3К16 OIBDA margin АФК Система увеличилась на 2.1 пп г/г до 30.5%.

В 3К16 чистый операционный денежный поток АФК Система сократился на 18.3% г/г до 18.1 млрд руб., при этом расходы компании на CAPEX и нематериальные активы уменьшились на 4.7% г/г до 26.6 млрд руб. Отчетный период, как и предыдущие два квартала, АФК Система завершила с отрицательным свободным денежным потоком (в размере 8.5 млрд руб.).

Отрицательный свободный денежный поток, а также выплата дивидендов в 3К16 в размере 21.1 млрд руб. стали основными причинами сокращения подушки ликвидности компании в виде остатка денежных средств на счетах и краткосрочных депозитов на конец 3К16 к началу 3К16 на 31.8 млрд руб. до 89.5 млрд руб. и роста чистого долга на 9.2 млрд руб. до 374.1 млрд руб. На конец 3К16 подушка ликвидности АФК Система была достаточна для единовременного погашения около 63% краткосрочного долга при необходимости. Долговая нагрузка АФК Система в терминах net debt/EBITDA LTM на конец 3К16 осталась без изменений к уровню на начало 2016 г. и 3К16 и составила 2.0x.

В 3К16 денежная позиция Корпоративного центра также заметно уменьшилась (с 38.8 млрд руб. на 30.06.2016 до 18.7 млрд руб. на 30.09.2016), что во многом стало следствием погашения части долга Корпоративного центра и SSSL. Совокупный долг Корпоративного центра на 30.09.2016 уменьшился к началу 3К16 на 6.8% до 99 млрд руб. Денежная позиция Корпоративного центра на 30.09.2016 была недостаточна для единовременного погашения его краткосрочного долга в размере 31.1 млрд руб. Несмотря на данный факт, риски рефинансирования долга на уровне Корпоративного центра, по нашим оценкам, остались незначительными, учитывая выплату в ноябре 2016 г. МТС дивидендов за 1П16 на общую сумму 24.0 млрд руб. и размещение в ноябре 2016 г. двух выпусков облигаций АФК Система совокупным объемом 16.5 млрд руб. с офертой в 2020 г.

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

За последнее время спред между AFKSRU'19 и MOBTEL'20 незначительно расширился и составил 50 бп. При этом мы по-прежнему считаем данный размер премии близкой к справедливой. На локальном рынке разница между доходностями бумаг этих же эмитентов выглядит куда скромнее (30-35 бп.), что в целом заметно снижает интерес к выпускам АФК Системы.

#### Ключевые финансовые показатели АФК Система по итогам 3К16 г.

млрд руб.	3К16	3К15	%%
Выручка	185.2	182.9	1.3%
OIBDA	56.4	51.9	8.7%
Операционная прибыль	25.9	28.8	-10.0%
Чистая прибыль	7.6	5.6	35.6%
Рентабельность по OIBDA	30.5%	28.4%	2.1 пп
Операционная рентабельность	14.0%	15.8%	-1.8 пп
Чистая рентабельность	4.1%	3.1%	1.0 пп
Операц. ден. поток до измен. в С	57.9	59.4	-2.6%
Чистый операцион. денеж. поток	18.1	22.1	-18.3%
CAPEX+НМА	26.6	27.9	-4.7%
Свободный денежный поток	-8.5	-7.5	

млрд руб.	9М16	2015	%%
Активы	1 157.2	1 297.6	-10.8%
в т.ч. ден. средства и депозиты	89.5	198.9	-55.0%
Долг	463.6	556.8	-16.7%
доля краткосрочного долга	30.7%	25.6%	5.0 пп
Чистый долг	374.1	357.9	4.5%
Капитал	232.1	250.4	-7.3%
CAPEX/OIBDA	0,6x	0,8x	-
Долг/OIBDA LTM	2,5x	3,2x	-
Чистый долг/OIBDA LTM	2,0x	2,0x	-
OIBDA/Процентные платежи	3,3x	3,7x	-
Долг/Капитал	2,0x	2,2x	-

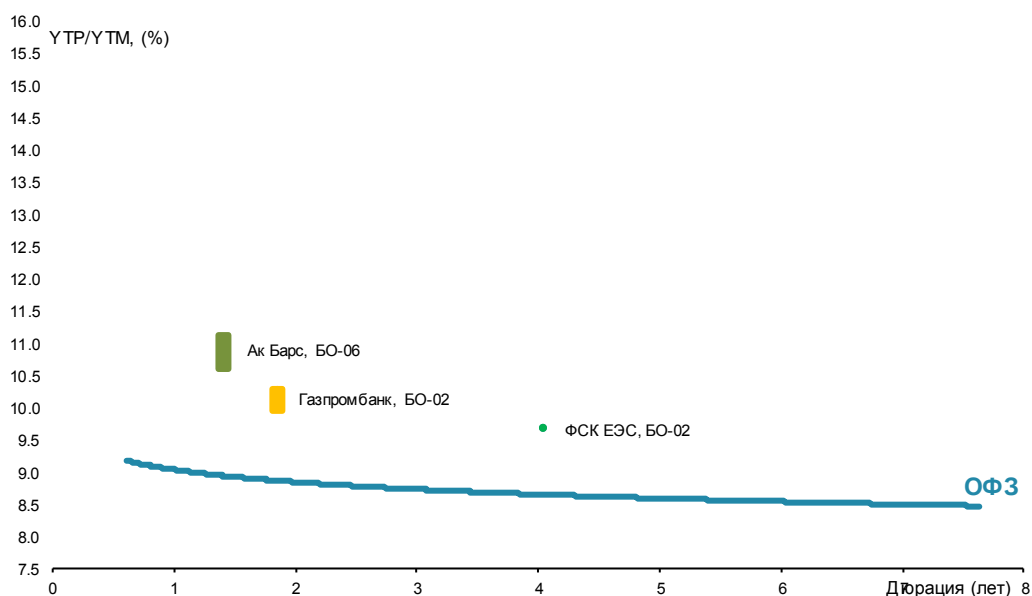
Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
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
ФСК ЭЭС, БО-02	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	9.68	23.11.2016	29.11.2016	нет / 4.04 г	5 лет / 35 лет
Газпромбанк, БО-02	BB+ / Ba2 / BB+	да	10 000	9.99-10.25	28.11.2016	02.12.2016	нет / 1.86 г	2 г / 3 г

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 YTP/YTM, % годовых	Фактическая YTP/YTM,	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ГК Автотор, БО-001P-01	- / - / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	25.11.2016	нет / 3.37 г
АФК Система, 001P-05	BB / Ba3 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	10.17-10.37	10.15	25.11.2016	нет / 2.82 г
ДОК-15, 01	NR	нет	1 800	0.9 / 100%	н/д	18.12	16.11.2016	нет / 4.97 г
Атомэнергопром, БО-01	BB+ / Ba1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.55	14.11.2016	нет / 1.87 г
Полипласт, БО-03	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	16.64	11.11.2016	нет / 1.39 г
ГК Самолет, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	14.20-14.75	14.20	11.11.2016	нет / 1 г
АФК Система, 001P-04	BB / Ba3 / BB-	да	6 500	н/д / 100%	9.99-10.25	10.04	11.11.2016	нет / 3.4 г
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



# 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.