

Кредитный комментарий

Российский рынок облигаций
2 октября 2012 г.

МегаФон (Ваа3/BBB-/BB+)

Параметры нового выпуска МегаФон Финанс

Серия	Объем, млн руб.	Оферта/ Погаш., лет	УТР, %
05	10 000	2 / 10	8,37-8,63

Источник: данные организатора

Александр Полютов
Polyutov_av@nomos.ru

Новые бонды МегаФона – долгожданный comeback качественного эмитента.

Облигации МегаФона смотрятся интересно уже по нижней границе индикатива, однако следует учитывать риски повышения ставок и премию за дебют. Рекомендуем участие в выпуске с доходностью от 8,5% годовых.

МегаФон с 3 по 4 октября 2012 г. откроет книгу заявок на облигации МегаФон Финанс серии 05 объемом 10 млрд руб. Индикатив 1 купона 8,20-8,45% годовых, доходность – 8,37-8,63% годовых к оферте через 2 года.

МегаФона единственный из «большой тройки» отсутствует на рынке облигаций, причем уже с 2008 г., и его возвращение наверняка найдет повышенный интерес у инвесторов. Особенно привлекательно бонды МегаФона выглядят на фоне бумаг VimpelCom Ltd. и МТС, инвестиции в которые сопряжены с рисками акционерных конфликтов или трудностями на иностранных рынках.

В свою очередь, кредитный профиль МегаФона за последний год претерпел кардинальные изменения, но по-прежнему сохранил свою устойчивость. Среди ключевых его моментов можно выделить:

- **Изменение акционерной структуры и подготовка к IPO** – из состава акционеров МегаФона вышла Altimeo, а компания А.Усманова получила контроль, причем за счет средств самого оператора. МегаФон планирует IPO осенью этого года.
- **Ослабление кредитных метрик, но до уровня среднего по отрасли** – в ходе акционерной сделки МегаФону пришлось не только истратить «подушку ликвидности», но и привлечь кредитные средства в банках. Метрика Долг/OIBDA достигла отметки 1,5x. В дальнейшем, скорее, ждем ее снижения, нежели роста.
- **Фокус на российском рынке и лидирующие позиции в быстрорастущем сегменте передачи данных.** Операционная деятельность МегаФона сосредоточена в России, на понятном, с точки зрения рисков, рынке (приходится более 99% выручки), где оператор заметно преуспел в сегменте мобильного ШПД – основной точки роста его бизнеса в ближайшей перспективе.
- **Реакция рейтинговых агентств на сделку.** Moody's и S&P, поместив рейтинги МегаФона («Ваа3» и «BBB-») на пересмотр с возможностью понижения, взяли паузу, вероятно, ожидая осеннего IPO оператора. Fitch же сразу изменило прогноз на «Позитивный», сохранив рейтинговую оценку «BB+», но на 1 ступень ниже, чем у коллег.
- **Покупка 25% акций Евросети.** МегаФон подал в ФАС соответствующее ходатайство. Еще 25% акций ритейлера может приобрести компания А.Усманова.

- Изменение акционерной структуры и подготовка к IPO.** В апреле 2012 г. «АФ телеком» Алишера Усманова стала владельцем 50% + 1 акция МегаФона (до этого было 31,1% акций), выкупив у шведско-финской TeliaSonera 8,2% и российской Altimo (Альфа-Групп) – 10,7%. Кроме того, сам МегаФон (точнее его «дочка») приобрел у Altimo еще 14,4% своих акций. В результате, «АФ телеком» получила 50%+1 акция оператора, у TeliaSonera осталось 35,6%, у «дочки» МегаФона было 14,4%, а Altimo вышла из состава акционеров.

При этом «АФ телеком» получила контроль в МегаФоне за счет средств самого оператора. Так, перед сделками МегаФон впервые в своей истории выплатил акционерам дивиденды на сумму 5,15 млрд долл., из которых более 2 млрд долл. досталось компаниям А.Усманова, и они, в свою очередь, заплатили 1,61 млрд долл. Altimo, а TeliaSonera получила только 290 млн долл. из причитающейся ей суммы в 1,45 млрд долл. Оставшиеся деньги – это 1,16 млрд долл. плюс проценты – TeliaSonera получит от «АФ телеком» в течение 4 лет, причем последняя, по данным СМИ, будет их выплачивать за счет дивидендов МегаФона: акционеры договорились, что на дивиденды будет направляться не менее 50% чистой прибыли или 70% денежного потока.

Подводя итог, можно отметить, что изменение акционерной структуры, а точнее, сосредоточение контроля в одних руках, на наш взгляд, пойдет на пользу МегаФону, поскольку исключает возможность возникновения серьезных конфликтов между акционерами, как это происходит сейчас в VimpelCom Ltd. Кроме того, у оператора есть возможность получить и экономическую выгоду, продав, например, в IPO часть пакета своих акций, которые сейчас находятся у его «дочки». Отметим, что IPO МегаФона на LSE предварительно намечено на осень этого года в объеме 3-4 млрд долл., причем уже получено одобрение ФСФР на размещение до 20% акций компании.
- Ослабление кредитных метрик, но до уровня среднего по отрасли.** Для реализации вышеописанной схемы акционерной сделки МегаФону пришлось значительно израсходовать «подушку ликвидности» (в 1 кв. 2012 г. депозиты и денежные средства на счетах составляли 3,3 млрд долл. против 0,5 млрд долл. по итогам 1 пол. 2012 г.), более того, привлечь кредитные средства в банках (на сумму 4,8 млрд долл.). Так, МегаФон получил 6-месячный бридж-кредит у группы западных банков (Barclays Bank, BNP Paribas, Citibank) на сумму 1,5 млрд долл., кредитную линию в ВТБ объемом до 30 млрд руб. (около 1 млрд долл.), увеличил вдвое лимит по кредитам в Газпромбанке до 30 млрд руб., привлек 2 кредита от Сбербанка на общую сумму 2,5 млрд долл. и др.

Финансовые результаты МегаФона по US GAAP

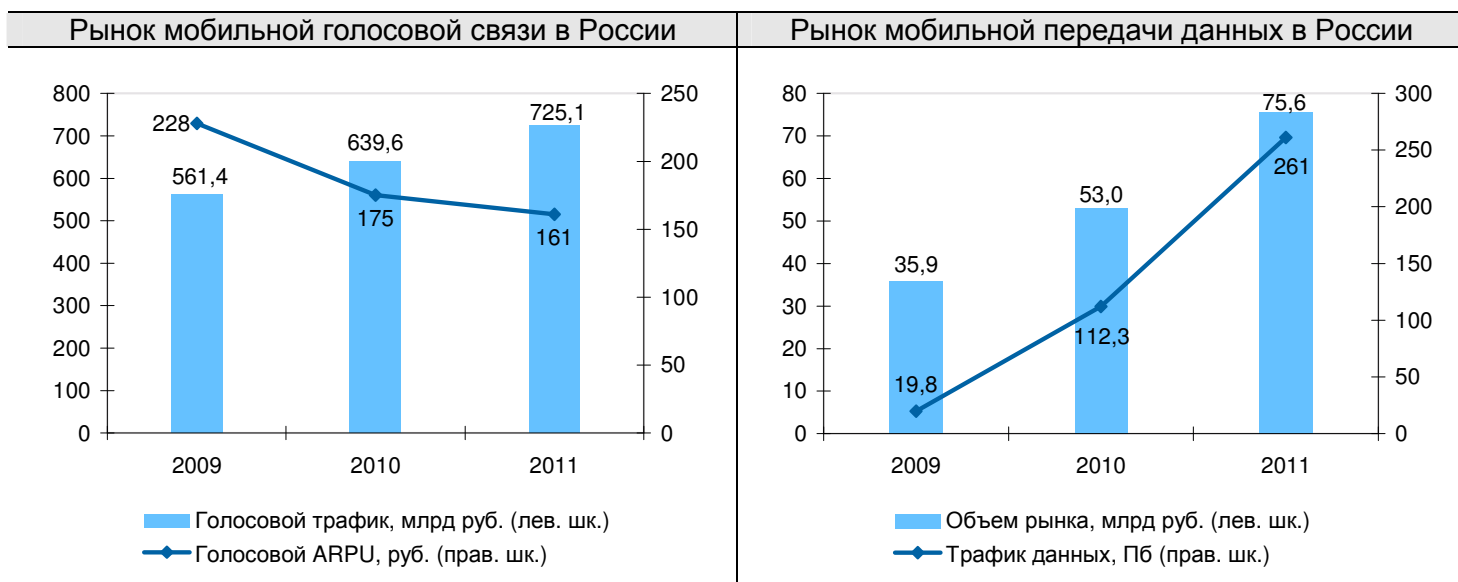
млн долл.	2010	2011	Изм., %	1 пол. 2011	1 пол. 2012	Изм., %
Выручка	7,095	8,253	16,3	3,982	4,249	6,7
Моб.связь	6,677	7,450	11,6	3,644	3,780	3,7
Фикс.связь	247	517	109,3	228	289	26,7
Продажа телефонов и аксессуаров	171	286	67,3	110	180	63,6
Операционный денежный поток	2,851	3,310	16,1	1,615	1,686	4,4
OIBDA	3,219	3,430	6,5	1,717	1,760	2,5
margin	45,4%	41,6%	-3,8 п.п.	43,1%	41,4%	-1,7 п.п.
Чистая прибыль	1,620	1,483	-8,5	750	360	-52,0
margin	22,8%	18,0%	-4,8 п.п.	18,8%	8,5%	-10,3
Денежные средства и их эквиваленты	87	90	3,4	n/a	470	5,2x
Банковские депозиты	2,085	2,625	25,9	n/a	37	-70,9x
Долг	1,080	1,357	25,6	n/a	5,259	3,8x
краткосрочный	399	230	-41,0	n/a	1,596	6,9x
долгосрочный	681	1,127	65,5	n/a	3,663	3,2
Чистый долг	(1,093)	(1,357)	24,1	-	4,752	-
Долг/OIBDA	0,3	0,4	-	-	1,5	-
Чистый долг/OIBDA	отриц.	отриц.	-	-	1,4	-

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

В результате, долговая нагрузка оператора заметно возросла, особенно на фоне отрицательного значения чистого долга в 2011 г. («-1,09» млрд долл.), но все-таки в разумных пределах в сравнении с отраслевыми аналогами. Так, объем долга МегаФона по итогам 1 пол. 2012 г. увеличился более чем в 3,8 раза к 2011 г. до 5,3 млрд долл., а соотношение Долг/OIBDA, по нашим оценкам, составило 1,5x против 0,4x в 2011 г. (у МТС – 1,4x; у VimpelCom Ltd. – 2,8x). Но если МегаФону удастся осенью провести IPO и продать часть своих акций, то у оператора

появится шанс несколько снизить долговую нагрузку. Менеджмент оператора сообщил, что в дальнейшем намерен придерживаться «консервативной долговой политики», обозначив коридор в 1,2-1,5х метрики Чистый долг/OIBDA. Вместе с тем, доля краткосрочной части долга у МегаФона ставила 30,3% или 1,6 млрд долл., куда, вероятно, входит вышеупомянутый бридж-кредит, который компания, скорее всего, и намерена частично рефинансировать за счет размещения облигаций серии 05 на 10 млрд руб. Не исключено, что эмитент не ограничится этим бондом и при наличии спроса предложит инвесторам еще 2 выпуска серий 06 и 07 по 10 млрд руб. каждый.

- Фокус на российском рынке и лидирующие позиции в быстрорастущем сегменте передачи данных.** На наш взгляд, сильной стороной кредитного профиля МегаФона на фоне тех трудностей, с которыми столкнулись другие участники «большой тройки» на иностранных рынках, является фокус его операционной деятельности на России (более 99% выручки) и лидирующие позиции на местном рынке мобильного интернета. Отметим, что МегаФон первым из «большой тройки» начал активно инвестировать значительные средства на развитие мобильного ШПД и не ошибся, поскольку в ближайшей перспективе основной точкой роста бизнеса операторов (на фоне стагнирующей мобильной голосовой связи) будет сегмент передачи данных. Так, МегаФон по итогам 2 кв. 2012 г. уже показал опережающий рост выручки в России (в рублях «+14%» ко 2 кв. 2011 г.) в сравнении с МТС («+9%») и ВымпелКом («+8%»), а также и в консолидированных результатах операторов за 1 пол. 2012 г. (см. таблицу ниже). В целом, финансовый профиль МегаФона по-прежнему демонстрирует достойный уровень прибыльности бизнеса (OIBDA margin 41,4% против 42,9% у МТС и 42,2% у VimpelCom Ltd.) и солидный размер операционного денежного потока (1,7 млрд долл. за 1 пол. 2012 г. («+4,4%» к а.п.п.г.)).



Источники: AC&M

- Реакция рейтинговых агентств на акционерную сделку.** После проведения акционерной сделки весной 2012 г. реакция рейтинговых агентств последовала незамедлительно. Так, Moody's и S&P поместили рейтинги МегаФона («Ваа3» и «BBB-» соответственно) на пересмотр с возможностью понижения, а Fitch изменило прогноз с «Позитивного» на «Стабильный», подтвердив рейтинг на уровне «BB+», то есть на 1 ступень ниже, чем у Moody's и S&P. Причем эксперты S&P объяснили свое действие «значительным сокращением денежных средств на балансе МегаФона после сделки и возросшим уровнем долговой нагрузки, которая может не соответствовать текущим рейтингам компании. Кроме того, смена мажоритарного акционера может негативно сказаться на практике корпоративного управления оператора». После этого дальнейших действий от S&P и Moody's пока не последовало, вероятно, агентства предпочли дождаться запланированного IPO (повысит прозрачность бизнеса, практику корпоративного управления, позицию ликвидности), чтобы окончательно вынести свой вердикт. В свою очередь, эксперты Fitch, пересматривая прогноз рейтинга, мотивировали свое решение «обеспокоенностью, что денежный поток МегаФона может оказаться под давлением из-за потребностей в денежных средствах у материнской структуры, «АФ-Телекома», если другой «дочке» – Металлоинвесту, подверженной цикличности, будет необходимо фондирование». Отчасти данные опасения могут оправдаться, поскольку основной акционер А.Усманов в

прошлую пятницу в интервью Reuters заявил, что поставил цель – «создать большой холдинг, который консолидирует активы в различных областях его бизнеса: горнодобывающая промышленность, телекоммуникации, интернет и медиа, финансы и инвестиции». Напомним, помимо МегаФона ключевыми активами А.Усманова являются: металлургическая компания «Металлоинвест», Mail.ru Group (60,6% голосующих акций), холдинг ЮТВ (50%), управляющий телеканалами «Муз ТВ» и Disney. То есть предполагается создание структуры, напоминающей АФК «Система» В.Евтушенкова, куда входит МТС, Башнефть и др. активы. Тем не менее, мы считаем, что вряд ли стоит ждать значительного и бесконтрольного отвлечения денежных потоков МегаФона в интересах других компаний холдинга, которое, скорее всего, будет иметь регламентированную форму в виде дивидендной политики.

- **Покупка 25% акций Евросети.** В ближайшее время МегаФон планирует покупку доли в Евросети, для чего в ФАС уже направлено ходатайство. Предполагается, что оператор приобретет только 25% акций сети, а еще 25% - компания А.Усманова (50% пакет акций оценивается в 1,2-1,3 млрд долл.). Не исключено, что такая структура сделки позволит МегаФону избежать консолидации менее маржинального бизнеса ритейлера, способного оказать давление на показатели прибыльности оператора. Согласно СМИ, выручка Евросети в 2010 г. была 61,9 млрд руб. (МСФО), EBITDA - 8,37 млрд руб. (EBITDA margin 13,5%), чистая прибыль - 5,57 млрд руб. (за 2011 г. отчетность компании официально не раскрывалась). По данным Евросети, общий долг ритейлера составляет 10 млрд руб., чистый долг - 5,5 млрд руб. Вместе с тем, еще одним акционером Евросети является ВымпелКом с долей 49,9% (может докупить еще 0,1% до 50%), с которым после сделки МегаФону предстоит «делить» одну из крупнейших сотовых сетей страны, состоящей из более чем 5 тыс. салонов связи.

Резюме: Кредитный профиль МегаФона, на наш взгляд, остается довольно устойчивым, несмотря на увеличение размера долга, после закрытия акционерной сделки. Во-первых, долговая нагрузка компании хоть и возросла, но до разумного уровня в сравнении с отраслевыми аналогами. Во-вторых, оператор сохранил способность генерировать солидный операционный денежный поток, а прибыльность бизнеса находится на достойном уровне (OIBDA margin выше 41%). Сильными сторонами кредитного профиля МегаФона в сравнении с другими операторами «большой тройки» мы считаем: фокус его операционной деятельности на российский рынок, причем в быстрорастущем сегменте передачи данных, а также отсутствие почвы для акционерных конфликтов, поскольку контроль сосредоточен в одних руках. К рискам МегаФона можно отнести возможную консолидацию в его отчетности финансовых результатов Евросети после покупки оператором и его акционером по 25% акций ритейлера, что окажет давление на показатели прибыльности.

Наши рекомендации.

Мы считаем, что новые облигации МегаФона (Ваа3/BBB-/BB+) серии 05 с доходностью 8,37-8,63% годовых к оферте через 2 года (спрэд к кривой ОФЗ порядка 150-170 б.п.) на фоне выпусков других операторов смотрятся довольно интересно. Так, на отрезке дюрации до 2 лет торгуются бонды МТС (Ва2/BB/BB+) серии 04 и ВК-Инвест (Ва3/BB/-) серии 03, но их ликвидность довольно умеренная. В связи с этим отметим, что средневзвешенная доходность МТС 04, самого близкого по дюреции займа, за последние 2 недели составила 8,2% годовых (спрэд к кривой ОФЗ около 135-140 б.п.), а ВК-Инвест 03 – 8,6% годовых (или 170-175 б.п.). В то же время более длинные и при этом ликвидные выпуски ВымпелКома серий 01, 02 и 04 (УТР 9,3-9,4%/826 дн.) формируют спрэд к ОФЗ порядка 230-240 б.п. Учитывая особенности кредитного профиля МегаФона в сравнении с МТС и VimpelCom Ltd. (в частности, по уровню долговой нагрузки и кредитных рейтингов), новые бонды оператора должны торговаться на уровнях бумаг МТС и с дисконтом к ликвидным выпускам VimpelCom Ltd. около 70-80 б.п. Поэтому участие в выпуске МегаФона серии 05, с учетом обозначенных спрэдов, интересно уже по нижней границе. В свою очередь, возрастающие инфляционные ожидания могут привести к дальнейшему ужесточению денежно-кредитной политики ЦБ. Все это создает риски для роста котировок облигаций оператора на вторичном рынке, поэтому целесообразно требовать дополнительную премию при размещении. Исходя из этого, рекомендуем участие в выпуске с доходностью от 8,5% годовых

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.