

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Календарь первичных размещений

АФК «Система» планирует 21 мая провести сбор заявок на биржевые облигации серии 001P-29, привязанные к RUONIA, и серии 001P-30, привязанные к КС.

С учетом сильной рыночной позиции АФК "Система", масштабов бизнеса, нейтральных финансовых метрик и высоких кредитных рейтингов, мы считаем интересным участие в размещении новых флоутеров компании со спредом к RUONIA в диапазоне 220-240 бп, а со спредом к КС в диапазоне 200-220 бп, что предоставит апсайд к ранее размещенным флоутерам со спредом 190 бп.

АФК «Система»:

ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ:

ПАО АФК «Система» — крупный российский инвестиционный холдинг. Входит в TOP 20 публичных российских компаний в рейтинге FORBES GLOBAL 2000; и в TOP 20 крупнейших российских компаний по выручке РБК. АФК инвестирует средства и управляет деятельностью публичных и непубличных компаний в различных секторах экономики, включая телекоммуникации, электронную коммерцию, высокие технологии, финансы, лесную, деревообрабатывающую и целлюлозно-бумажную промышленность, фармацевтическую промышленность, девелопмент и недвижимость, медицинские услуги, агропромышленный комплекс, электроэнергетику, гостиничную деятельность, туризм и пр. Под управлением АФК находятся активы общей стоимостью более 2 трлн руб. Ключевыми и крупнейшими активами АФК являются «МТС», «Сегежа», «Эталон», «Озон», «Степь», «Медси», «Биннофарм», Cosmos Hotel Group, Sitronics. Среди основных рисков стоит отметить, что АФК является балансодержателем активов холдинга, однако не осуществляет операционную деятельность и не генерирует достаточного операционного денежного потока. Но, при этом, является одним из основных заемщиков Группы. Инвестиционная стратегия АФК, связанная с ростом стоимости активов холдинга, является достаточно агрессивной и обуславливает возникновение рисков повышения долговой нагрузки. Конечный бенефициар и основной акционер АФК "Система" - Евтушенков В.П. (49,2%).

КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ ПО МСФО ЗА 2023 ГОД

- **Высокий уровень диверсификации финансовых вложений.**

Портфель Холдинга включает в себя значительное число компаний из различных отраслей российской экономики, среди которых телекоммуникации, лесопереработка, электронная коммерция, строительство и недвижимость, медицинские услуги, фармацевтика, сельское хозяйство, финансы и ряд других. В состав базовых активов АФК «Система» входит компания МТС, с довольно высоким кредитным качеством. Так, выручка МТС по МСФО за 2023 выросла до 606 млрд. руб. (+13% г/г), OIBDA увеличилась до 234,2 млрд. руб. (+6,4% г/г). Чистая прибыль достигла почти 55 млрд. руб. (+67,5% г/г). Несмотря на рост чистого долга на 15% г/г до 441 млрд. руб., долговая нагрузка МТС в терминах ЧД/OIBDA сохранилась на приемлемом уровне – 1,9х.

- **Рост основных операционных показателей в 2023г.**

Розничные продажи препаратов фармацевтического актива Холдинга АФК «Система» выросли в 2023г. почти на 30%. Продажи недвижимости девелоперским активом увеличились до 547 тыс. кв. м. (+87% г/г), главным драйвером чего стало расширение

ПАРАМЕТРЫ ВЫПУСКА:

| Эмитент | АФК Система |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| Выпуск | 001P-30 |
| Рейтинг эмитента (АКРА/Эксперт) | "AA-(RU) / ruAA" |
| Объем размещения, млрд. руб. | не менее 6 млрд. руб. |
| Срок обращения | 4,25 года |
| Офера | не предусмотрена |
| Дюрация, лет | 3,03 года |
| Купонные периоды, дней | 91 день |
| Купоны | КС+спред |
| Ориентир по спреду, % | не выше 240 бп |
| Предварительная дата book-bulding | 21 мая 2024г |
| Организаторы | Локо-Банк, МТС-Банк, МКБ, Совкомбанк |

ПАРАМЕТРЫ ВЫПУСКА:

| Эмитент | АФК Система |
|-----------------------------------|-------------------------|
| Выпуск | 001P-29 |
| Рейтинг эмитента (АКРА/Эксперт) | "AA-(RU) / ruAA" |
| Объем размещения, млрд. руб. | не менее 6 млрд. руб. |
| Срок обращения | 4,0 года |
| Офера | не предусмотрена |
| Дюрация, лет | 2,9 года |
| Купонные периоды, дней | 91 день |
| Купоны | RUONIA+спред |
| Ориентир по спреду, % | не выше 260 бп |
| Предварительная дата book-bulding | 21 мая 2024г |
| Организаторы | ВТБ-Капитал, Совкомбанк |

предложения доступного жилья в регионах, где продажи выросли в 4 раза и достигли 34% от общего объема продаж. Агропромышленный актив нарастил земельный банк на 43 тыс. га за счет покупки с/х предприятия в Ставропольском крае, а гостиничный актив Корпорации удвоил номерной фонд благодаря приобретению у норвежской компании 10 отелей, расположенных в 4-х городах России.

Расширение бизнеса при комфортной рентабельности.

На фоне расширения операционной деятельности Корпорация продемонстрировала увеличение выручки в 2023г, которая превысила 1,0 трлн. руб. (+17% г/г). Наибольший вклад в выручку оказал телеком-актив МТС (+13,5% г/г) за счет роста продаж мобильной связи и развития финтех-сервисов. Агрохолдинг «Степь» нарастил выручку на 27% г/г за счет трейдинговых направлений, увеличения объема реализации молока и урожая в сегменте «Растениеводство». Выручка гостиничного бизнеса Cosmos Hotel Group составила 11,9 млрд. руб. (+107% г/г). Застройщик «Эталон» вышел в новые регионы, что привело к росту продаж жилой недвижимости и увеличению выручки на 47% г/г. Единственным крупным активом, сократившим свои доходы, стала «Сегежа» (-8,4 млрд. руб.). Лесопромышленный холдинг оказался под давлением на фоне структурной трансформации географии продаж и снижения средних цен реализации продукции.

Слабый финансовый результат «Сегежи», рост себестоимости и SG&A оказали негативное влияние на OIBDA (-13% г/г) и операционную прибыль (-26% г/г). Падение операционных показателей было обусловлено также высокой базой прошлого года из-за единоразовой прибыли от приобретения девелоперских активов на 33 млрд. руб. Однако, рентабельность бизнеса Компании, по нашим оценкам, сохранилась комфортная.

Тем не менее, снижение операционной прибыли совместно с увеличением процентных расходов (+18,6% г/г до 133,9 млрд. руб.) на фоне роста кредитного портфеля и стоимости его обслуживания, привели к тому, что АФК «Система» зафиксировала чистый убыток в 2023г. – 5,3 млрд. руб. против прибыли в 43,5 млрд. руб. годом ранее.

Свободный денежный поток сохранился в отрицательной зоне.

АФК «Система» является балансодержателем активов холдинга, однако холдинговая компания практически не осуществляет операционную деятельность и не генерирует значительного операционного денежного потока. В то же время, на балансе Корпоративного центра находится существенный размер долга: на конец 2023г. долг на уровне Корпоративного центра составил 265,7 млрд. руб., чистый долг – 247,7 млрд. руб. (+1% г/г). В результате обслуживание долга АФК «Система» во многом зависит от перераспределения денежных потоков базовых активов холдинга и от возможностей рефинансирования.

В то же время Корпоративный центр АФК «Система» получает существенные дивидендные выплаты от портфельных активов, а также имеет возможность монетизировать собственные инвестиции. Кроме того, АФК «Система» является активным участником рынка долгового финансирования.

Долг высокий, но риски рефинансирования мы оцениваем как умеренные.

Общий долг (включая обязательства по финансовой аренде) продолжил рост, превысив 1,22 трлн. руб. На фоне возросших процентных ставок его обслуживание возросло до 133,9 млрд. руб. (+18,6% г/г). При этом, структура консолидированного долга остается долгосрочной (59%) и преимущественно представлена рублевыми обязательствами (92%). Консолидированная долговая нагрузка в 2023г. в терминах Чистый Долг/OIBDA выросла до 4,06x, что выше среднеотраслевых показателей. Однако, учитывая денежные средства, аккумулированные на балансе, включая депозиты в банках (137,99 млрд. руб.), а также неиспользованные кредитные линии, риски рефинансирования АФК «Система» мы оцениваем как умеренные.

НАШ ВЗГЛЯД НА НОВЫЙ ВЫПУСК АФК "СИСТЕМА"

АФК «Система» является активным участником долгового рынка. На вторичном рынке в текущий момент торгуется 26 выпусков Эмитента общей суммой по номиналу 259,2 млрд. руб. При этом, большинство выпусков являются долгосрочными. В этом году Компании предстоит пройти oferty по 5-ти выпускам на общую сумму 36,1 млрд. руб. Оферты приходятся на май (15 млрд. руб.); сентябрь (10,2 млрд. руб.) и ноябрь (10,9 млрд. руб.). График выплат равномерный и комфортный для Компании.

Оценка основных финансовых показателей АФК «Система» по МСФО за 2023г.

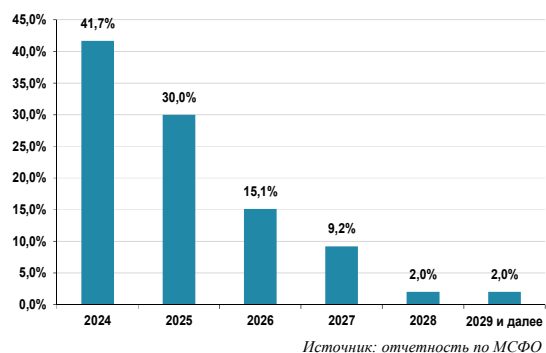
| млн руб. | 2023 | 2022 | % |
|------------------------------|-----------|----------|---------|
| Выручка | 1 045 869 | 895 133 | 16,8% |
| Скорректированная OIBDA | 266 200 | 304 800 | -12,7% |
| OIBDALTM | 264 314 | 303 488 | -12,9% |
| ЕБИТ | 115 245 | 155 792 | -26,0% |
| Операционная прибыль | 116 338 | 157 671 | -26,2% |
| Чистая прибыль | -5 314 | 43 506 | |
| Рентабельность по OIBDA | 25,5% | 34,1% | -8,6 пп |
| Рентабельность по ЕБИТ | 11,0% | 17,4% | -6,4 пп |
| Операционная рентабельность | 11,1% | 17,6% | -6,5 пп |
| Чистая рентабельность | отриц | 4,9% | |
| Операц. ден.поток до изм. ОК | 305 800 | 295 911 | 3,3% |
| Чистый операцион. ден. поток | 74 112 | 48 967 | -51,4% |
| CAPEX (включая НМА, М&А) | 149 266 | 158 559 | -5,9% |
| Свободный денежный поток | -75 154 | -109 592 | |

| млн руб. | 31.12.2023 | 31.12.2022 | % |
|---------------------------|------------|------------|---------|
| Активы | 2 358 110 | 2 098 605 | 12,4% |
| в т.ч. денежные средства | 137 465 | 134 402 | 2,3% |
| Долг* | 1 220 000 | 1 081 300 | 12,8% |
| доля краткосрочного долга | 43,5% | 30,3% | 13,2 пп |
| Чистый долг | 1 082 535 | 946 898 | 14,3% |
| Капитал | 148 589 | 187 340 | -20,7% |
| CAPEX/OIBDA | 0,6x | 0,5x | - |
| Долг/OIBDALTM | 4,6x | 3,6x | - |
| Чистый долг/OIBDALTM | 4,1x | 3,1x | - |
| ЕБИТ/Процентные платежи | 0,9x | 1,3x | - |
| Долг/Капитал | 8,2x | 5,8x | - |

*вкл финансовый лизинг

Источник: данные МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

График погашения консолидированных финансовых обязательств АФК «Система» на 01.01.2024, млрд. руб.



Источник: отчетность по МСФО

График погашения обязательств Корпоративного центра на 01.01.2024г., млрд. руб.



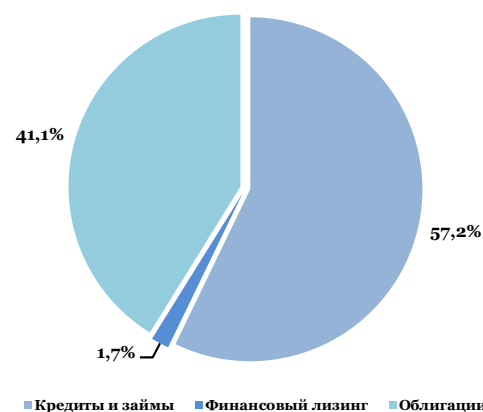
Источник: данные компании

На вторичном рынке ликвидные классические выпуски АФК «Система» торгуются со спредом в диапазоне 180 - 250 бп к кривой ОФЗ на дораации 1-3 года. В текущий момент Компания вновь выходит на долговой рынок рублевых облигаций с предложением 2-х флоутеров, привязанных к ключевой ставке (КС) и к RUONIA. Спред к КС маркируется на уровне не выше 240 бп. Спред к RUONIA – не выше 260 бп. Стоит отметить, что в октябре и декабре прошлого года АФК «Система» уже размещала 2 флоутера серии 001P-26 (15 млрд. руб.) и 001P-27 (7 млрд. руб.) с привязкой к RUONIA. Выпуски пользовались хорошим спросом и спред к RUONIA при размещении был снижен до 190 бп (первоначально маркировался на уровне не выше 220-225 бп). Затем, в феврале этого года Компания вновь разместила флоутер серии 001P-28 со спредом к RUONIA в 190 бп (первоначально ориентир спреда был на уровне не выше 220 бп).

Также, для сравнения стоит отметить, что ключевой актив АФК «Системы» - МТС в конце марта текущего года разместил 2 флоутера серии 002P-04 со спредом к RUONIA в 140 бп и серии 002P-05 со спредом к КС в 130 бп, что существенно ниже маркируемых выпусков АФК «Системы».

Новые выпуски серии 001P-29 и 001P-30 компания планирует разместить 21 мая 2024г. Плавающий купон позволит инвесторам минимизировать процентный риск в условиях нестабильности процентных ставок. Банк России постоянно намекает на то, что жесткая ДКП может продлиться дольше, чем ожидалось. Рынок классических рублевых облигаций продолжает находиться под давлением, а пониженная ликвидность корпоративного сегмента ограничивает его переоценку. В связи с этим, предложение новых выпусков АФК «Системы» с привязкой к RUONIA и к КС должно найти хороший спрос. При этом, мы ожидаем, что спред при размещении, возможно, будет снижен и считаем интересным участие в новых выпусках при спреде к RUONIA в диапазоне 220-240 бп, а при спреде к КС 200-220 бп, что предоставляет апсайд к предыдущим флоутерам АФК «Системы», а также к ключевому активу Группы – МТС.

Структура консолидированных финансовых обязательств на 01.01.24г, млрд. руб.



Источник: отчетность компании по МСФО

НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям).

Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей.

Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

© 2024 Банк ЗЕНИТ.