



# Максима Телеком (ru BBB+): привлекательное предложение в high yield сегменте

Максима Телеком 17 июля запланировала дебютное размещения рублевых облигаций на сумму 3 млрд руб. и сроком обращения шесть лет. Структура выпуска предусматривает пут-опцион через три года. Индикативный диапазон доходности составляет 11,04-11,57%, что соответствует премии к суверенной кривой в диапазоне 604-657 б.п. На наш взгляд, бумага может стать весьма привлекательной для инвесторов, которые готовы принимать риски эмитентов третьего эшелона.

## ОПИСАНИЕ ЭМИТЕНТА:

Максима Телеком - группа компаний телекоммуникационного сектора, фокусирующаяся на цифровизации городской инфраструктуры посредством создания публичных беспроводных сетей, прежде всего в метро Москвы и Санкт-Петербурга. В 2013 г. на базе уникальной платформы была создана крупнейшая в Европе публичная wi-fi сеть (20 городов присутствия, 32 тыс. точек), технология которой теперь также успешно экспортируется за рубеж. В число бенефициарных владельцев входят Сергей Асланян (экс-президент Ситроникса) и Алеко Крихели. До осени 2019 г. часть капитала (23,75%) принадлежала дочерней структуре НПФ "Благосостояние". После продажи акции перешли в разряд казначейских.

Мы позитивно смотрим на кредитный профиль Максима Телеком, несмотря на небольшие размеры бизнеса в силу относительно недавно начавшегося активного развития группы компаний. Важное преимущество операционной деятельности - меньшая цикличность продаж на фоне мировой пандемии по сравнению с эмитентами из производственных или, к примеру, строительных отраслей. Выручка группы формируется за счет двух основных направлений: инфраструктурные цифровые услуги (55% оборота в 2019 г.) и продажи рекламы (45%). По итогам 2019 г. продажи увеличились почти вдвое, до 6,1 млрд руб. В дальнейшем ожидается активный рост выручки (почти в три раза за три года) за счет наращивания поступлений от инфраструктурных проектов. Продажи данного сегмента до конца 2020 г. практически на 90% обеспечены уже подписанными контрактами (на 25% - в 2021 г.). При этом поскольку рекламный бизнес является более маржинальным, рентабельность по EBITDA запланировано снизится до 15% по сравнению с 19% на конец 2019 г.

Рекламный дивизион в середине прошлого года был выделен в отдельную компанию - Квант. Позже в качестве стратегического инвестора в капитал

дочерней структуры вошел Газпром-Медиа холдинг, приобретя долю в 51%. Сумма сделки составила 1,67 млрд руб. Наличие сильного стратегического партнера ожидаемо позитивно скажется не только на операционном профиле за счет обмена технологиями и наработками, но и поможет усилить административный ресурс.

Еще одним позитивным фактором в отношении кредитного профиля эмитента является завершение активной стадии инвестиционного цикла. Максима Телеком заканчивает программу модернизации в московском метро стоимостью порядка 1 млрд руб. Добавленная емкость сможет соответствовать планам развития на ближайшие пять-семь лет. Таким образом, потребности в CAPEX в следующие годы будут весьма скромными (до 300-500 млн руб. ежегодно).

Совокупный объем долга компании по итогам 2019 г. оценивался в 4,6 млрд руб., четвертая часть которого подлежала погашению в ближайший год. Основную часть портфеля составляли обеспеченные банковские кредиты с плавающей ставкой (в среднем 14-15% на протяжении 2019 г.). Метрика чистый левиредж, рассчитанная как чистый долг/EBITDA, оценивалась нами в 3,7x по итогам 2019 г. В текущем году финансовый план Максима Телеком предусматривает рост долговой нагрузки до 4,9x из-за необходимости завершения финансирования инвестиционной программы. Далее по мере роста денежного потока показатель должен опуститься ниже 2x.

## ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, МСФО

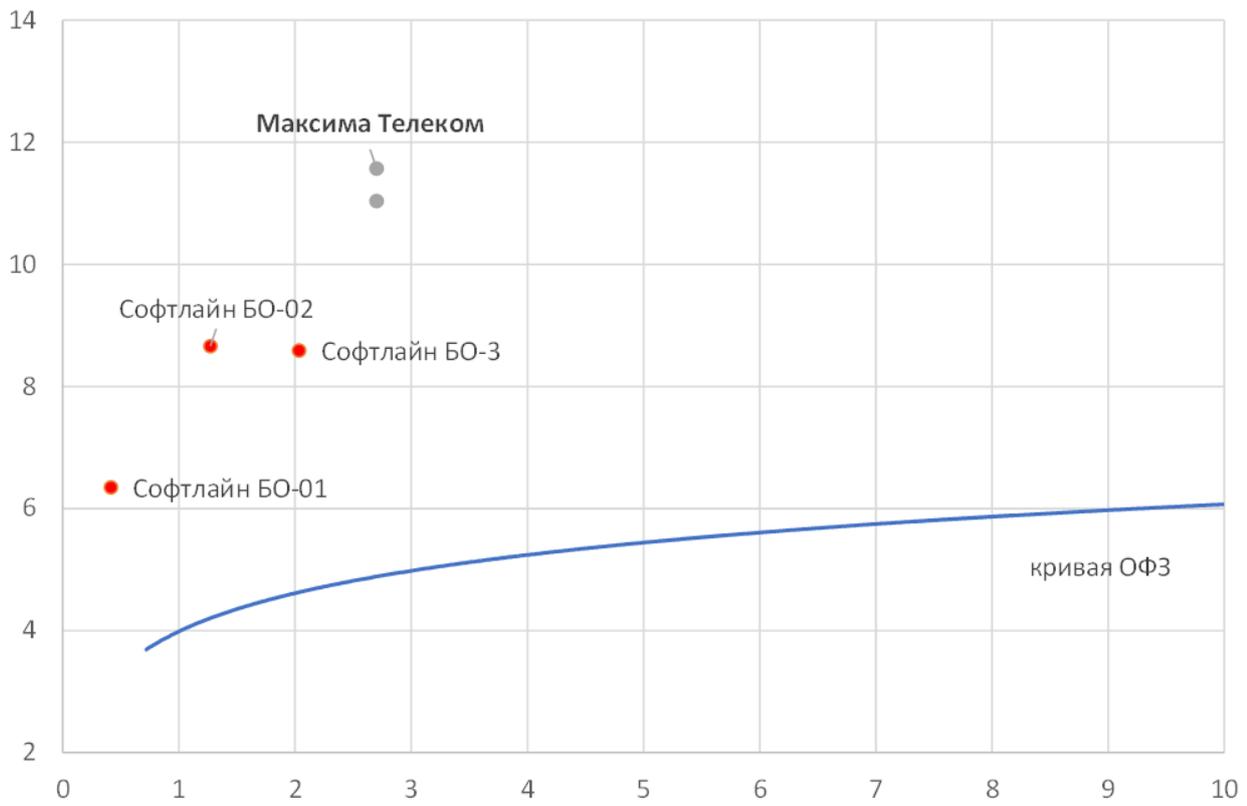
<i>в млн руб.</i>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
Выручка	6 155	3 864	1 929
Операционная прибыль	589	350	91
EBITDA	1 159	708	365
<i>EBITDA margin, %</i>	18,8%	18,3%	18,9%
Чистая прибыль	1	-188	-356
Активы	7 253	5 655	4 130
Капитал	455	76	-372
Общий долг	4 595	4 004	3 949
<i>доля короткого долга, %</i>	25,0%	20,8%	19,9%
Чистый долг	4 316	3 867	3 923
FCF	-270	601	-1 300
Чистый долг/EBITDA	3,72	5,46	10,75
EBITDA/проценты	2,24	1,39	0,77

*Источник: данные компании, оценка ITI Capital*

## ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ ДОХОДНОСТИ

Среди эмитентов телекоммуникационного сектора для адекватного сравнения можно подобрать не так много компаний. Крупные телеоператоры, такие как МТС или Вымпелком, едва могут быть выбраны в качестве "peers" из-за принципиально разных бизнес-моделей, масштабов продаж и кредитных рейтингов. Несмотря на разный фокус деятельности, на наш взгляд, наилучшим образом подходит поставщик IT-решений - группа Softline (B/ruBBB). Оба эмитента пока не имеют национального рейтинга, достаточного для попадания в ломбардный список ЦБ РФ (от ruA-), однако соответствуют требованиям для инвестирования средств пенсионных фондов и страховых резервов. При этом Softline располагает рейтингом международного агентства S&P, а также лучше известен инвесторам. Также компания гораздо более предпочтительна с точки зрения финансовых метрик: выручка выше почти в 20 раз, чистый долг/EBITDA на уровне 1,3х. Последний из размещенных выпусков Softline предлагает сейчас доходность порядка YTM 8,5% к погашению в 2023 г. Таким образом, справедливая доходность облигаций Максима Телеком, по нашей оценке, должна составлять примерно 9,5-10%.

### КАРТА РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ



Источник: ММВБ, ITI Capital

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Алексей Салтыков | Руководитель управления торговых операций | [Alexey.Saltykov@iticapital.com](mailto:Alexey.Saltykov@iticapital.com)

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Ирина Фомкина | Аналитик | [Irina.Fomkina@iticapital.com](mailto:Irina.Fomkina@iticapital.com)

Кирилл Сосов | Аналитик | [Kirill.Sosov@iticapital.com](mailto:Kirill.Sosov@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933–32–35 | 8 800 200–32–35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>