

ТЕПЕРЬ С КОВЕНАНТАМИ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Отличительная особенность нового выпуска АФК «Система» – наличие ковенантов. В настоящий момент продолжается формирование книги заявок по размещению нового выпуска **АФК Система-3** объемом 19 млрд руб., параметры которого приведены в таблице справа. Эмитент предполагает направить привлеченные средства на общекорпоративные цели и рефинансирование части текущей задолженности. Выпуск отвечает всем требованиям, выполнение которых необходимо для включения в список РЕПО ЦБ. Новый выпуск АФК «Система» отличается от прочих находящихся в обращении бумаг холдинга наличием по нему совокупности ковенантов. Наиболее существенным среди них нам представляется возможность предъявления бумаг к досрочной оферте в случае 1) прекращения консолидации в отчетности Системы результатов МТС или 2) неисполнения эмитентом или его дочерними структурами своих финансовых обязательств на сумму, превышающую 10% балансовой стоимости активов по состоянию на последнюю отчетную дату. Ориентир организатора размещения по купонной ставке выпуска **АФК Система-3** составляет 12,25–13,00%, что соответствует доходности 12,63–13,42% к оферте через три года. По нашей оценке, справедливый уровень доходности новых облигаций АФК «Система» составляет УТР12,45–12,70%. Мы рекомендуем инвесторам участвовать в размещении.

Заемщик, хорошо известный рынку облигаций. АФК «Система», являющаяся диверсифицированным инвестиционным холдингом, хорошо известна публичному долговому рынку как по собственным облигационным займам, так и по заимствованиям ее дочерних компаний. Холдинговая компания впервые привлекла заимствования на рынке облигаций в 2003 г., разместив выпуск CLN на сумму 100 млн долл., который был погашен эмитентом в 2004 г. В настоящее время в обращении находятся два выпуска рублевых облигаций АФК «Система» общим объемом 26 млрд руб., а также выпуск еврооблигаций **Systema'11** на сумму 350 млн долл. Система является публичной компанией, что повышает ее информационную открытость для инвесторов – около 22-24% акций холдинга находятся в свободном обращении на российском рынке и Лондонской фондовой бирже, а рыночная капитализация компании составляет около 9 млрд долл. (по состоянию на 20 ноября 2009 г.).

Бизнес АФК «Система»: телекоммуникации и БашТЭК. Это определение, как нам кажется, наиболее адекватно отражает нынешнюю структуру бизнеса Системы. Денежные потоки холдинга формируются дивидендами его дочерних компаний. Основная часть доходов обеспечена телекоммуникационным сегментом, на долю которого, согласно отчетности за I полугодие 2009 г., приходится около 70% выручки и 95% OIBDA холдинга. Источником самых крупных дивидендных выплат является МТС (ВВ/Ва2/ВВ+), в акционерном капитале которой Система владеет 56-процентной долей. Прочие телекоммуникационные активы Системы – Комстар-ОТС (59%), Связьинвест (25% + 1 акция), SSSL (74%), Скай Линк (50%). В число остальных сегментов бизнеса холдинга входят: потребительский, высокие технологии и промышленность, а также топливно-энергетический комплекс (ТЭК). Эти сегменты, за исключением последнего, отрицательно влияют на показатели консолидированной рентабельности холдинга и при этом обременены довольно внушительным долгом – по состоянию на конец I полугодия 2009 г. на их долю приходилось около 34% общего объема долговых

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО "АФК Система"
Кредитный рейтинг эмитента	ВВ/В1/ВВ-
Серия облигаций	АФК Система-3
Объем	19 млрд руб.
Срок обращения	семь лет
Оферта	три года (пут)
Купон	Полугодовой
Ориентир по доходности	УТР 12,63 - 13,42%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги заявок	30.ноя.09
Справедливая доходность*	УТМ 12,45 - 12,70%

* - оценка УРАЛСИБа

Источники: АФК «Система»

На долю телекоммуникационного сегмента пришлось около 70% выручки и 95% OIBDA в I полугодии 2009 г.

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

обязательств Системы. Напротив, ТЭК обещает стать основным конкурентом телекоммуникационного сегмента холдинга с точки зрения генерации денежных потоков. В I полугодии нынешнего года АФК «Система» закрыла сделку по приобретению активов БашТЭК за 2,6 млрд долл. Их консолидация в отчетности позволила холдингу увеличить совокупную выручку по итогам II квартала 2009 г. более чем на 56% по сравнению с предыдущим кварталом – до 4,2 млрд долл.

Приобретение активов БашТЭКа привело к заметному росту долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели АФК "Система", млн долл.

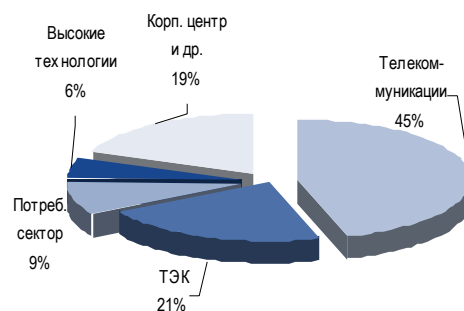
US GAAP	2007	2008	I кв. 2009	II кв. 2009	II кв. 2008	% изм II кв.09/II кв.08
Выручка	13 411	16 671	2 719	4 242	4 114	3,1
OIBDA	4 942	5 490	869	1 197	1 501	(20,3)
Чистая прибыль	1 572	62	(396)	246	277	(11,2)
Операционный денежный поток	2 723	3 826	869	620	1074	
CAPEX	3 062	4 271	873	829	1101	
						% изм II кв.09/I кв.09
Совокупный долг	8 350	9 955	9 371	12 877	9 540	37,4
Краткосрочный долг	2 243	3 950	3 431	4 388	2 983	27,9
Денежные средства	1 062	1 948	1 420	2 543	1 855	79,1
Чистый долг	7 288	8 007	7 951	10 334	7 685	30,0
Собственный капитал	6 659	9 441	8 127	10 421	7 503	28,2
Активы	28 397	29 623	27 123	33 780	32 739	24,5
Коэффициенты						
Норма OIBDA (%)	36,9	32,9	32,0	28,2	36,5	
OIBDA/Проц. расх	12,1	9,9	4,5	4,6	14,7	
Долг/OIBDA	1,7	1,8	1,9	2,8	1,7	
Чистый долг/OIBDA	1,5	1,5	1,6	2,2	1,3	
Долг/Собственный капитал	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Приобретение активов БашТЭКа ухудшило кредитный профиль Системы... АФК «Система» еще не опубликовала консолидированных финансовых показателей за III квартал 2009 г. – ожидаемая дата представления отчетности – начало декабря 2009 г. В связи с этим при анализе кредитного профиля холдинга мы ориентировались на отчетность за I полугодие 2009 г. Консолидированный долг Системы на 30 июня составлял 12,9 млрд долл (из которых на долю краткосрочной части приходилось 4,4 млрд долл.) при денежной позиции, равной 2,5 млрд долл. По нашей оценке, коэффициенты Долг/OIBDA и Чистый долг/OIBDA холдинга на отчетную дату составляли 2,8 и 2,2 соответственно. Напомним, что ковенанты по выпуску еврооблигаций **Sistema'11** ограничивают долговую нагрузку Системы отношением Долг/OIBDA на уровне 4. Существенное увеличение совокупного долга эмитента во II квартале 2009 г. (на 37,4% по сравнению с I кварталом), как и заметный рост показателей долговой нагрузки, объясняется преимущественно привлечением нового финансирования для закрытия сделки по покупке активов БашТЭКа, в частности кредита ВТБ в размере 2 млрд долл.

... но это лишь кратковременный эффект. Важно отметить, что в настоящее время «Система» переводит долг, привлеченный для финансирования башкирской сделки с уровня холдинга на баланс операционной компании. Как отмечало в своем недавнем пресс-релизе S&P, подтвердившее рейтинг АФК «Система» на уровне «ВВ» (прогноз – «негативный»), ОАО «Башнефть», входящая в состав башкирского ТЭКа, в ближайшее время приобретет у холдинга акции пяти компаний ТЭКа. Данная сделка позволит Системе погасить долг

Основной долг на «телекомах» и ТЭК
 Разбивка долга Системы по бизнес-направлениям



*По состоянию на 30 июня 2009

Источники: АФК «Система»

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

перед ВТБ и будет способствовать существенному увеличению финансового рычага материнской компании. По информации S&P, сделка ожидается не позднее чем в конце I квартала 2010 г. и, вероятно, станет поводом для пересмотра агентством прогноза по рейтингу эмитента и изменения его с «негативного» на «стабильный». Кроме того, необходимо подчеркнуть, что обладающие хорошими возможностями для генерации денежных потоков активы БашТЭКа в дальнейшем, вероятно, самым положительным образом скажутся на кредитном профиле Системы.

Основные риски: валютная структура долга и... В III–IV кварталах 2009 г. объем погашений долговых обязательств АФК «Система» составляет 1,3 млрд долл., а в 2010 г. холдингу предстоит выплатить в общей сложности 3,6 млрд долл. По-нашему мнению, эти выплаты не представляют для компании серьезной угрозы, учитывая, что ее операционный денежный поток по итогам I полугодия 2009 г. был равен 1,5 млрд долл., а денежные средства на балансе на конец I составляли 2,5 млрд долл. Кроме того, Система в состоянии привлечь средства на рынках капитала (что, в частности, подтверждает размещение холдингом рублевых облигаций на 20 млрд руб. (660 млн долл.) в августе 2009 г.), а также обладает широкими возможностями для привлечения кредитных ресурсов под залог пакетов акций своих дочерних компаний. Среди наиболее существенных кредитных рисков Системы следует в первую очередь назвать преобладание в ее долговом портфеле валютных займов (67% на конец I полугодия 2009 г.) в то время как доходы компании формируются главным образом в рублях. В условиях продолжающегося укрепления рубля, это, конечно же, играет Системе на руку, но риск может реализоваться в случае смены тренда. Так, в IV квартале 2009 г. убытки холдинга от курсовых разниц составили около 795 млн долл. В то же время мы отмечаем постепенное увеличение доли рублевых заимствований в структуре долговых обязательств Системы, в том числе благодаря размещению рублевых облигаций в августе. Новый рублевый облигационный заем Системы будет способствовать развитию этой тенденции.

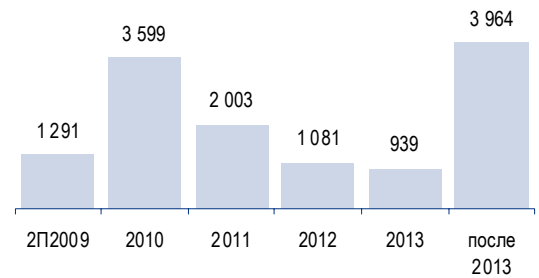
... агрессивная инвестиционная политика. К серьезным кредитным рискам Системы и держателей ее облигаций мы относим также довольно агрессивную инвестиционную политику холдинга, которая может привести к дальнейшему росту долговой нагрузки и, как следствие, снижению кредитных рейтингов эмитента. Отметим, что, согласно финансовой отчетности за 2007 г. – I полугодие 2009 г., капитальные затраты эмитента (см. таблицу на стр.2) постоянно превышали получаемый холдингом операционный денежный поток. Инвестиционные аппетиты Системы остаются неясными, несмотря на то что обнародованными недавно стратегическими планами холдинга предусмотрено улучшение показателей долговой нагрузки и развитие преимущественно за счет органического роста имеющегося у компании портфеля активов. В качестве примера развития за счет синергии существующих у холдинга активов можно привести сделку по продаже Системой 50,9% акций Комстара-ОТС в октябре нынешнего года. Данная сделка не должна оказать влияние на консолидированную долговую нагрузку холдинга, но при этом обещает дать значительный синергетический эффект. Несмотря на то что в дальнейшем Система предполагает осуществлять новые инвестиции преимущественно посредством проведения equity-сделок в различных формах, мы считаем, что компания будет готова «поступиться принципами», если у нее появятся привлекательные инвестиционные возможности. При таком сценарии нельзя исключать, что ограничителями долговой нагрузки будут выступать для холдинга лишь ковенанты по уже существующим у компании долговым обязательствам.

Партнерские отношения с государством – поддержка кредитного качества. Среди существенных факторов поддержки кредитного

Кредит ВТБ в размере 2 млрд долл. может быть погашен до конца I квартала 2010 г.

Мягкий график погашения долга

График погашения долга* Системы, млрд долл.

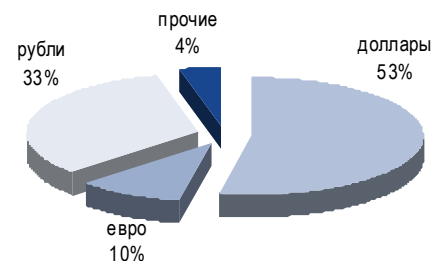


* - не включая долг корпоративного центра

Источники: АФК Система

Много валютных займов

Валютная структура долга Системы на 30.06.2009 г.



Источники: АФК Система

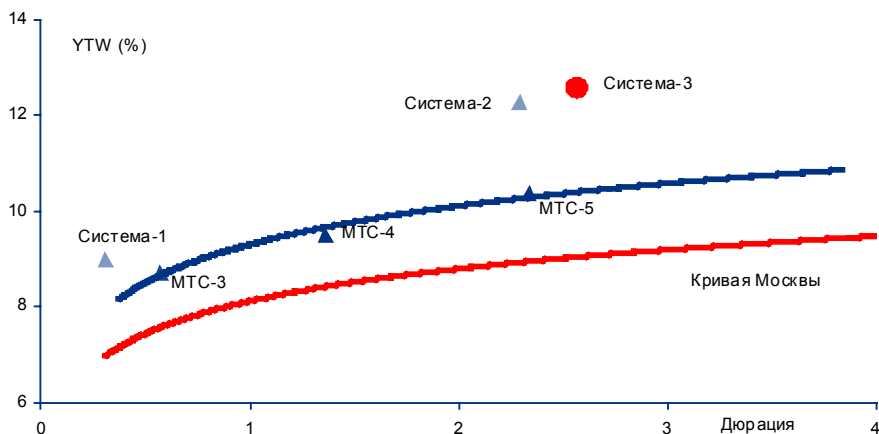
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

качества Системы следует в первую очередь назвать партнерские отношения холдинга с государством, что в известной мере является господдержкой. В качестве примера можно привести сделку по продаже ВТБ доли в девелоперской компании «Система-Галс», закрытую в апреле 2009 г. Деконсолидация показателей Системы-Галс позволила Системе сократить общий объем финансового долга более чем на 1 млрд долл. Мы также полагаем, что существуют хорошие шансы на скорое завершение сделки по продаже государству доли Системы в Связьинвесте. И хотя далеко не все подробности этой сделки к настоящему моменту ясны, мы приветствуем ее в любой потенциальной форме, поскольку она позволит значительно сократить консолидированную долговую нагрузку Системы. Помимо этого, холдинг может получить поддержку со стороны российского правительства в виде государственных инвестиций в индийское дочернее предприятие Системы, оператора сотовой связи Sistema Shyam Teleservices (SSTL). Индийский проект Системы, по сути, представляет собой старт-ап, и его успех зависит от способности привлечь финансирование для развертывания сети, которая охватила бы всю Индию. Стоимость подобного проекта может составить миллиарды долларов. В числе возможных вариантов партнерства с государством рассматривается приобретение российским правительством 20-процентной доли в SSTL за 680 млн долл.

Выпуск АФК Система-3 привлекателен даже по нижней границе первоначального ориентира. Лучшим ориентиром для оценки справедливой доходности нового выпуска облигаций АФК Система, дюрация которого, по нашим расчетам, составляет порядка 2,58 года, является другой обращающийся выпуск эмитента – **АФК Система-2** (УТР 12,3%) близкой дюрации (2,29 года) и обладающий достаточно высокой ликвидностью. Справедливую премию за чуть более длинную дюрацию новой бумаги мы оцениваем в 15-40 б.п. Таким образом, покупка выпуска **АФК Система-3** даже по нижней границе ориентира организатора (доходность УТР12,63%) представляется нам привлекательной, и мы рекомендуем принимать участие в размещении. Кроме того, выпуск **АФК Система-2** в настоящий момент представляется нам недооцененным относительно кривой доходностей МТС (ВВ/Ва2/ВВ+), к которой он торгуется с премией в размере около 190 б.п. Исходя из разницы в кредитных рейтингах существующая премия по доходности в размере более 150 б.п между выпусками материнской и дочерней компании представляется нам неоправданно большой.

Рекомендуем участвовать в размещении

Доходности рублевых облигаций АФК Система и МТС



* - котировки по состоянию на 20 ноября 2009 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovan@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн
Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, baktinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт
Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Банки
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2009