

Вклад БАШТЭКА все ощутимее РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 2009 г. по US GAAP

Результаты нейтральны для кредитного качества эмитента. Вчера АФК «Система» объявила финансовые результаты по US GAAP за IV квартал и весь 2009 г., которые представляются нам нейтральными с точки зрения кредитного качества эмитента. Мы не ожидаем влияния опубликованной отчетности на котировки обращающихся облигаций компании. По итогам IV квартала выручка Системы возросла на 20,4% относительно предыдущего квартала (до 6,4 млрд долл.), а скорректированный на разовые статьи (в том числе прибыль, полученную от приобретения активов БашТЭКа) показатель OIBDA за период увеличился на 14,2% – до 1,7 млрд долл. Основной вклад в рост выручки и OIBDA Системы внесли активы ТЭК, которые увеличили результат на 37% по сравнению с III кварталом 2009 г. (до 2,6 млрд долл.), а OIBDA – на 21% (до 488 млн долл.). Объем совокупного финансового долга холдинга за IV квартал остался практически неизменным (16,2 млрд долл.), но в условиях сокращения денежной позиции компании чистый долг увеличился почти на 17% до 12,3 млрд долл. В результате коэффициент Чистый долг/OIBDA Системы на конец 2009 г. составил 2,3 против 2,2 на конец III квартала.

Ключевые финансовые показатели АФК "Система", млн долл.

US GAAP	III кв. 2009	IV кв. 2009	2009	2008	Изм. за кв, %	Изм. за год, %
Выручка	5 335	6 425	18 750	16 671	20,4	12,5
OIBDA*	1 475	1 684	5 468	5 995	14,2	(8,8)
Чистая прибыль	226	211	516	1 078	(6,6)	(52,1)
Операционный денежный поток	926	276	3 022	3 826	(70,2)	(21,0)
Капитальные вложения	865	868	3 434	4 271	0,3	(5,4)
Свободный денежный поток	61	(592)	(412)	(445)	(1071)	(7,4)
Совокупный долг	16 117	16 170	16 170	9 955	0,3	62,4
Краткосрочный долг	4 449	4 769	4 769	3 950	7,2	20,7
Денежные средства	5 549	3 845	3 845	1 948	(30,7)	97,4
Чистый долг	10 568	12 325	12 325	8 007	16,6	53,9
Собственный капитал	13 768	14 010	14 010	9 441	1,8	48,4
Активы	41 898	42 011	42 011	29 623	0,3	41,8
<i>Коэффициенты</i>						
Норма OIBDA (%)	27,6	26,2	29,2	36,0		
OIBDA/Проц. расх	4,1	3,6	4,1	10,8		
Долг/OIBDA	3,4	-	3,0	1,7		
Чистый долг/OIBDA	2,2	-	2,3	1,3		
Долг/Собственный капитал	1,2	-	1,2	1,1		

* - показатель OIBDA без учета разовых статей

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

БашТЭК продолжает набирать ход. Пока телекоммуникационный сегмент Системы удерживает первенство как основной для холдинга генератор денежных средств (43% консолидированной выручки и 50% нескорректированного на разовые статьи OIBDA в IV квартале), однако конкуренция со стороны активов БашТЭКа становится все ощутимее. Так, доля сегмента ТЭК в консолидированной выручке Системы в IV квартале достигла 41% против 36% в III квартале, а его вклад в OIBDA увеличился с 13% до 36%. Мы полагаем, что при сохранении

РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 2009 г. по US GAAP

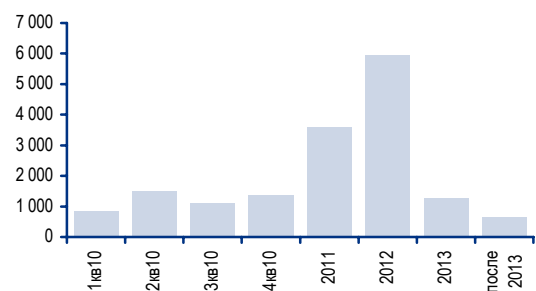
благоприятной ценовой конъюнктуры на рынке нефти в течении 2010 г. стоит ожидать дальнейшего улучшения финансовых показателей БашТЭКа. Мы принимаем во внимание план Башнефти увеличить объем нефтедобычи по итогам нынешнего года на 7,8% до 13,2 млн тонн. В I квартале компания продемонстрировала впечатляющие операционные показатели (рост нефтедобычи на 17,5% год к году – до 3,4 млн т).

За пределами телекоммуникационного и нефтяного сегментов результаты не впечатляют. Выручка потребительского бизнеса Системы по итогам IV квартала увеличилась на 10% относительно показателя предыдущих трех месяцев и составила 566 млн долл., причем на уровне OIBDA сегмент получил убыток в размере 74 млн долл. против прибыли, равной 21 млн долл. в III квартале. Наиболее ощутимый урон консолидированной OIBDA потребительского сегмента в отчетном периоде нанесло направление «Банковская деятельность», что отражает увеличение отчислений на формирование резервов по кредитному портфелю банковского актива Системы – МБРР. Технологический и промышленный сегмент холдинга показал по итогам IV квартала прибыль по OIBDA в размере 5 млн долл. – убытки Ситроникса были компенсированы прибылью от направления радио- и космических технологий и фармацевтического сегмента. Тем не менее полученный результат существенно ниже, чем в III квартале (OIBDA – 21 млн долл.). Что касается индийского телекоммуникационного бизнеса Системы, то в IV квартале он оставался убыточным: объем продаж составил 14 млн долл., а убытки по OIBDA – 80 млн долл., несмотря на рост абонентской базы на 59% по сравнению с предыдущим кварталом – до 2,9 млн абонентов.

Благоприятная структура долга; валютные риски снизились. Структура долгового портфеля Системы представляется нам благоприятной: на конец 2009 г. доля долгосрочных заимствований на балансе холдинга составляла 71%. Погашение краткосрочной части долга (4,8 млрд долл.) довольно равномерно распределено по кварталам нынешнего года. Добавим, что по состоянию на конец 2009 г. краткосрочные заимствования Системы на 81% покрывались денежными средствами на балансе холдинга, и это позволяет нам оценить риски рефинансирования эмитента как незначительные. Среди позитивных факторов отметим также продолжившееся увеличение доли рублевых заимствований в долговом портфеле Системы (60% на конец 2009 г. против 46% на конец III квартала 2009 г.). По-нашему мнению, это снижает для холдинга валютные риски, учитывая, что основной объем выручки Системы формируется в рублях. Напомним, что рейтинговое агентство Moody's, которое прежде наиболее сурово из трех ведущих рейтинговых агентств оценивало кредитные риски Системы, в начале 2010 г. повысило рейтинг эмитента на одну ступень – до уровня «Ba3», установив прогноз по рейтингу «стабильный».

Агрессивная инвестиционная политика остается одним из основных рисков. По итогам 2009 г. Система получила отрицательный свободный денежный поток в размере 412 млн долл., что, впрочем, несколько лучше результата 2008 г. (-445 млн долл.). Основная доля капвложений в 2009 г. (76%) по-прежнему приходилась на телекоммуникационный сегмент (78% в 2008 г.). Хотя мы придерживаемся в целом положительного взгляда на кредитный профиль Системы, особенно после включения в состав холдинга такого мощного «денежного центра», как БашТЭК, необходимо в очередной раз указать на связанные с компанией ключевые риски. Мы

Благоприятная структура долга
График погашения долга АФК "Система", млн долл.



Источники: АФК "Система"

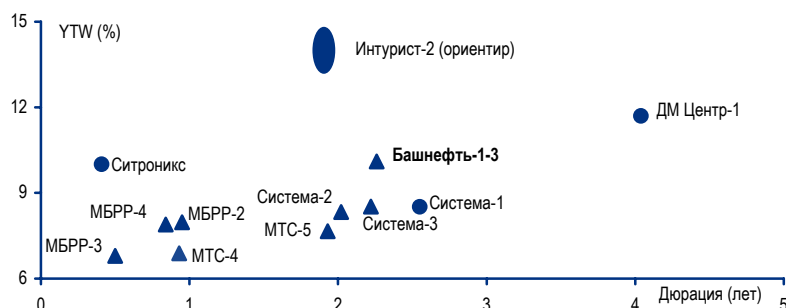
РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 2009 Г. ПО US GAAP

продолжаем считать таковыми агрессивную, не всегда предсказуемую инвестиционную политику холдинга. Хотя ранее компания сообщала, что в дальнейшем планирует развиваться преимущественно за счет органического роста имеющегося у нее портфеля активов, мы полагаем, что в случае появления новых привлекательных инвестиционных возможностей холдинг может вполне поступиться этой позицией. Добавим, что Система определила для себя долгосрочный профиль долговой нагрузки отношением Консолидированный долг/OIBDA < 3, то есть уровнем, с которым она завершила 2009 г., однако стоит учитывать, что данный показатель не является «прописанным» где-либо ковенантом.

Облигации Башнефти – лучший выбор среди выпусков дочерних компаний Системы. По нашему мнению, рублевые облигации Системы в настоящее время справедливо оценены рынком. Среди выпусков дочерних компаний холдинга наиболее привлекательными, по нашему мнению, остаются долговые инструменты Башнефти. Компания показывает вполне достойные финансовые и операционные результаты, а первая публикация полной консолидированной отчетности эмитента по US GAAP – по итогам I квартала 2010 г., и ожидаемое вскоре присвоение Башнефти кредитного рейтинга (что должно обеспечить включение облигаций эмитента в ломбардный список), на наш взгляд, – весомые факторы сужения спреда к облигациям материнской компании ниже уровня 100 б.п. (158 б.п. на текущий момент). Среди прочих «дочек» Системы, мы рекомендуем инвесторам, для которых фактор «ломбардности» не является критическим, обратить внимание на новый выпуск **Интурист-2**, по которому в настоящий момент продолжается формирование книги заявок (ориентир по доходности YTP 13,4–14,5% к двухлетней оферте). Премия в размере более 500 б.п. к облигациям АФК «Система», по нашему мнению, – довольно щедрая компенсация за кредитный риск Интуриста, кредитное качество которого в настоящий момент определяется исключительно акционерной поддержкой (помимо контроля Системы, 33,8% акций Интуриста контролирует правительство Москвы). Мы рекомендуем также следить за информацией о размещении новых облигаций Ситроникса.

Спред облигаций Башнефти к выпускам АФК "Система" сохраняет потенциал сужения

Облигации АФК "Системы" и ее дочерних компаний



*Котировки по состоянию на 26 апреля

Источники: ММВБ, УРАЛСИБ

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, taveggia@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Алексей Чекушин, 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
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипенко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

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

Банки

Леонид Слипенко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

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

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрug, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@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 2010