

БЕЗ НЕОЖИДАННОСТЕЙ**Результаты за I квартал 2010 г. по US GAAP****Результаты нейтральны для кредитного качества эмитента.**

Вчера АФК «Система» объявила финансовые результаты по US GAAP за I квартал 2010 г., которые представляются нам нейтральными с точки зрения кредитного качества эмитента. Отчетность не преподнесла больших сюрпризов, что, в общем, логично – основные денежно-генерирующие центры Системы (МТС и Башнефть) уже представили результаты по международным стандартам отчетности за период. Под влиянием негативных сезонных факторов (главным образом в телекоммуникационном сегменте), выручка Системы по итогам I квартала сократилась на 3,5% относительно предыдущего квартала (до 6,2 млрд долл.), показатель OIBDA снизился на 1,4% до 1,66 млрд долл., что в результате позволило компании добиться квартального повышения нормы OIBDA на 0,6 п.п. до 26,8%. Объем чистого долга холдинга за I квартал сократился на 4,8% до 11 млрд долл., что отражает преимущественно сокращение чистого долга у МТС. Коэффициент Чистый долг/OIBDA Системы на конец I квартала снизился до 1,8 с 2,1 на конец 2009 г. По итогам I квартала 2010 г. Система получила отрицательный свободный денежный поток в размере 42 млн долл., что, впрочем, намного превышает результат IV квартала 2009 г. (-592 млн долл.).

На сегменты бизнеса Системы, помимо телекоммуникационных, пришлось 58% выручки и 35% OIBDA. Совокупная выручка телекоммуникационных подразделений в I квартале сократилась на 5% до 2,6 млрд долл., а OIBDA достигла 1,1 млрд долл., или 65% размера консолидированного показателя. Телекоммуникационный проект Системы в Индии за счет увеличения абонентской базы принес 17 млн долл. выручки, что на 22% больше, чем кварталом ранее, но прибыльности вновь не продемонстрировал – убыток по OIBDA составил 77 млн долл. Вклад Башкирэнерго в выручку благодаря сезонному фактору увеличился на 24% до 608 млн долл., а OIBDA этого подразделения достигла 100 млн долл. В потребительском сегменте выручка Системы под влиянием сезонного фактора снизилась на 22% до 439 млн долл., а OIBDA составила 11 млн долл. На уровне холдинга убыток по OIBDA составил за отчетный период 33 млн долл.

Благоприятная структура долга, валютные риски снизились.

Структура долгового портфеля Системы представляется нам весьма благоприятной: на конец I квартала 2010 г. доля долгосрочных заимствований на балансе холдинга составляла 69%. Денежная позиция Системы за первые три месяца 2010 г. практически не изменилась и на отчетную дату равнялась 3,8 млрд долл., на 82% покрывая краткосрочную часть долга, что позволяет нам классифицировать риски рефинансирования для эмитента как невысокие. Объем погашений, которые холдингу нужно осуществить во II–IV кварталах 2010 г., составляет 3,5 млрд долл., при

Ключевые показатели АФК "Система"

US GAAP, млн долл.

	2009	IV кв. 2009	I кв. 2010	I кв. 2009	Изм. за кв, %
Выручка	18 750	6 425	6 203	2 742	(3,5)
OIBDA*	5 468	1 684	1 661	869	(1,4)
Чистая прибыль	516	211	164	(396)	(22,3)
Операц. ден. поток	3 022	276	409	818	48
Капит. вложения	3 434	868	(451)	(873)	(152)
Своб. ден. поток	(412)	(592)	(42)	(55)	(92,9)
Совокупный долг	15 445	15 445	14 866	-	(3,7)
Краткоср. долг	4 241	4 241	4 665	-	10,0
Ден. средства	3 845	3 845	3 824	-	(0,5)
Чистый долг	11 600	11 600	11 042	-	(4,8)
Собств. капитал	14 010	14 010	14 679	-	4,8
Активы	42 011	42 011	42 398	-	0,9
Коэффициенты					
Норма OIBDA (%)	29,2	26,2	26,8	31,7	
OIBDA/Проц. расх	4,1	3,6	3,9	4,2	
Долг/OIBDA	2,8	-	2,4	-	
Чистый долг/OIBDA	2,1	-	1,8	-	
Долг/Собств. Капит.	1,1	-	1,0	-	

* Показатель OIBDA без учета разовых статей

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБА

этом выплаты достаточно равномерно распределено по кварталам. В качестве позитивного фактора отметим также продолжившееся увеличение доли рублевых заимствований в долговом портфеле Системы (63% на конец I квартала 2010 г. против 60% на конец 2009 г.). По-нашему мнению, это снижает для холдинга валютные риски, учитывая, что основной объем выручки Система получает в рублях.

Перспективы выглядят благоприятными. Опубликованные результаты в целом позволяют нам оптимистически оценивать перспективы Системы. Телекоммуникационное направление, продемонстрировав устойчивость к кризисным явлениям в непростом 2009 г., продолжает расти, выигрывая от благоприятной ситуации в сегменте ШПД. Башкирские нефтегазовые и энергетические активы, теперь организованные в виде вертикально интегрированного бизнеса, стали весьма ценным приобретением для Системы. В этом году мы ожидаем увидеть восстановление потребительского сегмента (включающего банковский подсегмент, розничную торговлю, туризм и здравоохранение) и сегмента высоких технологий, которое должно произойти на фоне восстановления российской экономики в целом (согласно нашему прогнозу, ВВП России вырастет на 5,5% по итогам года). Основной риск, сопряженный с покупкой облигаций Системы, по нашему мнению, как и прежде, связан с инвестиционной политикой холдинга. Напомним, что ранее Система определила для себя долгосрочный профиль долговой нагрузки отношением Консолидированный долг/OIBDA менее 3, то есть фактически уровнем, с которым она завершила прошлый год. Впрочем, стоит учитывать, что этот план не является прописанным где-либо ковенантом.

Рекомендуем обратить внимание на облигации Башнефти и выпуск МТС-3. На наш взгляд, обращающиеся рублевые облигации Системы торгуются на справедливых уровнях доходности и не предлагают привлекательных торговых возможностей, которые мы, с другой стороны, видим в бумагах дочерних компаний холдинга. Мы выделяем из их числа долговые обязательства Башнефти – потенциал сужения их спреда к бумагам Системы мы оцениваем не менее чем в 40 б.п. (текущий спред составляет около 140 б.п.), а после ожидаемого получения Башнефтью рейтинга во II полугодии 2010 г. данный спред, по нашему мнению, может вообще сойти на нет. Мы хотели бы также обратить внимание на выпуск МТС-3 (YTP8% @ июнь 2013). После установления эмитентом нового купона данный выпуск торгуется практически на одной кривой доходностей с обязательствами АФК «Система», при том что бумаги МТС традиционно торговались с дисконтом к ним. Исходя из разницы кредитных рейтингов двух эмитентов, мы оцениваем справедливый дисконт в доходности бумаг МТС к Системе не менее чем в 25 б.п. Среди прочих облигаций дочерних компаний Системы, на наш взгляд, внимания заслуживает идущее размещение новых бумаг Ситроникса. Подробнее см. наш специальный комментарий, посвященный данному размещению, от 11 июня 2010 г. «Ситроникс: ставка на инновации».

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

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

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артеми 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

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, 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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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