

ПРЕДСКАЗУЕМО НЕЙТРАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, РИСК РОСТА ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Отчетность за I квартал 2011 г. по US GAAP

Рост выручки в основном благодаря высоким ценам на нефть. Вчера АФК «Система» представила результаты I квартала 2011 г по US GAAP, которые в целом совпали с нашими ожиданиями: основные активы компании уже отчитались. Эта первая отчетность компании после смены организационной структуры и назначения Михаила Шамолина президентом АФК «Система». Консолидированная выручка в отчетном периоде выросла на 2% квартал к кварталу и на 26% год к году – до 7,8 млрд долл. Рост доходов обусловлен в основном увеличением выручки в сегменте ТЭК, что, в свою очередь, можно объяснить как повышением цен на нефть, так и увеличением добычи нефти и объема ее переработки. Например, выручка Башнефти увеличилась на 15% квартал к кварталу и на 42% года к году – до 4,1 млрд долл. Темпы роста выручки относительно предыдущего квартала оказались ниже, чем по сравнению с тем же периодом прошлого года, что особенно ясно видно из динамики показателя МТС (выручка оператора снизилась на 2% квартал к кварталу и увеличилась на 12% год к году до 2,9 млрд долл.). При этом доля базовых активов несколько выросла – с 88% в прошлом году до 91%, что свидетельствует о достаточно низких результатах развивающихся активов.

Рентабельность продолжает снижаться. OIBDA компании снизилась на 4% квартал к кварталу и выросла на 11% год к году, составив 1,9 млрд долл., что соответствует рентабельности по OIBDA на уровне 24% против 26% в I и IV кварталах прошлого года. Падение рентабельности объясняется двумя причинами: во-первых, увеличением доли низкорентабельных операций топливно-энергетических активов: в частности, EBITDA Башнефти составила в отчетном периоде 21%, а во-вторых, снижением рентабельности по OIBDA МТС до 38%, что, в свою очередь, было связано с высокими расходами на привлечение клиентов и высокой долей в выручке малорентабельных продаж телефонов и смартфонов. Снижение чистой прибыли на 53% квартал к кварталу и на 19% год к году до 359 млн долл. связано как с ростом процентных доходов, так и со снижением прибыли от курсовых разниц в отчетном квартале по сравнению с предыдущими, равно как и низкими результатами развивающихся активов – их консолидированный убыток составил 158 млн долл.

Долговая нагрузка стабилизировалась на высоком уровне. В отчетном квартале несколько ухудшились показатели денежного потока, например, операционный поток снизился на 74% квартал к кварталу и на 25% год к году до 306 млн долл. В то же время капвложения продолжали расти, увеличившись на 11% год к году до 508 млн долл. В сочетании с увеличением оттока по финансовой деятельности приблизительно до 1 млрд долл. это привело к снижению объема денежных средств на балансе и росту долга. Совокупный долг вырос на 1% до 21,3 млрд долл., что соответствует отношению Долг/OIBDA на уровне 2,8 по сравнению с 2,9 в прошлом году. Коэффициент Чистый долг/OIBDA также несколько снизился – с 2,6 в 2010 г. до 2,5 в отчетном квартале. Структура долга, на наш взгляд, остается довольно рискованной – доля коротких обязательств составляет порядка 37%. Ситуация с обслуживанием долга также непростая: коэффициент OIBDA/Процентные платежи находится на самом низком уровне более чем за год и составляет около 3,7.

Отчетность не преподнесла сюрпризов, предсказуемо снизилась рентабельность, долговая нагрузка в терминах Долг/OIBDA стабильно держится ниже 3. Однако основные вопросы вызывает инвестиционная активность холдинга. После реорганизации АФК «Система» стала инвестиционным холдингом, отойдя от операционного управления и сосредоточившись на инвестиционных идеях. В последнее время в СМИ появлялась информация об интересе компании к активам в угольном и нефтехимическом секторах. В минувшую среду «Коммерсант» написал, что АФК «Система» интересуется и другими областями: логистикой, агробизнесом и высокими технологиями, совокупные вложения в которые могут составить от 2 до 5 млрд долл. Пока не ясно, на каких именно направлениях остановит свой выбор холдинг, однако если финансирование не будет проектным и ляжет на АФК «Система», то долговая нагрузка в терминах долг/OIBDA может подняться до уровня 3,5, что может грозить снижением рейтингов.

Потенциала роста в облигациях компании не видно. Формально в обращении находятся четыре выпуска облигаций Системы, но в связи с прошедшим в марте обменом второго и третьего выпусков на четвертый наиболее ликвидны из них только второй и четвертый, которые торгуются со спредами к кривой ОФЗ в размере около 100 б.п., что, на наш взгляд, не оставляет возможности для снижения доходности. У первого и третьего выпусков более широкие спреды – в диапазоне 120–150 б.п., но эти выпуски не слишком привлекательны из-за их невысокой ликвидности.

Результаты МТС за I квартал 2011 г. см. в комментарии от 27 мая:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110527_FI_MTS_1Q11%20Review.pdf?docid=10721&lang=ru

Результаты Башнефти за I квартал 2011 г. см. в комментарии от 9 июня:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/1100609_Bashneft_1Q2011.pdf?docid=10806&lang=ru

Результаты Башнефти Ситроникса за I квартал 2011 г. см. в комментарии от 8 июня:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110608_FI_Sitronics_1Q11%20results.pdf?docid=10794&lang=ru

Низкая рентабельность по OIBDA, стабилизация долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели АФК "Система" за I квартал 2011 г. по US GAAP, млн долл.

	2009	I кв. 10	IV кв. 10	2010	I кв. 11	I кв. 11/ IV кв. 10, %	I кв. 11/ IV кв. 10, %	I кв. 11/ 2010, %
Выручка	18 750	6 203	7 675	28 098	7 803	2	26	
OIBDA	7 119	1 638	1 922	7 309	1 850	(4)	13	
Чистая прибыль	2 286	442	766	2 117	359	(53)	(19)	
OIBDA, %	38	26	25	26	24			
Чистая прибыль, %	12	7	10	8	5			
Опер. ден. поток	3 685	409	1 185	4 057	306	(74)	(25)	
Кап. инвестиции	(5 163)	(457)	(2 735)	(4 544)	(508)	(81)	11	
Основные средства	19 267			19 040	20 811			9
Денежные средства	3 437			2 265	2 253			(1)
Долгосрочные займы	12 659			13 651	13 317			(2)
Краткосрочные займы	8 030			7 388	7 954			8
Собственный капитал	14 010			14 209	15 401			8
Активы	42 011			44 109	46 010			4
Фин. долг, в т.ч.:	20 690			21 039	21 271			1
краткосрочные займы	8 030			7 388	7 954			8
долгосрочные займы	12 659			13 651	13 317			(2)
Чистый долг	17 253			18 774	19 018			1
Краткосрочные займы / ФД	0,4			0,4	0,4			
Фин. долг / OIBDA	2,9			2,9	2,8			
Чистый долг / OIBDA	2,4			2,6	2,5			
OIBDA / Проценты к уплате	5,7	3,8	5,3	4,6	3,7			

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

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

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, halt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 2011