

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОСТАЕТСЯ ВЫСОКОЙ

Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по US GAAP

Рост был вновь достигнут почти целиком за счет высоких цен на нефть. Вчера АФК «Система» опубликовала результаты 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по US GAAP, несколько превысившие наши прогнозы. В целом динамика показателей не преподнесла сюрпризов, так как все компании, входящие в холдинг, уже отчитались. Выручка Системы в отчетном квартале увеличилась на 15% квартал к кварталу и на 30% год к году – до 9 млрд долл., а по итогам полугодия продажи поднялись на 27% до 18,7 млрд долл. Основной вклад в столь интенсивный рост внесло подразделение «Базовые активы» (16% квартал к кварталу и 32% год к году). В его составе можно выделить Башнефть, выручка которой возросла во 2 кв. 2011 г. на 30% квартал к кварталу и на 36% год к году, что объясняется как поднявшимися ценами на углеводороды, так и увеличением добычи нефти и ее переработки. В то же время продажи МТС увеличились скромнее – всего на 7% квартал к кварталу и на 13% год к году. Следует отметить, что доля «Базовых активов» продолжает расти и в отчетном квартале составила уже 90% от консолидированной выручки холдинга, тогда как в предыдущем квартале она равнялась 88%, что свидетельствует о низких показателях остальных бизнес-подразделений.

Снижение рентабельности приостановилось. OIBDA Системы в отчетном квартале выросла на 23% квартал к кварталу и на 19% год к году – до 2,2 млрд долл. Следует учесть, что это результаты, скорректированные на величину переоценки эффекта от покупки Белкамнефти в размере 477 млн долл., которую компания перенесла с 4 кв. 2010 г. во 2 кв. 2010 г. Как следствие, в отчетном квартале рентабельность поднялась до 25% с 23% в 1 кв. 2011 г. и 27% во 2 кв. 2010 г., а по итогам полугодия составила 24%. Рост операционной эффективности был также обеспечен в основном Башнефтью и МТС, рентабельность которых по OIBDA составила 21% и 38% соответственно. В то же время за счет отрицательных показателей OIBDA SSTL Ltd (индийской сотовой «дочки») и Детского мира совокупная OIBDA бизнес-подразделения «Развивающиеся активы» так и не вышла в положительную зону, хотя операционный убыток сократился до 21 млн долл. со 122 млн долл. в 1 кв. 2011 г.

Денежных потоков, генерируемых холдингом, недостаточно. Способность компании стабильно генерировать положительные денежные потоки в последнее время вызывает сомнения. В отчетном квартале операционный денежный поток вырос почти вчетверо по сравнению с 1 кв. 2011 кв. – до 1,2 млрд долл., но это объясняется эффектом низкой базы. В то же время относительно уровня годичной давности показатель (с корректировкой на переоценку Белкамнефти) повысился на 30%, а по итогам полугодия – на 13%. При этом в условиях интенсивного роста капвложений во 2 кв. 2011 г., достигшего 70% квартал к кварталу и 92% год к году, свободный денежный поток составил всего 321 млн долл., а по итогам полугодия – 100,9 млн долл. А поскольку второй квартал подряд продолжается отток по финансовой деятельности, компания «проедает» свой запас ликвидности, из-за чего денежные средства на балансе за отчетный квартал уменьшились на 15% до 1,9 млрд руб.

Обращающиеся выпуски АФК "Система"

Выпуск	Купон, %	ОфПог	Валюта	Дох-ть, %
Система 01	9,75	07.03.2013	РУБ	7,38
Система 02	14,75	17.08.2012	РУБ	6,86
Система 03	12,50	04.12.2012	РУБ	7,02
Система 04	7,65	15.03.2016	РУБ	7,53

Источники: Bloomberg

Динамика показателей АФК "Система"

по US GAAP, млн долл.

	2008	2009	2010
Выручка	16 071	18 750	28 098
OIBDA	5 244	7 119	7 309
Чистая прибыль	1 131	2 286	2 117
Рентабельность OIBDA, %	33	38	26
Чистая рентабельность, %	7	12	8
Опер. де н. поток	3 826	3 685	4 057
Кап. инвестиции	(4 817)	(3 434)	(4 180)
Основные средства	10 328	19 267	19 040
Денежные средства	1 982	3 437	2 265
Долго срочные займы	7 765	12 659	13 651
Краткосрочные займы	7 231	8 030	7 388
Собственный капитал	14 010	14 010	14 209
Активы	29 177	42 011	44 109
Фин. долг, в т.ч.:	14 996	20 690	21 039
краткосрочные займы	7 231	8 030	7 388
долгосрочные займы	7 765	12 659	13 651
Чистый долг	13 014	17 253	18 774
Краткосрочные займы / ФД	0,5	0,4	0,4
Фин. долг / OIBDA	2,9	2,9	2,9
Чистый долг / OIBDA	2,5	2,4	2,6
OIBDA / Проценты к уплате	9,5	5,7	4,6
Текущая ликвидность	0,9	1,0	1,0
Дебит. задол. / Кредит. задол.	0,6	0,9	1,0

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка холдинга по-прежнему высокая. Долг Системы сократился на 1% по отношению к 1 кв. 2011 г. и увеличился на 1% относительно начала года, составив 21,1 млрд долл. Из них на долю Базовых активов приходится только 55%, остальное – это обязательства Развивающихся активов и корпоративного центра. Короткие обязательства занимают в структуре долга около 35% – до конца года компании предстоит погасить долг в размере 2 млрд долл., а в следующем году – около 5 млрд долл. Коэффициент Долг/OIBDA на конец полугодия опустился до уровня 2,7, а отношение Чистый долг/OIBDA – до 2,5.

Потенциала роста котировок не видно. Отчетность АФК Система за 2 кв. и 1 п/г 2011 г не преподнесла больших сюрпризов – незначительно выросла рентабельность по OIBDA и, соответственно, несколько снизилась долговая нагрузка. В то же время неясна ситуация с развивающимися активами – вопрос о том, когда они перестанут нести убытки, остается открытым. Неясны также дальнейшие планы холдинга в отношении снижения долговой нагрузки, особенно учитывая интерес Системы к другим отраслям, таким, например, как нефтехимия. В обращении находятся четыре выпуска облигаций эмитента, но сравнительно нормальную ликвидность в последнее время можно наблюдать только во второй и четвертой серии. Выпуски, находящиеся практически на одной кривой и котирующиеся с премией к кривой ОФЗ в размере около 80–100 б.п., на наш взгляд, оценены достаточно справедливо и не обещают роста котировок.

Некоторое повышение рентабельности и столь же незначительное снижение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели АФК "Система" за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по US GAAP, млн долл.

	II кв. 10	II кв. 10	2 010	I кв. 11	II кв. 11	II кв. 11/ I кв. 11, %	II кв. 11/ II кв. 10, %	II кв. 11/ I кв. 10
Выручка	6 918	13 121	28 098	7 803	8 962	15	30	27
OIBDA	1 871	3 509	7 309	1 814	2 222	22	19	15
Чистая прибыль	401	843	2 117	359	643	79	60	19
Рентабельность OIBDA, %	27	27	26	23	25	24		
Чистая рентабельность, %	6	6	8	5	7	6		
Опер. ден. поток	933	1 343	4 057	306	1 213	297	30	13
Кап. инвестиции	(464)	(914)	(4 180)	(527)	(891)	69	92	55
Основные средства		18 417	19 040	20 811		4		
Денежные средства		2 395	2 265	2 253		(15)		
Долгосрочные займы		12 047	13 651	13 317		4		
Краткосрочные займы		6 363	7 388	7 954		(8)		
Собственный капитал		13 369	14 209	15 401		(2)		
Активы		40 160	44 109	46 010		1		
Фин. долг, в т.ч.:		18 409	21 039	21 271		(0)		
краткосрочные займы		6 363	7 388	7 954		(8)		
долгосрочные займы		12 047	13 651	13 317		4		
Чистый долг		16 014	18 774	19 018		1		
Краткосрочные займы / ФД		0,3	0,4	0,4		0,3		
Фин. долг / OIBDA		2,2	2,9	2,8		2,7		
Чистый долг / OIBDA		1,9	2,6	2,5		2,5		
OIBDA / Проценты к уплате	4,7	4,2	4,6	3,6	5,8	4,6		

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
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

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

Сопровождение проектов

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

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Стратегия

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

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@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, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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 2011