

НЕЙТРАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ НЕ ОКАЖУТ ВЛИЯНИЯ НА ОБЛИГАЦИИ

Отчетность за III квартал и 9 месяцев 2010 г. по US GAAP

Без сюрпризов и значительного улучшения. В четверг, 9 декабря, АФК «Система» опубликовала нейтральные, на наш взгляд, результаты за III квартал и девять месяцев 2010 г. по US GAAP. В целом они оказались близкими к ожиданиям рынка, так как ключевые активы компании, МТС и Башнефть, уже представили свою отчетность за период. На фоне роста выручки группы мы отмечаем снижение рентабельности по OIBDA, что связано с опережающим ростом операционных расходов и разовыми статьями в прошлом году. Благодаря сокращению объема долга по итогам января–сентября долговая нагрузка компании уменьшилась, но несущественно.

Выручка растет, рентабельность снижается. Консолидированная выручка по итогам III квартала возросла на 5,6% по отношению к предыдущему кварталу и на 36,9% год к году до 7,3 млрд долл., а за девять месяцев текущего года увеличилась на 65,7% год к году, составив 20,4 млрд долл. Устойчивый рост выручки объясняется хорошими показателями телекоммуникационных и энергетических активов группы. (Подробный анализ финансового состояния МТС доступен по адресу http://st.finam.ru/ipo/comments/_101119_FI_MTS_9%D0%9C10%20review.pdf, Башнефти – по адресу http://st.finam.ru/ipo/comments/_101207_FI_Bashneft_9%D0%9C10%20Review.pdf.) Между тем динамика консолидированной OIBDA была гораздо скромнее – рост на 0,4% квартал к кварталу и снижение на 40,4% год к году до 1,8 млрд долл. в III квартале. Столь резкие колебания связаны с тем, что в прошлогодней девятимесячной отчетности была отражена разовая статья – прибыль от приобретения Башнефти. Также негативное влияние на операционную эффективность оказывал опережающий рост коммерческих расходов (14,1% квартал к кварталу и 23,6% году к году), что, опять-таки, обусловлено ростом соответствующих статей у МТС и Башнефти. Наконец, отрицательную роль сыграл стремительный рост налоговой нагрузки, вызванный главным образом увеличением расходов на акцизы и пошлины Башнефти. По итогам девяти месяцев 2010 г. OIBDA упала на 14,2% до 5,4 млрд долл. На этом фоне рентабельность по OIBDA снизилась до 25,7% в III квартале 2010 г. с 26,7% в предыдущем квартале и 59% в III квартале 2009 г. По результатам девяти месяцев текущего года показатель составил 26,4% против 38,4% годом ранее.

Положительный чистый денежный поток позволил направить средства на сокращение долга. Снижение инвестиционных аппетитов и акцент на генерировании денежных средств – факторы, позволившие компании впервые за длительное время получить и сохранять положительный чистый денежный поток. Операционный денежный поток, благодаря расширению объемов бизнеса, вырос по итогам января–сентября на 29,6% год к году до 2,8 млрд долл., а в III квартале текущего года практически удвоился относительно соответствующего прошлогоднего показателя, достигнув 1,2 млрд долл. Квартал к кварталу показатель, впрочем, снизился на 10% – вследствие роста оборотного капитала. За счет улучшения операционных денежных потоков и одновременно сокращения оттока средств на инвестиционную деятельность (на 83,2% до 878 млн долл.) чистый денежный поток по итогам девяти месяцев 2010 г. вышел в положительную зону, составив 2 млрд долл. (1 млрд долл. по итогам I полугодия 2010 г.). Столь масштабный приток средств позволил форсировать процесс снижения долговой нагрузки – отток по финансовой деятельности составил у Системы в январе–сентябре текущего года порядка 1,8 млрд долл. Мы ожидаем, что стабильные денежные потоки МТС и Башнефти позволят Системе и в дальнейшем генерировать денежные средства.

Долговая нагрузка на высоком, но не критическом уровне. Долговая нагрузка компании, на наш взгляд, остается довольно высокой – отношение Долг/OIBDA по итогам девяти месяцев 2010 г. снизилось до 2,6 с 2,9 по итогам прошлого года. Совокупный долг сократился с начала года на 8,6% до 18,9 млрд долл. на конец сентября, благодаря чему его доля в активах снизилась до 45% с 49% на начало года. Можно заметить некоторые улучшения и в структуре долга – компания уменьшила долю краткосрочных обязательств с 39% на конец 2009 г. до 32% по итогам отчетного периода. На фоне роста денежных средств на балансе Системы чистый долг снизился на 11,6% с начала года до 14,9 млрд долл., а коэффициент Чистый долг/OIBDA опустился до 2,1 с 2,3 в конце прошлого года. Из-за роста процентных расходов и снижения рентабельности по OIBDA немного ухудшилась ситуация с покрытием процентных платежей – отношение OIBDA/Проценты к уплате снизилось по итогам января–сентября до 4,4 с 7,8 годом ранее. Мы не ожидаем, что консолидированный долг группы будет быстро сокращаться. С одной стороны, дочерние компании, например Башнефть, могут продолжить наращивание заимствований. С другой стороны, благодаря щедрой дивидендной политике своих «дочек» Системы сможет сокращать собственный долг за их счет.

Потенциала роста в облигациях компании не видно. В обращении находятся три рублевых выпуска АФК «Система» и один короткий выпуск евробондов с погашением в январе 2011 г. С нашей точки зрения, рублевые облигации оценены вполне справедливо и лежат практически на одной кривой при спредах в размере около 100–120 б.п.к кривой ОФЗ. Потенциал снижения доходностей облигаций ограничен достаточно высокой долговой нагрузкой АФК «Система» и неопределенными перспективами ее снижения. На этом фоне намного привлекательнее выглядят бумаги МТС, обладающей лучшим кредитным качеством и более высокими кредитными рейтингами. К тому же в последнее время существенно сузились дисконты облигаций МТС к бумагам материнской компании. Особого внимания заслуживают недавно размещенные выпуски МТС-07 и 08. Инвесторам с более гибким подходом к риску, желающим купить облигации Системы, можно посоветовать присмотреться к бумагам ее «дочки» – Ситроникса. Учитывая высокую вероятность поддержки Ситроникса как материнской компанией, так и государством, премия к бумагам Системы компенсирует низкое автономное кредитное качество компании.

Рост выручки при снижении рентабельности, долговая нагрузка под контролем

Ключевые финансовые показатели АФК "Система" по US GAAP, млн долл.

	III кв.09	9 мес.09	2009	II кв. 10	6 мес.10	III кв.10	9 мес.10	III кв.10/ II кв.10,%	III кв.10/ III кв.09,%	9 мес.10/ 9мес.09,%	9 мес. 10/ 2009,%
Выручка	5 335	12 325	18 750	6 918	13 121	7 302	20 423	5,6	36,9	65,7	
ОIBDA	3 147	6 280	7 206	1 871	3 509	1 878	5 387	0,4	(40,3)	(14,2)	
Чистая прибыль	69	2 873	2 286	401	844	507	1 351	26,3	636,6	(53,0)	
ОIBDA, %	59	51	38	27	27	26	26				
Чистая прибыль, %	1	23	12	6	6	7	7				
Опер. ден. поток		2 216	3 022		1 703		2 871			29,6	
Кап. инвестиции		(2 089)	(3 001)		(774)		(1 229)			(41,2)	
Основные средства			19 267		18 417		18 743				(2,7)
Денежные средства			3 845		2 395		4 010				4,3
Дебит-кая задолж-сть			1 334		1 687		1 957				46,7
Долгосрочные займы			12 659		12 047		12 874				1,7
Краткосрочные займы			8 030		6 363		6 029				(24,9)
Кредит-кая задолж-сть			1 416		1 706		1 875				32,4
Собственный капитал			9 282		13 369		14 090				51,8
Активы			42 011		40 160		41 597				(1,0)
Фин. долг, в т.ч.:			20 690		18 409		18 904				(8,6)
краткосрочные займы			8 030		6 363		6 029				(24,9)
долгосрочные займы			12 659		12 047		12 874				1,7
Чистый долг			16 844		16 014		14 894				(11,6)
Краткоср. займы / ФД			0,4		0,3		0,3				
Фин. долг / EBITDA			2,9		2,6		2,6				
Чистый долг / EBITDA			2,3		2,3		2,1				
EBITDA / %	9,4	7,8	5,4	4,7	4,2	4,6	4,4				
Собств. капитал / Активы			0,2		0,3		0,3				

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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

Алексей Девятов, 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, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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