

ЭМИТЕНТ ПРЕДЛАГАЕТ ХОРОШУЮ ПРЕМИЮ

Обмен второй и третьей серий на новую четвертую

В пятницу заканчивается прием заявок на обмен. АФК «Система» предложила держателям облигаций второй и третьей серий обменять их на такое же количество бумаг нового четвертого выпуска. Таким образом компания хочет улучшить структуру долга – удлинив его и сделав дешевле: купоны второго и третьего выпусков слишком высоки для нынешних условий (у второго – 14,75%, у третьего – 12,5%). Эмитент готов обменять бумаги на сумму не более 19,5 млрд руб., при том что объем обращающихся облигаций серий 02 и 03 составляет 39 млрд руб. Поэтому если заявок окажется больше, то удовлетворяться они будут пропорционально. У инвесторов, согласившихся на обмен, вторая серия будет выкупаться по 111,25% от номинала, а третья – по 109,15% от номинала; размещение четвертой серии пройдет по номиналу. Подать заявки можно будет 17–18 марта, а сам обмен намечен на 22 марта. С нашей оценкой финансового состояния компании можно ознакомиться в обзоре, посвященном отчетности за 9 месяцев 2010 г.: http://st.finam.ru/ipo/comments/_101210_FI_Sistema_9M10%20review.pdf.

Что предлагает компания. В четверг эмитент объявил купон по новому выпуску – он составит 7,65%, что, учитывая пятилетний срок обращения и амортизационную структуру выпуска, предполагает доходность 7,8% при дюрации 2,4 года. Такая доходность означает премию к кривой ОФЗ порядка 125 б.п. (здесь и далее по текущим котировкам), в то время как время спред к кривой рублевых свопов составляет примерно 150 б.п.

Какая выгода инвесторам? У второго выпуска доходность к оферте в августе 2012 г. по установленной цене составит 22 марта 6,32% при дюрации около 1,31 года, с премией к кривой ОФЗ на уровне 80 б.п. и на уровне 90 б.п. к кривой рублевых свопов. А у третьего выпуска доходность к оферте в декабре 2012 г. будет находиться около 6,79% при дюрации около 1,53 года – с премией 100 б.п. к кривой ОФЗ и порядка 115 б.п. к кривой рублевых свопов. Таким образом, держатели облигаций имеют возможность заработать в доходности на обмене второго выпуска около 40–60 б.п. и примерно 25–40 б.п. на обмене третьего, что позволяет надеяться на рост котировок четвертого выпуска после начала торгов. С другой стороны, необходимо учитывать более высокую текущую доходность старых выпусков, а также более короткую дюрацию, что обеспечивает большую ценовую стабильность в условиях повышения процентных ставок. Однако, на наш взгляд, предложенная эмитентом премия компенсирует повышение процентных рисков, и мы рекомендуем принять предложение АФК «Система». В то же время держателям облигаций с более консервативными стратегиями можно рассмотреть вариант с обменом второго выпуска – ведь по нему предлагается более существенная премия, – но при сохранении в портфелях третьего.

Параметры выпуска

| Эмитент | ОАО АФК "Система" |
|------------------------------|-------------------|
| Кредитный рейтинг | ВВ/Вa3/ВВ- |
| Серия облигаций | 4 |
| Дата размещения | 22 марта 2011 г. |
| Срок обращения | 5 лет |
| Купон | полугодовой |
| Оферта | не предусмотрена |
| Амортизация | предусмотрена |
| Закрытие книги заявок | 18 марта 2011 г. |
| Ориентир по ставке купона, % | 7,65 |
| Ориентир по доходности, % | 7,80 |

Долговая нагрузка под контролем

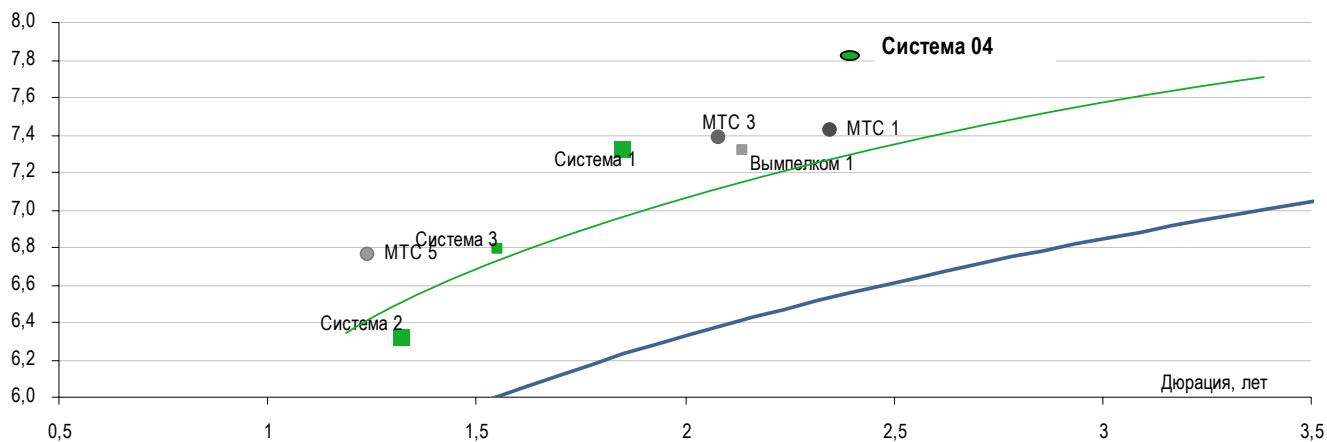
Ключевые финансовые показатели АФК "Система" по US GAAP, млн долл.

| | 2009 | 6 мес.10 | 9 мес.10 |
|--------------------------|--------|----------|----------|
| Выручка | 18750 | 13121 | 20423 |
| ОIBDA | 7206 | 3509 | 5387 |
| Чистая прибыль | 2286 | 844 | 1351 |
| ОIBDA, % | 38 | 27 | 26 |
| Чистая прибыль, % | 12 | 6 | 7 |
| Опер. ден. поток | 3022 | 1703 | 2871 |
| Кап. инвестиции | (3001) | (774) | (1229) |
| Основные средства | 19267 | 18417 | 18743 |
| Денежные средства | 3845 | 2395 | 4010 |
| Дебит-кая задолж-сть | 1334 | 1687 | 1957 |
| Долгосрочные займы | 12659 | 12047 | 12874 |
| Краткосрочные займы | 8030 | 6363 | 6029 |
| кредит-кая задолж-сть | 1416 | 1706 | 1875 |
| Собственный капитал | 9282 | 13369 | 14090 |
| Активы | 42011 | 40160 | 41597 |
| Фин. долг, в т.ч.: | 20690 | 18409 | 18904 |
| краткосрочные займы | 8030 | 6363 | 6029 |
| долгосрочные займы | 12659 | 12047 | 12874 |
| Чистый долг | 16844 | 16014 | 14894 |
| Краткосрочные 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 / % | 5,4 | 4,2 | 4,4 |
| Собств. капитал/Активы | 0,2 | 0,3 | 0,3 |

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Привлекательная премия

Доходности облигаций по состоянию на 16 марта 2011 г., кроме облигаций АФК Система 02 и 03, которые оценены по цене выкупа на 22 марта



Источники: ММВБ, Cbonds.info

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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

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

Корпоративные выпуски

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

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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 Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Анализ рыночных данных

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@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 Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 оферта или предложение делать оферты. 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