

## ВЫСОКИЙ РИСК ПО ВЫСОКОЙ ЦЕНЕ

### Отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по US GAAP

**Хороший квартал.** Вчера высокотехнологичная дочерняя компания АФК «Система», ОАО «Ситроникс», представила результаты за IV квартал и весь 2010 г. по US GAAP, оказавшиеся несколько лучше наших ожиданий и свидетельствующие о постепенном восстановлении бизнеса. Показатели отчетного квартала превысили уровень III квартала 2010 г. в силу сезонности (многие контракты закрываются в конце года), так и год к году. Выручка увеличилась на 21% до 484 млн долл. (здесь и далее год к году), Основной вклад в рост доходов внесло направление информационных технологий, выручка которого в последнем квартале прошлого года поднялась на 50% до 182 млн долл. год. Выручка выросла и в сегменте микроэлектроники – на 17% до 76 млн долл. В тоже время исторически основное направление телекоммуникационных решений в отчетном квартале показало более низкие результаты: выручка уменьшилась на 9% до 191 млн долл. Стоит отметить эффективный контроль над затратами: операционные расходы, за исключением амортизации, выросли в IV квартале 2010 г. лишь на 3%, что позволило увеличить OIBDA (здесь и далее скорректированная) на 15,6% до 62 млн долл. На этом фоне рентабельность по OIBDA несколько снизилась – с 14% до 13%, но по сравнению с предыдущими кварталами 2010 г. прогресс существенный. Впервые с докризисных времен компания получила прибыль по итогам квартала, составившую 12 млн долл., чему способствовало в том числе и уменьшение процентных расходов на 8% до 17 млн долл.

**Показатели по итогам года оказались хуже, чем в IV квартале.** На фоне достаточно слабого I полугодия выручка по итогам 2010 г. увеличилась чуть меньше – на 14% до 1,2 млрд долл. С другой стороны, OIBDA выросла на 22% до 123 млн долл., в связи с чем рентабельность по итогам 2010 г. составила 11% против 10% в 2009 г. Однако компания по-прежнему остается убыточной на уровне чистой прибыли – чистый убыток по итогам прошлого года составил почти 60 млн долл. Основной причиной этого стали высокие процентные расходы в I и II квартале прошлого года. При этом сохраняется сильная зависимость Ситроникса как от материнской компании, так и от поддержки государства. Как сообщило руководство, в прошлом году доля заказов АФК «Система» в выручке составила около 35%, а государственных проектов – приблизительно 25%. На будущий год руководство прогнозирует рост выручки на 10–11% при сохранении рентабельности по OIBDA на уровне 2010 г. К тому же на днях Ситроникс получил заказ в рамках программы по организации интеллектуальной транспортной системы Москвы, что может добавить к выручке компании в 2011 г. порядка 200 млн долл. В качестве существенного негативного фактора следует отметить, что по итогам 2011 г. руководство по-прежнему ожидает чистого убытка.

**Долговая нагрузка снижается, но до комфортных уровней еще далеко.** Хотя мы ожидали снижения совокупного долга, его объем практически не изменился и на конец года составил 753 млн долл. В то же время чистый долг снизился на 17% до 495 млн долл. благодаря существенному росту денежных средств на балансе на 61% до 262 млн долл. В условиях роста операционной эффективности долговая, выраженная показателем Долг/OIBDA, на конец прошлого года опустилась до 6,1 с 7,5 в 2009г. Отношение чистого долга к OIBDA снизилось еще больше – с 5,9 до 4,0. Несколько улучшилась ситуация с обслуживанием долга: коэффициент OIBDA/Проценты к уплате поднялся до 1,6, в то время как на конец III квартала прошлого года он был ниже 1, то есть компании не хватало денег даже на уплату процентов по долгу. Ложкой дегтя стали увеличившиеся риски рефинансирования в связи с ростом доли краткосрочных обязательств, поднявшейся с 0,4 в 2009 г. до 0,7 в 2010 г. Следует, однако, отметить, что, по словам руководства компании, из почти 500 млн долл. краткосрочного долга около 95 млн долл. приходится на кредиты АФК «Система».

**Автономное кредитное качество остается на крайне низком уровне.** Без поддержки материнской компании в виде заказов и кредитов Ситрониксу пришлось бы очень тяжело и собственными силами обслуживание долга явно не хватило бы, даже несмотря на очевидное восстановление бизнеса. Поэтому рассматривать облигации эмитента целесообразно только при предположении о безусловной поддержке концерна со стороны материнской компании. В обращении находятся два выпуска рублевых облигаций СИТРОНИКС БО-1 и БО-2 с опциями в июне и октябре 2012 г. и доходностью на уровне 10,2% и 10,7% соответственно. При этом премия обоих выпусков к кривой ОФЗ в последнее время расширилась до 500–530 б.п. – самых высоких значений в телекоммуникационной отрасли. Спреды к облигациям АФК «Система» сейчас находятся на локальных максимумах, равных примерно 380–400 б.п., и неплохая отчетность может поддержать сужение спредов. По нашему мнению, столь существенная премия облигаций Ситроникса к бумагам АФК «Система» может представлять интерес для инвесторов, готовых к риску и считающих, что материнская компания и государство будут по-прежнему поддерживать Ситроникс.

**Существенный рост рентабельности. Долговая нагрузка снижается, но все еще очень высока**

Ключевые финансовые показатели Ситроникса по US GAAP за IV квартал и весь 2010 г., млн долл.

	IV кв. 09	2009	III кв. 10	IV кв. 10	2010	IV кв.10/ III кв. 10, %	IV кв.10/ IV кв.09, %	2010/ 2009
Выручка	399	1 024	224	484	1 167	117	21	14
OIBDA *	54	101	17	62	123	256	15	22
Чистая прибыль	(44)	(127)	(15)	17	(60)	(215)	(138)	(53)
OIBDA, %	14	10	8	13	11			
Чистая прибыль, %	(11)	(12)	(7)	3	(5)			
Опер. ден. поток		147			178			21
Кап. инвестиции		(96)			(82)			(14)
Основные средства		496			439			(11)
Денежные средства		163			262			61
Долгосрочные займы		426			224			(47)
Краткосрочные займы		330			529			61
Кредиторская задолженность		270			306			14
Активы		1 927			2 010			4
Собственный капитал		527			442			(16)
Фин. долг, в т.ч.:		756			753			(0)
краткосрочные займы		330			529			61
долгосрочные займы		426			224			(47)
Чистый долг		593			492			(17)
Краткосрочные займы / ФД		0,4			0,7			
Фин. долг / OIBDA		7,5			6,1			
Чистый долг / OIBDA		5,9			4,0			
OIBDA / Проценты к уплате	3,0	1,6	0,8	3,7	1,6			

\* Скорректированная OIBDA

Источники: данные 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  
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, grischenkovane@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, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@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 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 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