

НЕЙТРАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ НЕ ОКАЖУТ ВЛИЯНИЯ НА ОБЛИГАЦИИ

Отчетность за IV квартал и 2010 г. по US GAAP

Ожидаемый рост показателей. Вчера АФК «Система» опубликовала результаты за IV квартал и весь 2010 г. по US GAAP, которые в целом оказались немного лучше наших ожиданий, что объясняется главным образом крупными разовыми статьями. Рост при этом обеспечили высокие результаты телекоммуникационного сегмента и сегмента ТЭК, совокупная доля в консолидированной выручке которых составила 87% по итогам квартала и 88% по всему году. Консолидированная выручка группы в отчетном квартале увеличилась на 5% квартал к кварталу и на 20% год к году до 7,7 млрд долл., что совпадает с темпами роста в этот период ключевых активов Системы – МТС и Башнефти. По итогам всего года выручка холдинга возросла на 50% до 28,1 млрд долл. – в основном за счет роста выручки Башнефти. Во-первых, в отличие от 2009 гг. результаты Башнефти консолидировались за весь год, а не только 9 месяцев, а во-вторых, выручка этой компании в прошлом году практически удвоилась – вследствие как высоких цен на нефть и наращивания объемов добычи, так и отказа от давальческих схем в нефтепереработке.

Более подробно о результатах МТС см. в комментарии от 6 апреля:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110406_FI_MTS_4Q10%20Review.pdf?docid=10281&lang=ru

О результатах Башнефти см. в комментарии от 25 апреля:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110425_Bashneft_2010_review.pdf?docid=10442&lang=ru

О результатах Ситроникса см. в комментарии от 22 апреля:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110422_FI_Sitronics_2010%20Review.pdf?docid=10421&lang=ru

Рентабельность под давлением. Рост OIBDA относительно предыдущего квартала в процентном выражении оказался немного меньшим, чем рост выручки, – в основном по причине снижения операционной эффективности МТС, связанной с ростом маркетинговых расходов на привлечение клиентов. На этом фоне OIBDA выросла на 2% квартал к кварталу до 1,9 млрд долл. и на 23% год к году, что привело к снижению рентабельности по OIBDA до 25%. По итогам всего года OIBDA выросла на 3% до 7,3 млрд долл., что, на наш взгляд, связано полной консолидацией результатов Башнефти в отчетном году, между тем рентабельность Башнефти существенно ниже, чем МТС, – 22% и 43% соответственно. В отношении чистой прибыли IV квартал оказался самым успешным в прошедшем году – рост показателя составил 51% квартал к кварталу и 486% год к году – на фоне продажи доли в Скайлинке, а также Системы-Галс. Но результаты всего года оказались слабее: чистая прибыль снизилась на 7%, что связано с высокой базой 2009 г., когда был учтен доход от приобретения башкирских активов.

Резкий рост капвложений, долговая нагрузка стабилизировалась. Резкий рост капвложений в IV квартале (2,6 млрд долл.) после достаточно консервативной политики в первые девять месяцев года вывел свободный денежный поток в отрицательную зону – минус 533 млн долл. по итогам 2010 г. (что, впрочем, выглядит неплохо на фоне оттока в 2,4 млрд долл. в 2009 г.). В связи с этим для финансирования своей деятельности компании пришлось использовать денежные средства, и за 2010 г. их объем сократился на 34% до 2,3 млрд долл. Резкое усиление инвестиционной активности при достаточно невысоком росте операционных доходов привело к увеличению долга в последнем квартале прошлого года на 11% до 21 млрд долл., что на 2% выше уровня 2009 г. Отношение Долг/OIBDA по итогам года снизилось незначительно, составив 2,9. А отношение чистого долга к OIBDA на фоне роста чистого долга на 9% до 19 млрд долл. повысилось до 2,6 с 2,4 в 2009 г. В то же время на корпоративном уровне чистый долг сократился до 685 млн долл. Стоит отметить постепенное улучшение структуры долга: доля краткосрочных обязательств понизилась с 39% в 2009 г. до 35% в 2010 г.

Потенциала роста в облигациях компании не видно. В целом публикация отчетности подтвердила устойчивость кредитного качества компании, однако уровень долговой нагрузки, несмотря на снижение, еще высок, а неопределенные перспективы ее снижения ограничивают потенциал снижения доходностей облигаций Системы. Сейчас в обращении находятся четыре рублевых выпуска АФК «Система» на общую сумму 64,5 млрд руб., однако в марте нынешнего года компания обменяла 19,5 млрд руб. второго и третьего выпуска на четвертый, таким образом, реально торгуются не больше 45 млрд руб. С нашей точки рублевые облигации оценены вполне справедливо и лежат практически на одной кривой – со спредами к кривой ОФЗ в районе 70–90 б.п. Немного выбивается из общей картины АФК Система 03 со

спредом около 130 б.п., однако выпуск малоликвидный, что снижает его привлекательность. На наш взгляд, большие возможности предлагают бумаги МТС, обладающей лучшим кредитным качеством и имеющей более высокие кредитные рейтинги. Среди ее выпусков наиболее интересны серии 01 и 05, предлагающие премию к кривой ОФЗ не менее 130 б.п. Для инвесторов, готовым к риску, возможно, также будут интересны выпуски «дочки» Системы – Ситроникса. По нашему мнению, высокая премия облигаций Ситроникса к бумагам АФК «Система» может привлечь инвесторов, готовых к риску и считающих, что материнская компания и государство будут по-прежнему поддерживать Ситроникс.

Выручка растет, долговая нагрузка стабилизировалась

Ключевые финансовые показатели АФК "Система" за IV квартал и весь 2010 г. по US GAAP, 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	6 425	18 750	7 302	7 675	28 098	5	19	50
ОIBDA	1 566	7 119	1 878	1 922	7 309	2	23	3
Чистая прибыль	131	2 286	507	766	2 117	51	487	(7)
ОIBDA, %	24	38	26	25	26			
Чистая прибыль, %	2	12	7	10	8			
Операционный денежный поток	1 468	3 685	1 169	1 185	4 057	1	(19)	10
Капитальные инвестиции	(944)	(5 163)	(701)	(2 735)	(4 544)	290	190	(12)
Основные средства		19 267			19 040			(1)
Денежные средства		3 437			2 265			(34)
Долгосрочные займы		12 659			13 651			8
Краткосрочные займы		8 030			7 388			(8)
Собственный капитал		14 010			14 209			1
Активы		42 011			44 109			5
Фин. долг, в т.ч.:		20 690			21 039			2
краткосрочные займы		8 030			7 388			(8)
долгосрочные займы		12 659			13 651			8
Чистый долг		17 253			18 774			9
Краткосрочные займы / ФД		0,4			0,4			
Фин. долг / ОIBDA		2,9			2,9			
Чистый долг / ОIBDA		2,4			2,6			
ОIBDA / Проценты к уплате	3,5	5,7	4,6	5,3	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

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 Мырсыкова, 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, cwaefer@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 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