

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ПРОДОЛЖАЕТ СНИЖАТЬСЯ. ИНТЕРЕСНЫ ОБЛИГАЦИИ СЕРИИ 03

Отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP

Отчетность без сюрпризов. Вчера АФК «Система» отчиталась за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP. Учитывая, что основные «дочки» холдинга уже опубликовали результаты, показатели компании не преподнесли больших сюрпризов участникам рынка. Консолидированная выручка в отчетном квартале увеличилась лишь на 0,4% за квартал и на 23% год к году до 9 млрд долл., а за 9 мес. текущего года – на 26% год к году до 25,6 млрд долл. Львиную долю в выручке по-прежнему занимает бизнес-единица «Базовые активы». Совокупная доля Башнефти и МТС в консолидированной выручке за 3 кв. 2011 г. составила 86%. Как следствие, даже небольшое снижение выручки Башнефти в отчетном квартале (на 1,4% за квартал) привело к замедлению роста соответствующего показателя Системы. В то же время результаты направления «Развиваемые активы», показавшего снижение выручки на 1,5% за квартал до 1 078 млн долл., не оказали существенного влияния на консолидированные показатели холдинга в связи с небольшими масштабами бизнеса в данном сегменте.

Рентабельность стабилизировалась. Консолидированная OIBDA Системы за июль–сентябрь снизилась на 1%, но поднялась на 17% год к году до 2,2 млрд долл., увеличившись на 7% год к году за 9 мес. 2011 г. до 6,2 млрд долл. Динамика OIBDA Системы практически полностью определяется «Базовыми активами», и основной причиной снижения показателя в отчетном квартале стало падение EBITDA Башнефти (–19% за квартал), в то время как у «Развиваемых активов» OIBDA за квартал практически не изменилась (18 млн долл.), а на уровне операционной прибыли последняя бизнес-единица даже оказалась убыточной. Насколько мы понимаем, в ближайшее время ожидать существенного повышения операционной эффективности от «Развиваемых активов» не приходится. На этом фоне рентабельность по OIBDA Системы немного снизилась – до 24% с 25% во 2 кв. 2011 г., а по итогам 9 мес. 2011 г. она оказалась близка к показателям 1 п/г 2011 г. и составила около 24%. Чистая рентабельность Системы в как за отчетный квартал, так и за 9 мес. 2011 г. почти не изменилась и составила около 7% и 6% соответственно.

Существенный рост денежных потоков. В отчетном квартале компания увеличила операционный денежный поток, который вырос на 62% за квартал и на 27% год к году до 1,9 млрд долл., в основном под влиянием снижения оборотного капитала. Капвложения Системы в отчетном квартале возросли на 25% по сравнению с предыдущим кварталом и на 94% год к году до 1,1 млрд долл., что позволило холдингу более чем в два с половиной раза за квартал увеличить свободный денежный поток до 857 млн долл., однако в связи с оттоком средств в 1п/г 2011 г. показатель за 9 мес. оказался на 32% меньше, чем в соответствующем периоде 2010 г. По итогам квартала компания впервые с прошлого года сумела выйти на положительное значение совокупного денежного потока, что на фоне оттока средств по финансовой деятельности позволило увеличить объем денежных средств на балансе за квартал на 11% до 3 млрд долл.

Долговая нагрузка постепенно снижается. Консолидированный долг Системы за 3 кв. 2011 г. сократился на 9% до 14,9 млрд долл., а чистый долг – на 12% до 11,8 млрд долл. В то же время на уровне корпоративного центра долг сни-

Обращающиеся выпуски АФК "Система"

Выпуск	Купон, %	Оф/Пог	Валюта	Доход, %
Система 01	9,75	07.03.2013	RUB	7,72
Система 02	14,75	17.08.2012	RUB	6,42
Система 03	12,50	04.12.2012	RUB	8,50
Система 04	7,65	15.03.2016	RUB	9,03

Источники: Cbonds, ММВБ

Ключевые финансовые показатели АФК "Система"

US GAAP, млн долл.	2011		
	2009	2010	2011П
Выручка	18 750	28 098	32 313
OIBDA	7 119	7 309	8 405
Чистая прибыль	2 286	2 117	
Рентабельность OIBDA, %	38	26	26
Чистая рентабельность, %	12	8	
Опер. ден. поток	3 685	4 057	
Кап. инвестиции	(3 434)	(4 180)	
Основные средства	19 267	19 019	
Денежные средства	4 013	3 142	
Долгосрочные займы	11 204	12 201	
Краткосрочные займы	4 241	3 183	
Собственный капитал	14 010	14 206	14 576
Активы	42 011	44 109	45 109
Долг, в т.ч.:	15 445	15 384	14 615
краткосрочные займы	4 241	3 183	
долгосрочные займы	11 204	12 201	
Чистый долг	11 433	12 242	
Краткосрочные займы / Долг	0,3	0,2	
Долг / OIBDA	2,2	2,1	1,7
Чистый долг / OIBDA	1,6	1,7	
OIBDA / Проценты к уплате	5,7	4,6	
Кэфф. текущей ликвидности	1,0	1,0	0,9
Капитал / Активы	0,3	0,3	0,3

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

зился более существенно – на 25% за квартал до 1,3 млрд долл. Вслед за этим снизилось и отношение Чистый долг/OIBDA у Системы, которое по итогам января–сентября составило 1,5 против 1,7 в 1 п/г 2011 г. Опасения вызывает долговая нагрузка «Развивающихся активов», учитывая, что практически вся OIBDA холдинга генерируется МТС и Башнефтью при том, что долг последних составляет чуть больше 70% консолидированного показателя. Между тем доля краткосрочных обязательств у МТС и Башнефти составляет около 10%, а по холдингу в целом – около 19%. По этой причине мы считаем, что рассчитывать на существенное снижение долговой нагрузки Системы не стоит: у МТС и Башнефти левверидж и так находится на вполне комфортных уровнях, а у «Развивающихся активов» отсутствуют возможности для значительного уменьшения долга.

Небольшой потенциал АФК Система 03. Рентабельность стабилизировалась, на фоне роста денежных потоков долговая нагрузка постепенно снижается. Руководство компании заявило, что в ближайшее время крупных приобретений не предвидится, продавать какие-либо развивающиеся активы холдинг также пока не планирует. Отсутствует ясность и в вопросе потенциальной продажи пакета Башнефти индийской ONGC, что могло бы сократить расходы Системы на развитие месторождений им. Требса и Титова. Из четырех обращающихся выпусков нам наиболее интересен АФК Система 03, торгующийся с доходностью около 8,5% и дюрацией около 0,9 года. Учитывая рейтинг эмитента на уровне «ВВ» и достаточно короткую дюрацию бумаги такая доходность выглядит слишком высокой. Кроме того, на наш взгляд, выпуск обладает потенциалом роста котировок, и, соответственно, снижения доходностей до кривой, на которой торгуются два других выпуска, то есть как минимум на 50 б.п.

Снижение долговой нагрузки на фоне роста денежных потоков

Ключевые финансовые показатели АФК "Система" за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP, млн долл.

	3 кв.10	9 мес.10	2010	2 кв.11	3 кв.11	9 мес.11	3 кв.11/ 2 кв.11, %	3 кв.11/ 3 кв.10, %	9 мес.11/ 9 мес.10, %
Выручка	7 290	20 394	28 098	8 962	8 999	25 628	0	23	26
OIBDA	1 878	5 845	7 309	2 222	2 192	6 240	(1)	17	7
Чистая прибыль	507	1 713	2 117	643	645	1 647	0	27	(4)
Рентабельность OIBDA, %	26	29	26	25	24	24			
Чистая рентабельность, %	7	8	8	7	7	6			
Опер. ден. поток	1 546	2 888	4 057	1 213	1 969	3 488	62	27	21
Кап. инвестиции	(572)	(1 487)	(4 180)	(891)	(1 112)	(2 530)	25	94	70
Основные средства		18 743	19 019	21 618		19 555	(10)		
Денежные средства		4 457	3 142	2 736		3 036	11		
Долгосрочные займы		11 937	12 201	12 693		11 998	(5)		
Краткосрочные займы		2 533	3 183	3 570		2 887	(19)		
Собственный капитал		14 090	14 206	15 165		14 256	(6)		
Активы		41 597	44 109	46 574		42 720	(8)		
Долг, в т.ч.:		14 469	15 384	16 263		14 885	(8)		
краткосрочные займы		2 533	3 183	3 570		2 887	(19)		
долгосрочные займы		11 937	12 201	12 693		11 998	(5)		
Чистый долг		10 012	12 242	13 526		11 849	(12)		
Краткосрочные займы / Долг		0,2	0,2	0,2		0,2			
Долг / OIBDA		2,0	2,1			1,8			
Чистый долг / OIBDA		1,4	1,7			1,5			
OIBDA / Проценты к уплате	4,6	4,7	4,6	5,8	5,0	4,7			
Кэфф. текущей ликвидности		1,2	1,0			1,0			
Капитал / Активы		0,3	0,3			0,3			

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

Ноябрь 22, 2011 МТС – Сильные квартальные результаты. Отчетность по US GAAP за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111122_FI_MTS_9M11%20Review.pdf?docid=11925&lang=ru

Декабрь 9, 2011 Башнефть – Кредитное качество повышается, новый выпуск интересен. Отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111209_FI_Bashneft_3Q11%20Results.pdf?docid=12093&lang=ru

Декабрь 7, 2011 СИТРОНИКС – Ожидаемо слабые результаты, облигации непривлекательны. Отчетность за 3 кв. 9 мес. 2011 г. по US GAAP.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111207_FI_Sitronics_3Q11%20Review.pdf?docid=12069&lang=ru

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
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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@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 Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@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 Фриденберг, fridenbergav@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