

ОЖИДАЕМО СЛАБЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ОБЛИГАЦИИ МАЛОПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность за 1 кв. 2012 г. по US GAAP

Неплохой рост год к году. Вчера СИТРОНИКС, телекоммуникационная «дочка» АФК «Система», опубликовала промежуточные результаты 1 кв. 2012 г. по US GAAP, совпавшие с нашими ожиданиями. Консолидированная выручка в январе–марте снизилась по отношению к 4 кв. 2011 г. на 39%, что во многом объясняется эффектом высокой базы (в последнем квартале года закрывается значительная часть контрактов). По сравнению с уровнем годичной давности доходы выросли примерно на 20% до 334 млн долл. на фоне 44-процентного роста выручки до 155 млн долл. в сегменте «Информационные технологии», основная деятельность которого заключается во внедрении программных продуктов. В «Телекоммуникационных решениях» темпы роста выручки оказались намного ниже – показатель поднялся всего на 8% до 106 млн долл., в то время как направление микроэлектроники продолжает терять позиции – выручка в отчетном квартале снизилась примерно на 8% год к году до 63 млн долл.

Незначительное повышение операционной эффективности.

Консолидированная OIBDA СИТРОНИКС за 1 кв. 2012 г. сократилась на 83% до 10 млн долл., что, как и снижение выручки, обусловлено сезонными факторами. Однако год к году показатель поднялся на 69%, что соответствует рентабельности 3% по сравнению с 2% в 1 кв. 2011 г. Небольшое повышение операционной эффективности во многом стало возможным благодаря жесткому контролю над коммерческими расходами, сократившимися на 7% квартал к кварталу и на 5% год к году. Среди бизнесов компании наиболее прибыльным в отчетном квартале стало телекоммуникационное направление с рентабельностью по OIBDA порядка 7%, что, по словам руководства, связано с заключением более прибыльных контрактов на поставку оборудования. С другой стороны, СИТРОНИКС остается убыточным как на уровне операционного, так и чистого результата (-12 млн долл. и -11 млн долл. соответственно), хотя в абсолютном выражении убытки уменьшились по сравнению с 1 кв. 2011 г.

Долговая нагрузка на стабильно высоком уровне. Компания не представила данных по движению денежных средств, капзатратам и структуре долга. Согласно отчетности, долг за январь–март практически не изменился, оставшись на уровне около 850 млн долл., что предполагает снижение долговой нагрузки до 8,4 в терминах Долг/OIBDA против 8,7 на конец 2011 г. Вместе с тем необходимо отметить, что в эту сумму входит задолженность перед СИТРОНИКС-Нано в объеме 60 млн долл. за вычетом которой значение коэффициента Долг/OIBDA составляло бы около 7,8. Кроме того, исходя из предположения об отсутствии значимых изменений в структуре обязательств в отчетном квартале существенная часть долга, скорее всего, по-прежнему представлена займами дружественных компаний.

Обращающиеся выпуски

SITFIN (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Ситроникс БО-1	2 000 R	11,75	25 июн 12	12,33
Ситроникс БО-2	3 000 R	10,75	15 окт 12	11,56

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели СИТРОНИКС

US GAAP, млн долл.			
	2009	2010	2011
Выручка	1 024	1 167	1 475
OIBDA	7	106	97
Чистая прибыль	(127)	(60)	(95)
Рентабельность по OIBDA, %	1	9	7
Чистая рентабельность, %	-	-	-
Операционный денежный поток	147	178	39
Капзатраты	(30)	(42)	(64)
Основные средства	496	439	447
Денежные средства	163	262	267
Дебиторская задолженность	507	550	482
Кредиторская задолженность	270	306	307
Собственный капитал	527	442	325
Активы	1 927	2 010	1 863
Долг, в т.ч.:	756	753	848
краткосрочные займы	330	529	435
долгосрочные займы	426	224	358
Чистый долг	593	492	581
Доля краткосрочного долга, %	44	70	51
Долг / OIBDA	112,8	7,1	8,7
Чистый долг / OIBDA	88,4	4,7	6,0
OIBDA / Проценты к уплате	0,1	1,3	1,3
Капитал / Активы	0,3	0,2	0,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации по-прежнему малопривлекательны. Результаты СИТРОНИКС за первые три месяца 2012 г. не стали неожиданными: компании не удалось ни сократить долговую нагрузку, ни добиться повышения операционной эффективности. Финансовое положение СИТРОНИКС по-прежнему сильно зависит от поддержки материнской компании, в том числе за счет размещения заказов, а также от государственных контрактов. В обращении у эмитента находится два выпуска облигаций, оба короткие и не отличающиеся высокой ликвидностью. Несмотря на короткую дюрацию, мы считаем эти облигации высокорискованными; по нашему мнению, они способны заинтересовать лишь инвесторов с высоким уровнем толерантности к риску благодаря возможности диверсификации вложений в АФК «Система» и премии порядка 400 б.п. к выпускам материнской компании.

Незначительное повышение рентабельности по OIBDA и снижение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели СИТРОНИКС по US GAAP за 1 кв. 2012 г., млн долл.

	2010	1 кв. 11	4 кв. 11	2011	1 кв. 12	Изм. за кв., %	Изм. за год, %
Выручка	1 167	278	548	1 475	334	(39)	20
OIBDA	106	6	56	97	10	(83)	69
Чистая прибыль	(60)	(19)	(9)	(95)	(11)	27	(41)
Рентабельность по OIBDA, %	9	2	10	7	3		
Чистая рентабельность, %	-	-	-	-	-		
Активы	2 010	2 013	-	1 863	1 819	(2)	
Долг	753	796	-	848	850	0	
Долг / OIBDA	7,1	7,7	-	8,7	8,4		
OIBDA / Проценты к уплате	1,3	0,3	2,9	1,3	0,6		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы
2009											
Телекоммуникации											
МТС		9 867	4 486	45,5	2 328	1,5	8 349	1,9	1,3	1,0	0,3
ВымпелКом		8 703	4 273	49,1	892	3,9	7 353	1,7	1,4	0,9	0,3
Ростелеком		8 406	3 240	38,5	1 428	1,9	3 462	1,1	0,9	0,7	0,5
АФК Система		18 750	7 119	38,0	3 434	1,1	15 445	2,2	1,6	1,0	0,3
Теле2		986	323	32,8	273	0,7	2 017	6,2	6,2	0,4	0,7
СИТРОНИКС		1 024	101	9,9	79	1,9	756	7,5	5,9	1,1	0,3
Развивающиеся страны											
Singapore Telecom		10 390	3 089	29,7	1 335	2,5	5 215	1,7	1,4	0,7	0,62
Turkcell		5 763	1 921	33,3	1 014	1,1	1 473	0,8	(0,8)	1,9	0,63
Развитые страны											
Deutsche Telekom		90 084	27 758	30,8	10 603	2,1	71 382	2,6	2,2	0,9	0,3
Tele2		5 167	1 208	23,4	538	2,2	428	0,4	0,2	0,9	0,7
2010											
Телекоммуникации											
МТС		11 293	4 863	43,1	2 647	1,4	7 150	1,5	1,3	1,0	0,3
ВымпелКом		10 513	4 932	46,9	1 757	0,4	5 661	1,1	1,0	0,7	0,5
Ростелеком		8 376	3 068	36,6	1 708	1,6	4 190	1,4	1,2	0,6	0,5
АФК Система		28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,4
Теле2		1 408	494	35,1	216	1,9	2 148	4,3	4,3	0,4	0,5
СИТРОНИКС		1 167	123	10,5	42	4,2	753	6,1	4,0	0,9	0,2
Развивающиеся страны											
Singapore Telecom	A+/Aa2/A+	11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
Turkcell	BB+/Ba2/BBB-	5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,8)	-	0,6
Развитые страны											
Deutsche Telekom	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	-	0,3
Tele2	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	-	0,7
2011											
Телекоммуникации											
МТС	BB/Ba2/BB+	12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2
ВымпелКом	BB/Ba3	23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
Теле2	/-/BB+	1 775	689	38,8	295	1,7	779	1,1	1,1	0,5	0,2
Ростелеком		10 070	4 004	39,8	2 816	1,0	5 077	1,3	1,2	0,4	0,5
АФК Система		32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4
СИТРОНИКС		1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2
2012П											
Телекоммуникации											
МТС		13 578	5 426	40,0	3 123	1,4	7 721	1,4	1,3	0,8	0,3
ВымпелКом		24 914	9 992	40,1	4 858	1,3	22 746	2,3	2,1	0,9	0,3
Ростелеком		11 474	4 342	37,8	2 295	1,6	5 055	1,2	0,8	1,2	0,6
АФК Система		34 630	7 584	21,9	3 465	1,8	15 299	2,0	1,8	1,0	0,4
Теле2		2 112	842	39,9	275	2,2	958	1,1	1,1	0,4	0,2
СИТРОНИКС		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2

Источники: данные компаний, 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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 Девятков, 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, degtyarevm@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
Алексей Андреев, andreevae@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
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 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 2012