

ОЖИДАЕМО НЕПЛОХИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, НОВЫЕ ЕВРОБОНДЫ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность за 1 кв. 2012 г. по US GAAP

Отчетность без сюрпризов. Вчера АФК «Система» опубликовала результаты 1 кв. 2012 г. по US GAAP. Учитывая, что основные «дочки» компании уже отчитались за соответствующий период, результаты материнской структуры, которые мы оцениваем как достаточно высокие, были ожидаемы. Исторически бизнес-единица «Базовые активы» составляет львиную долю в выручке компании и отчетный квартал не стал исключением: 89% против 86% в 4 кв. 2011 г. Консолидированная выручка за январь–март сократилась на 6%, но поднялась на 9% год к году до 7,9 млрд долл. Основной причиной негативной квартальной динамики показателя стало уменьшение доходов Башнефти и СИТРОНИКСа (ввиду сезонных факторов: падение экспортных продаж нефтепродуктов и замораживание цен на внутреннем рынке у первой компании и высокая база последнего квартала прошлого года, в которых обычно закрывается значительная часть контрактов, у второй). Однако год к году выручка поднялась практически у всех подразделений холдинга: доходы базовых активов увеличились на 8% год к году, а развивающихся – на 19% год к году.

Рентабельность постепенно восстанавливается. Консолидированная OIBDA Системы в отчетном периоде выросла на 92% за квартал и на 17% год к году до 2 млрд долл. Резкий квартальный рост показателя объясняется крупными разовыми списаниями в 4 кв. 2011 г., вызванными проблемами с лицензиями SSTL в Индии, на сумму порядка 1 млрд долл. Скорректированная на эти статьи OIBDA осталась бы практически на уровне предыдущего квартала. Стоит отметить, что, несмотря на сохраняющуюся убыточность бизнес-единицы «Развивающиеся активы» на операционном уровне, в абсолютном значении ее потери уменьшились: OIBDA снизилась до минус 51 млн долл. по сравнению с минус 120 млн долл. в 1 кв. 2011 г. На этом фоне рентабельность по OIBDA Системы в отчетном квартале поднялась до 26% (24% в 1 кв. 2011 г. и скорректированные 25% в 4 кв. 2011 г.).

Долговая нагрузка на комфортных уровнях. Операционный денежный поток за январь–март снизился на 40%, но поднялся на 309% год к году до 1,3 млрд долл. Детализированный отчет по движению денежных средств опубликовали только МТС (операционный денежный поток поднялся на 48% за квартал), таким образом, оценить причину внушительного квартально падения консолидированного показателя достаточно сложно, скорее всего, это связано с ростом оборотного капитала у Башнефти. Тем временем, на фоне более скромной динамики капвложений, свободный денежный поток остается положительным и составляет около 500 млн долл. Долговая нагрузка компании в 1 кв. не претерпела существенных изменений. Долг поднялся на несущественные 2% до 16,8 млрд долл., его временная структура осталась прежней – доля краткосрочных обязательств находится около 25%, тогда как повышение операционной эффективности позволило немного снизить отношение Долг/OIBDA до 2,2 (2,3 в 2011 г.). Однако если исключить списания 4 кв. 2011 г., долговая нагрузка по итогам 1 кв. 2012 г. осталась бы на прежнем уровне около 2 в терминах Долг/OIBDA.

Обращающиеся выпуски

AFKSRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
АФК Система '19	500 \$	6,95	17 май 19	7,64
СистемаАФК-2	20 000 R	14,75	17 авг 12	7,83
СистемаАФК-3	19 000 R	12,50	4 дек 12	7,44
СистемаАФК-1	6 000 R	9,75	7 мар 13	8,45
СистемаАФК-4	13 500 R	7,65	15 мар 16	8,44

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели АФК "Система"

US GAAP, млн долл.

	2009	2010	2011
Выручка	18 750	26 811	32 981
OIBDA	7 119	7 165	7 223
Чистая прибыль	2 286	1 796	958
Рентабельность OIBDA, %	38	27	22
Чистая рентабельность, %	12	7	3
Операционный денежный поток	3 685	4 057	5 571
Капзатраты	(3 434)	(4 180)	(4 132)
Основные средства	19 267	18 022	18 361
Денежные средства	4 013	3 126	3 688
Дебиторская задолженность	1 334	1 780	1 756
Кредиторская задолженность	1 416	2 038	2 437
Собственный капитал	14 010	14 206	13 706
Активы	42 011	44 166	43 902
Долг, в т.ч.:	15 445	15 384	16 410
краткосрочные займы	4 241	3 177	4 397
долгосрочные займы	11 204	12 207	12 013
Чистый долг	11 433	12 258	12 722
Доля краткосрочного долга, %	27	21	27
Долг / OIBDA	2	2	2
Чистый долг / OIBDA	2	2	2
OIBDA / Проценты к уплате	6	4	4
Капитал / Активы	0	0	0

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Все внимание на развивающиеся активы и корпоративный центр. Показатели базовых активов постепенно улучшаются – долговая нагрузка снижается, а рентабельность остается достаточно высокой. Как следствие, в ближайшее время ключевыми факторами для кредитного качества Системы, по нашему мнению, станут денежные потоки самого холдинга, а также состояние развивающихся активов – насколько быстро они будут выведены на операционную безубыточность и когда их долги начнут сокращаться. К примеру, в мае АФК «Система» разместила семилетние еврооблигации на 500 млн долл., а вчера заявила, что приступает к реализации четырехмесячной программы выкупа своих акций с рынка на сумму до 300 млн долл. Беспокойство вызывает и ситуация вокруг индийской сотовой «дочки» SSTL, которая генерирует отрицательную OIBDA и обладает внушительной долговой нагрузкой, а в последнее время к указанным проблемам добавился отзыв лицензий, вопрос с которыми пока остается открытым. По этим причинам в ближайшее время мы не ждем значительного снижения долговой нагрузки.

Новые евробонды выглядят привлекательно. Сейчас в обращении находятся четыре выпуска облигаций эмитента общим объемом 64,5 млрд руб. по номиналу, но их ликвидность в последнее время находится на довольно низких уровнях, и выпуски, на наш взгляд, не представляют интереса. В то же время размещенный недавно AFKSRU'19 торгуется с премией к выпуску MOBTEL'20 порядка 70 б.п., которая, учитывая более высокие рейтинги МТС (ВВ/Ваз2/ВВ+) и возможность поддержки «дочкой» материнской компании, представляется избыточной.

Предыдущие публикации по теме:

Май 22, 2012 г. МТС – Кредитное качество по-прежнему на высоте. Отчетность по US GAAP за 1 кв. 2012 г.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120522_FI_MTS_1Q12%20Results.pdf?docid=13001&lang=ru

Май 30, 2012 г. СИТРОНИКС – Ожидаемо слабые результаты, облигации малопривлекательны. Отчетность за 1 кв. 2012 г. по US GAAP.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120530_FI_Sitronics_1q12.pdf?docid=13055&lang=ru

Повышение операционной эффективности и стабильная долговая нагрузка

Ключевые финансовые показатели АФК "Система" за 1 кв. 2012 г. по US GAAP, млн долл.

	2010	1 кв. 11	4 кв. 11	2011	1 кв. 12	Изм. за кв., %	Изм. за год, %
Выручка	26 811	7 243	8 378	32 981	7 920	(5)	9
OIBDA	7 165	1 723	1 053	7 223	2 020	92	17
Чистая прибыль	1 796	359	(467)	958	771	(265)	115
Рентабельность OIBDA, %	27	24	13	22	26		
Чистая рентабельность, %	7	5	(6)	3	10		
Опер. ден. поток	4 057	306	2 084	5 571	1 250	(40)	309
Капзатраты	(4 180)	(527)	(1 602)	(4 132)	(749)	(53)	42
Основные средства	18 022	19 019		18 361	19 271	5	
Денежные средства	3 126	3 273		3 688	3 731	1	
Дебиторская задолженность	1 780	2 141		1 756	2 162	23	
Кредиторская задолженность	2 038	1 882		2 437	2 527	4	
Собственный капитал	14 206	15 401		13 706	15 614	14	
Активы	44 166	46 010		43 902	47 311	978	
Долг, в т.ч.:	15 384	16 002		16 410	16 750	2	
краткосрочные займы	3 177	3 883		4 397	4 235	(4)	
долгосрочные займы	12 207	12 119		12 013	12 516	4	
Чистый долг	12 258	12 729		12 722	13 019	2	
Доля краткосрочного долга, %	21	24		27	25		
Долг / OIBDA	2,1	2,2		2,3	2,2		
Чистый долг / OIBDA	1,7	1,8		1,8	1,7		
OIBDA / Проценты к уплате	4,5	3,5	2,5	4,1	5,7		
Собственный капитал / Активы	0,3	0,3		0,3	0,0		

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/М/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Телекоммуникации											
		9 867	4 486	45,5	2 328	1,5	8 349	1,9	1,3	1,0	0,3
		8 703	4 273	49,1	892	3,9	7 353	1,7	1,4	0,9	0,3
		8 406	3 240	38,5	1 428	1,9	3 462	1,1	0,9	0,7	0,5
		18 750	7 119	38,0	3 434	1,1	15 445	2,2	1,6	1,0	0,3
		986	323	32,8	273	0,7	2 017	6,2	6,2	0,4	0,7
		1 024	101	9,9	79	1,9	756	7,5	5,9	1,1	0,3
Транспорт											
		1 163	262	22,5	107	2,5	519	2,0	1,4	1,4	0,6
		3 346	423	12,6	383	0,6	1 712	4,0	3,8	1,0	0,3
2009		1 222	550	45,0	449	1,1	2 643	4,8	4,2	1,1	0,5
		35 501	10 777	30,4	10 552	0,9	14 925	1,4	1,1	0,7	0,6
		517	116	22,4	98	1,0	218	1,9	1,7	0,7	0,6
Развивающиеся страны											
		10 390	3 089	29,7	1 335	2,5	5 215	1,7	1,4	0,7	0,62
		5 763	1 921	33,3	1 014	1,1	1 473	0,8	(0,8)	1,9	0,63
		3 261	740	22,7	687	1,0	1 163	1,6	1,1	1,2	0,66
		3 984	765	19,2	-	-	3 915	5,1	2,0	1,3	0,60
Развитые страны											
		90 084	27 758	30,8	10 603	2,1	71 382	2,6	2,2	0,9	0,3
		5 167	1 208	23,4	538	2,2	428	0,4	0,2	0,9	0,7
		3 876	1 135	29,3	619	0,6	4 492	4,0	3,4	1,0	0,3
		2 172	558	25,7	495	0,7	5 203	9,3	8,6	1,0	0,3
Телекоммуникации											
		11 293	4 863	43,1	2 647	1,4	7 150	1,5	1,3	1,0	0,3
		10 513	4 932	46,9	1 757	0,4	5 661	1,1	1,0	0,7	0,5
		8 376	3 068	36,6	1 708	1,6	4 190	1,4	1,2	0,6	0,5
		28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,4
		1 408	494	35,1	216	1,9	2 148	4,3	4,3	0,4	0,5
		1 167	123	10,5	42	4,2	753	6,1	4,0	0,9	0,2
Транспорт											
		1 383	385	27,9	300	1,0	418	1,1	0,7	1,3	0,6
		4 319	684	15,8	130	5,7	2 047	3,0	2,0	1,4	0,3
2010		1 313	533	40,6	557	0,8	2 956	5,5	4,6	1,5	0,5
		43 933	14 635	33,3	13 596	0,9	11 755	0,8	0,6	0,7	0,7
		752	138	18,3	133	0,9	231	1,7	1,4	1,0	0,6
Развивающиеся страны											
	A+/Aa2/A+	11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
	BB+/Ba2/BBB-	5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,8)	-	0,6
	BBB-/Baa3/BBB-	3 963	1 126	28,4	1 398	0,9	2 032	1,8	1,2	1,1	0,6
	BBB/Baa1/BBB	3 928	953	24,2	-	-	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
Развитые страны											
	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	-	0,3
	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	-	0,7
	BBB-/Baa3	4 838	1 559	32,2	705	0,7	4 340	2,8	2,6	0,9	0,4
	BB/B2	2 069	692	33,5	343	1,2	4 946	7,1	6,0	1,1	0,3
Телекоммуникации											
	BB/Ba2/BB+	12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2
	BB/Ba3	23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
	-/BB+	1 775	689	38,8	295	1,7	779	1,1	1,1	0,5	0,2
		10 651	3 959	37,2	2 130	1,5	5 308	1,3	1,2	0,8	0,5
		32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4
		1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2
Транспорт											
2011П	/Ba3/-	1 733	505	29,1	174	2,5	379	0,8	0,5	1,2	0,7
	-/BB+	5 210	651	12,5	119	2,1	2 225	3,4	2,1	1,7	0,3
	BBB-/Ba2/BBB-	1 439	461	32,0	604	0,7	3 190	6,9	6,1	1,2	0,5
	BBB/Baa1/BBB	46 129	10 610	23,0	13 015	0,7	11 869	1,1	0,7	0,7	0,7
	/Ba2/BB+	944	236	25,0	154	1,1	240	1,0	0,7	1,2	0,6
Телекоммуникации											
		13 578	5 426	40,0	3 123	1,4	7 721	1,4	1,3	0,8	0,3
		24 914	9 992	40,1	4 858	1,3	22 746	2,3	2,1	0,9	0,3
		11 474	4 342	37,8	2 295	1,6	5 055	1,2	0,8	1,2	0,6
		34 630	7 584	21,9	3 465	1,8	15 299	2,0	1,8	1,0	0,4
		2 112	842	39,9	275	2,2	958	1,1	1,1	0,4	0,2
		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2
Транспорт											
2012П		2 446	680	27,8	600	0,9	540	0,8	0,6	2,0	0,7
		7 160	601	8,4	170	1,6	2 617	4,4	2,3	1,8	0,3
		1 569	526	33,5	400	0,9	3 315	6,3	5,3	0,9	0,5
		47 513	11 878	25,0	14 759	0,6	15 621	1,3	1,1	0,7	0,7
		1 071	300	28,0	255	1,1	269	0,9	0,6	0,8	0,5

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, hovhannisy@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 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 2012