

СТАБИЛЬНОЕ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО, ЕВРОБОНД ПРИВЛЕКАТЕЛЕН

Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по US GAAP

Высокая зависимость от результатов Башнефти и МТС. Вчера АФК «Система» представила результаты по US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2012 г., которые, по нашему мнению, выглядят неоднозначно. Отчетность не преподнесла существенных сюрпризов, так как компании из портфеля «Базовые активы», формирующие порядка 90% выручки холдинга, уже раскрыли показатели за соответствующий период. При этом доля Башнефти в консолидированной выручке близка к 50%, и зависимость результатов материнской компании от конъюнктуры нефтяного рынка теперь выше, чем пару лет назад. Консолидированная выручка Системы поднялась на 2% квартал к кварталу и опустилась на 6% год к году до 8,1 млрд долл., а по итогам всего полугодия – поднялась на 1% год к году и составила 16,0 млрд долл. Рост по отношению к 1 кв. 2012 г. в основном связан с хорошими операционными показателями как МТС, так и Башнефти, совокупная выручка которых увеличилась на 4% квартал к кварталу, но сократилась на 6% год к году в связи с резким ослаблением рубля. В то же время, по приведенным руководством данным, рублевая выручка Группы в отчетном квартале увеличилась на 4% год к году. Вместе с тем портфель «Развивающиеся активы» продолжает демонстрировать откровенно слабые результаты: выручка по сегменту опустилась на 7% квартал к кварталу и на 14% год к году до 942 млн долл.

Рентабельность с учетом корректировок относительно стабильна. В отчетном периоде МТС списала порядка 1 млрд долл. по операциям в Узбекистане. По этой причине консолидированные показатели Системы также продемонстрировали внушительное снижение как за квартал, так и год к году. Однако с корректировкой на указанные разовые списания операционная эффективность в апреле–июне находилась на вполне комфортных уровнях. Консолидированная OIBDA Системы поднялась на 1% квартал к кварталу, но снизилась 8% год к году до 2,0 млрд долл., а за 6 мес. 2012 г. – поднялась на 1% год к году до 4,1 млрд долл. На этом фоне рентабельность по OIBDA в отчетном квартале составила 25,1%, а по итогам 1 п/г 2012 г. – 25,3%. Основную поддержку операционной эффективности традиционно оказали Базовые активы, особенно МТС, на фоне увеличения налоговой нагрузки Башнефти. В то же время Развивающиеся активы остаются убыточными, и ситуация продолжает ухудшаться, тогда как о сроках восстановления говорить пока преждевременно. Консолидированная OIBDA данного сегмента составила минус 65 млн долл. по сравнению с минус 46 млн долл. в 1 кв. 2012 г. и минус 51 млн долл. во 2 кв. 2011 г.

Обращающиеся выпуски

AFKSRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
AFK Sistema '19	500 \$	6,95	17 май 19	6,04
СистемаАФК-3	19 000 R	12,50	4 дек 12	6,74
СистемаАФК-1	6 000 R	9,75	7 мар 13	7,74
СистемаАФК-2	20 000 R	8,35	12 авг 14	8,43
СистемаАФК-4	13 500 R	7,65	15 мар 16	8,72

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели АФК "Система"

	US GAAP, млн долл.		
	2009	2010	2011
Выручка	18750	26811	32981
OIBDA	7119	7165	7223
Чистая прибыль	2286	1796	958
Рентабельность OIBDA, %	38	27	22
Чистая рентабельность, %	12	7	3
Операционный денежный поток	3685	4057	5571
Капзатраты	(3434)	(4180)	(4132)
Основные средства	19267	18022	18361
Денежные средства	4013	3126	3688
Дебиторская задолженность	1334	1780	1756
Кредиторская задолженность	1416	2038	2437
Собственный капитал	14010	14206	13706
Активы	42011	44166	43902
Долг, в т.ч.:	15445	15384	16410
краткосрочные займы	4241	3177	4397
долгосрочные займы	11204	12207	12013
Чистый долг	11433	12258	12722
Доля краткосрочного долга, %	27	21	27
Долг / OIBDA	2,2	2,1	2,3
Чистый долг / OIBDA	1,6	1,7	1,8
OIBDA / Проценты к уплате	5,7	4,5	4,1
Капитал / Активы	0,3	0,3	0,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка стабильная, но все еще высокая. Операционный денежный поток в отчетном квартале поднялся на 35% квартал к кварталу и на 39% год к году до 1,7 млрд долл. Капзатраты росли сравнимыми или меньшими темпами, увеличившись на 37% и на 15% соответственно до 1,0 млрд долл., при этом показатель в сегменте Развивающиеся активы постепенно снижается (всего 51 млн долл. в апреле–июне по сравнению со 106 млн долл. в 1 кв. 2012 г. и 76 млн долл. во 2 кв. 2011 г.). На этом фоне свободный денежный поток по итогам отчетного квартала достиг 656 млн долл., что позволило направить существенную часть средств как на сокращение обязательств, так и на увеличение краткосрочных финансовых вложений. В этой связи совокупный долг АФК «Система» за 2 кв. 2012 г. снизился на 7% до 15,7 млрд долл., а чистый долг – на 11% до 11,6 млрд долл. Доля краткосрочной задолженности, на наш взгляд, достаточно высокая: на конец июня она составила 27%, хотя учитывая объем денежных средств и краткосрочных финансовых вложений на балансе (в совокупности – 4,1 млрд долл.), этот уровень еще далек от критического. С другой стороны, отметим определенную диспропорцию в долге между портфелями корпорации – долг Базовых активов составляет чуть больше 70% совокупного, а оставшаяся часть приходится на Корпоративный центр (1,6 млрд долл.) и Развивающиеся активы (2,8 млрд долл.), при этом чистый долг первого практически нулевой, а вторые практически не генерируют операционную прибыль. В условиях достаточно стабильной операционной эффективности долговая нагрузка корпорации по итогам полугодия снизилась до 2,1 и 1,6 в терминах Долг/OIBDA и Чистый долг/OIBDA соответственно.

Основное внимание к инвестициям и ситуации вокруг SSTL. Отчетность эмитента, на наш взгляд, вряд ли существенно повлияет на котировки его облигаций. Кредитное качество Системы сейчас определяется, прежде всего, инвестиционными аппетитами компании, а также ее планами в отношении сотовой индийской «дочки» SSTL. По заявлению менеджмента, капзатраты Системы в ближайшее время могут составить до 2 млрд долл. (во 2 кв. приобретены активы на общую сумму 650 млн долл.). Основные интересы компании сосредоточены в таких отраслях, как логистика, потребительский сектор, сельское хозяйство, а также природные ресурсы. Даже с учетом существенного объема ликвидности на балансе и положительного свободного денежного потока, столь масштабные инвестиции могут отсрочить снижение долговой нагрузки на неопределенный период. Кроме того, остается неясным, как будет далее развиваться ситуация с SSTL. Напомним, в феврале 2012 г. индийский суд аннулировал почти все лицензии индийской «дочки» Системы (впоследствии их действие было продлено до января 2013 г.) и потребовал заново распределить их в рамках аукциона (восстановление лицензий может обойтись компании как минимум в 3,3 млрд долл.). По нашему мнению, участие в указанных аукционах чревато ухудшением кредитного качества компании. Как следствие, если цены аукциона не будут существенно снижены, оптимальным решением для Системы, с нашей точки зрения, станет выход из высококонкурентного и низкомаржинального индийского сотового бизнеса.

Евробонд по-прежнему привлекателен. Сейчас в обращении находятся четыре выпуска облигаций эмитента общим объемом 64,5 млрд руб. по номиналу, но они не отличаются высокой ликвидностью и к тому же торгуются практически на уровнях своих «дочек» – МТС (ВВ/Ваз2/ВВ+) и Башнефти (-/Ваз2/ВВ), обладающих более высокими рейтингами. Единственный евробонд корпорации AFKSRU'19 выглядит достаточно привлекательно: в последние дни его премия к сопоставимому выпуску МТС, MOBTEL'20, составляет порядка 100 б.п. и представляется нам избыточной, даже учитывая более высокое кредитное качество «дочки» и ее рейтинг на одну ступень выше. На наш взгляд, премия должна составлять не более 50 б.п.

См. таблицы на следующих страницах.

Предыдущие публикации по теме:

Июнь 1, 2012 г. АФК «Система» – Ожидаемо неплохие результаты, новые евробонды привлекательны. Отчетность за 1 кв. 2012 г. по US GAAP.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120601_FI_Sistema_1Q12%20US%20GAAP.pdf?docid=13074&lang=ru

Август 29, 2012 г. МТС – Кредитное качество по-прежнему на высоте. Отчетность по US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2012 г.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120829_FI_MTS_2Q12%20US%20GAAP.pdf?docid=13535&lang=ru

Сентябрь 4, 2012 г. Башнефть (-/Ваз2/ВВ) – Хорошие результаты, облигации малоинтересны. Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по US GAAP.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120904_FI_Bashneft_2Q12.pdf?docid=13585&lang=ru

Стабильные показатели и постепенное снижение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели АФК "Система" за 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по US GAAP, млн долл.

	2 кв. 11	1 п/г 11	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	1 п/г 12	2 кв.12/ 1 кв.12, %	2 кв.12/ 2 кв.11, %	1п/г 12/ 1 п/г 11
Выручка	8 636	15 879	32 981	7 920	8 095	16 014	2	(6)	1
ОIBDA *	2 202	4 010	7 223	2 020	2 030	4 051	1	(8)	1
Чистая прибыль	643	1 002	958	771	(451)	(289)	(158)	(170)	(129)
Рентабельность OIBDA, %	25	25	22	26	25	25			
Чистая рентабельность, %	7	6	3	10	(6)	(2)			
Операционный денежный поток	1 213	1 519	5 571	1 250	1 683	2 934	35	39	93
Капзатраты	(891)	(1 418)	(4 132)	(749)	(1 027)	(1 777)	37	15	25
Основные средства		21 618	18 361	19 271		18 409	(4)		
Денежные средства		2 736	3 685	3 731		4 113	10		
Дебиторская задолженность		2 276	1 756	2 162		1 820	(16)		
Кредиторская задолженность		2 192	4 855	2 527		2 309	(9)		
Собственный капитал		15 165	13 706	15 614		12 234	(22)		
Активы		46 574	43 902	473 311		43 642	(91)		
Долг, в т.ч.:		16 263	16 394	16 750		15 663	(6)		
краткосрочные займы		3 570	4 387	4 235		4 202	(1)		
долгосрочные займы		12 693	12 006	12 516		11 461	(8)		
Чистый долг		13 526	12 708	13 019		11 550	(11)		
Доля краткосрочного долга, %		22	27	25		27			
Долг / OIBDA		2,1	2,3	2,2		2,1			
Чистый долг / OIBDA		1,8	1,8	1,7		1,6			
OIBDA / Проценты к уплате		4,5	4,1	5,7	5,7	5,7			
Текущая ликвидность		1,0	1,1	1,1		1,0			
Собственный капитал / Активы		0,3	0,3	0,0		0,3			
Дебиторка / Кредиторка		1,0	0,4	0,9		0,8			
Долг / Активы		0,3	0,4	0,0		0,4			

* с корректировкой на разовые списания

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели телекоммуникационного сектора

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВITDA, млн долл.	Рентаб. ЕВITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕВITDA	Чистый долг / ЕВITDA	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	
2009	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	(0,83)	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	
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	
	АФК Система	28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,4	
2010	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	(0,80)	2,4	0,6
Развитые страны												
	Deutsche Telekom	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	0,6	0,3
	Tele2	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	0,9	0,7
Телекоммуникации												
		12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2	
		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	BB+/-/BBB-	10 070	4 004	39,8	2 816	1,0	5 077	1,3	1,2	0,4	0,5
	АФК Система	BB/Ba3/BB-	32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4
2011	СИТРОНИКС	-/B3/B-	1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2
Развивающиеся страны												
	Singapore Telecom	A+/Aa2/A+	13 587	3 820	28,1	1 507	2,9	1,4	0,9	0,8	0,6	
	Turkcell	BB+/Ba2/BBB-	5 603	1 742	31,1	747	1,6	1,2	(1,0)	2,4	0,6	
Развитые страны												
	Deutsche Telekom	BBB+/Baa1/-	81 669	26 459	32,4	9 147	2,5	2,5	2,2	0,6	0,3	
	Tele2	A-/A3/A-	6 284	1 654	26,3	667	2,1	1,3	1,2	0,9	0,5	
Телекоммуникации												
1 п/г12	МТС	BB/Ba2/BB+	6 136	2 634	42,9	1 125	2,0	7 754	1,4	1,2	0,7	0,2
	ВымпелКом	BB/Ba3	11 364	4 708	41,4	1 780	1,7	28 611	3,0	2,7	0,8	0,3
	Ростелеком	BB+/-/BBB-	5 230	2 121	40,6	1 366	-	-	1,5	-	-	
	АФК Система	BB/Ba3/BB-	16 014	4 051	25,3	1 777	1,7	15 663	2,2	1,6	1,0	0,3
Телекоммуникации												
		13 518	5 535	40,9	3 123	1,4	7 884	1,4	1,3	0,9	0,3	
		25 261	10 131	40,1	4 953	1,3	24 455	2,4	2,2	0,8	0,3	
2012П	Ростелеком		10 829	4 363	40,3	2 295	1,6	4 560	1,0	0,7	0,6	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

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 Мырскова, myrsikovanv@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

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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