

## КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО ОПРЕДЕЛЯЕТ ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ КОМПАНИИ

### Высокие результаты 3 кв. 2012 г. по US GAAP

**Прибыль выше прогнозов с учетом корректировки на разовую статью.** Вчера АФК «Система» представила высокие результаты за 3 кв. 2012 г. по US GAAP. Совокупная выручка увеличилась на 1% (здесь и далее – год к году) до 8,8 млрд долл., что выше ожиданий рынка на 1%. В 3 кв. 2012 г. Система признала списание по активам индийской «дочки», SSTL, в размере 213 млн долл. С учетом корректировки на списанную сумму OIBDA компании выросла на 10% до 2,4 млрд долл. Скорректированная рентабельность по OIBDA, таким образом, увеличилась на 2,4 п.п. до 27,6%. Скорректированная чистая прибыль удвоилась и составила 654 млн долл.

**Некоторые развивающиеся активы показывают хорошую динамику.** Мобильный бизнес Системы в Индии (SSTL) вновь разочаровал – выручка увеличилась на 1% до 73 млн долл., а убыток по OIBDA достиг 277 млн долл. (включая убыток от списания стоимости). Технологическое подразделение RTI (которое с сентября 2012 г. консолидирует NVision Group в своей отчетности) показало удовлетворительные результаты – выручка осталась на прежнем уровне (465 млн долл.), а OIBDA сократилась на 21% до 34 млн долл. Дочерняя фармацевтическая компания «Биннофарм» продемонстрировала 58-процентный рост продаж до 24 млн долл., а ее OIBDA увеличилась в десять раз до 14,7 млн долл., что предполагает рентабельность по OIBDA на уровне 61%. Такая динамика обусловлена ростом поставок в рамках государственных контрактов. Выручка Детского мира поднялась на 11% до 231 млн долл., а OIBDA – на 38% до 20 млн долл. OIBDA МТС и Башнефти вместе взятых составила 97% совокупного показателя.

**Дивиденды, выплаченные дочерними компаниями, сгладят влияние новых приобретений на рост долговой нагрузки.** Чистый операционный денежный поток Системы в 3 кв. 2012 г. снизился на 19% до 1,6 млрд долл., во многом за счет изменений в рабочем капитале. Объем капвложений сократился на 10% до 1,0 млрд долл. Свободный денежный поток по итогам квартала остался в положительной зоне, составив 594 млн долл. Общий долг в 3 кв. 2012 г. вырос по сравнению с 2 кв. 2012 г. на 3% до 16,2 млрд долл., что компания объясняет укреплением рубля, увеличением задолженности Башнефти и началом консолидации показателей Nvision. Чистый долг за этот же период стал больше на 10%, достигнув 12,7 млрд долл. В результате долговая нагрузка по показателю Чистый долг/OIBDA выросла с 1,4 на конец 2 кв. 2012 г. до 1,5 на конец 3 кв. На долю краткосрочных обязательств приходится 28% суммарного долга, или 4,6 млрд долл. в абсолютном выражении, из которых 2,6 млрд долл. предстоит погасить в 4 кв. 2012 г., еще столько же в течение 2013 г. Более 40% задолженности подлежит погашению в 2016 и в последующие годы. В 3 кв. 2012 г. корпоративный центр Системы получил 885 млн долл. дивидендов от МТС, Башнефти и Русснефти, что должно смягчить новых приобретений на долговую нагрузку компании.

### Обращающиеся выпуски

AFKSRU (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
AFK Sistema '19	500 \$	6,95	17 май 19	6,11
СистемаАФК-3	19 000 R	12,50	4 дек 12	8,22
СистемаАФК-1	6 000 R	9,75	7 мар 13	8,00
СистемаАФК-2	20 000 R	8,35	12 авг 14	8,84
СистемаАФК-4	13 500 R	7,65	15 мар 16	8,70

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

### Ключевые финансовые показатели АФК "Система"

US GAAP, млн долл.			
	3 кв. 2011	9 мес 2012	3 кв. 2012
Выручка	25 628	24 816	8 802
Операционная прибыль	3 715	2 764	1 421
OIBDA	6 404	6 619	2 477
Чистая прибыль	1 647	1 184	1 474
Долг	14 885		16 152
Чистый долг	11 849		12 668
Капитал	14 256		14 087
Активы	42 720		46 290
Рентаб. по EBITDA, %	25,0	26,7	28,1
Долг/EBITDA	1,8		1,9
Чистый долг / EBITDA	1,4		1,5
Акц. капитал/Активы	0,3		0,3
Акц. капитал/Долг	1,0		0,9
Коэфф. текущей ликвидности	1,0		1,1
Доля краткоср. долга, %	19,4		28,4
ОДП	1 969	4 532	1 598
Ден. поток от инв. деятельности	(2 077)	(4 629)	(65)
Ден. поток от фин. деятельности	(76)	(1 666)	(1 321)
Капзатраты	(1 112)	(2 781)	(1 004)
СДП	857	1 751	594
ОДП/Капзатраты	1,8	1,6	1,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Компания приостанавливает расходование средств в Индии и планирует существенно снизить долг, срок действия лицензий истекает в январе.** В конце октября SSTL, индийская «дочка» Системы, отказалась от участия в аукционе по покупке лицензий 2G. Это повышает вероятность ухода Системы с индийского рынка, что должно позитивно отразиться на финансовом положении холдинга – будет устранен риск дальнейших значительных инвестиций в убыточный актив со слабыми перспективами развития бизнеса и повышения рентабельности. Представители Системы заявили, что ждут решения верховного суда Индии в отношении поданного компанией ходатайства о восстановлении лицензий на услуги мобильной связи, которые были отозваны в феврале. Срок действия лицензий истекает 18 января 2013 г. Как сообщается в презентации Системы, если решение об отмене лицензий останется в силе, то будут предприняты все возможные юридические действия по привлечению правительства Индии к ответственности за нанесение компании материального ущерба. Если же решение по надзорной жалобе окажется в пользу истца, Система продолжит бизнес в Индии, но значительно урезав расходы. В настоящее время компания реализует план по снижению долга SSTL за счет средств корпоративного центра – до конца года долг планируется сократить примерно на 500 млн долл. до менее чем 1 млрд долл. Также Система приостановила капзатраты в Индии.

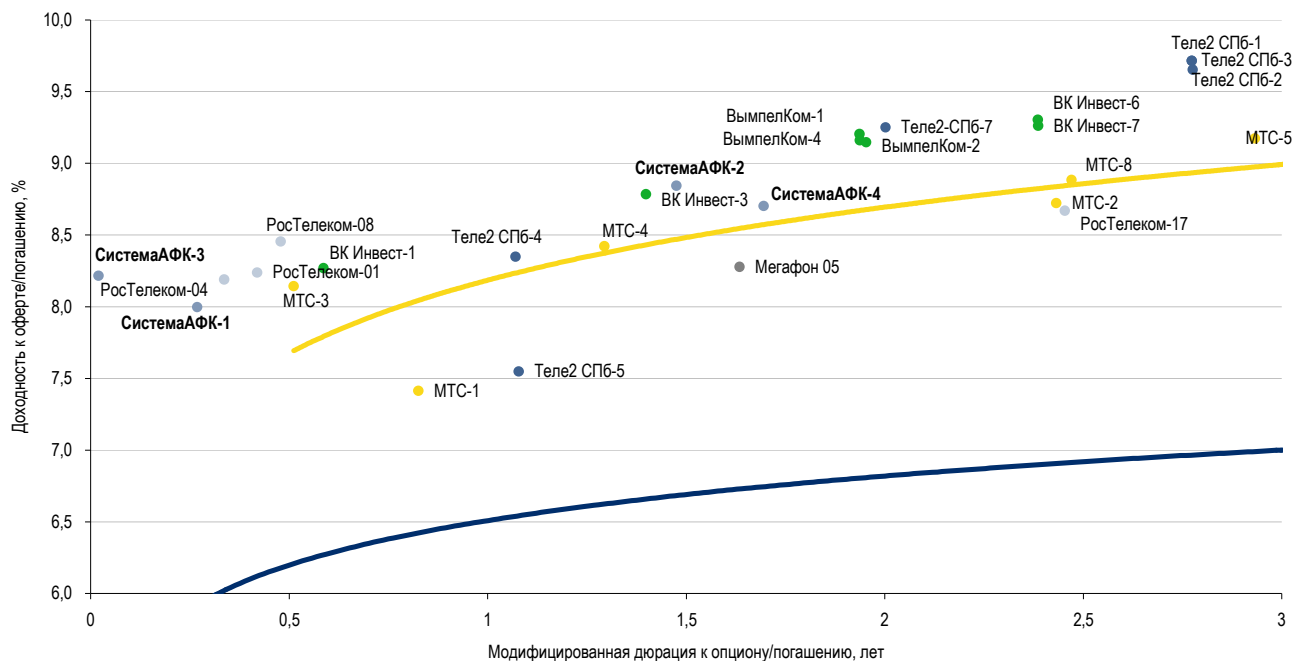
**АФК «Система» собирается купить крупного игрока рынка транспортировки сжиженного газа...** В конце сентября стало известно о решении Системы приобрести 100% акций транспортной компании «СГ-транс» за 22,8 млрд руб. СГ-транс – нишевая компания, предоставляющая услуги по транспортировке сжиженного природного газа (СПГ) и занимающая 37% российского рынка. Кроме того, ей принадлежат хранилища СПГ, а также сеть автомобильных газозаправочных станций. В 2011 г. выручка СГ-транса составила 8,5 млрд руб., а OIBDA – 830 млн руб., что предполагает рентабельность по OIBDA на уровне 9,8%. Чистая денежная позиция компании на конец 2011 г. составляла 1,1 млрд руб. На 2012 г. менеджмент СГ-транса прогнозирует рост выручки на 7%. Мы не располагаем информацией о консолидированных финансовых показателях СГ-транса, однако имеем основания полагать, что оценка компании в рамках сделки завышенная. Тем не менее в целом сделка соответствует планам Системы по вхождению в российскую транспортную отрасль, руководство холдинга не раз заявляло о том, что считает российский транспортный сегмент выгодным с точки зрения инвестиционных вложений. Насколько мы понимаем, Система планирует объединить транспортные активы Башнефти и СГ-транса и создать крупного игрока логистического рынка.

**...а также нефтетрейдинговую и логистическую компанию в Западной Европе.** В середине ноября стало известно о подписании АФК «Система» необязывающего соглашения о покупке 100% акций Argos Group Holding B.V., западноевропейской нефтетрейдинговой и логистической компании. Потенциальная цена сделки, как и ее сроки пока неизвестны. Бизнес Argos, включающий бункеровку, хранение и трейдинг, низкорентабелен. Созданная в 2011 г. в результате серии слияний компания Argos имеет годовую выручку в размере 14 млрд долл. и владеет сетью бункеровочных станций и барж в Амстердаме, Роттердаме и Антверпене (АРА), а также поставляет топливо и смазочные материалы для морских и речных судов. Кроме того, компания занимается оптовыми поставками нефтепродуктов и располагает сетью хранилищ (1 млн куб. м) и смешивающих пунктов в Бенелюксе, Франции и Германии. Argos оказывает логистические услуги – как наземные, так и морские – за счет 30-процентной доли в Interstream Barging, владеющей 127 судами внутреннего плавания. Однако валовая рентабельность бункеровочного бизнеса в настоящее время составляет 3–5% (за пределами России), поскольку клиенты, судоходные компании, несут высокие топливные издержки и имеют низкие расценки на свои услуги. Кроме того, АРА известен как регион с особенно низкой рентабельностью операций и высоким уровнем конкуренции. Если сделка все же состоится, Система войдет еще в один бизнес-сегмент и расширит свое присутствие за рубежом. Однако влияние на фундаментальные показатели оценить трудно, учитывая отсутствие финансовой информации по целевому активу.

**Еврооблигации сохраняют привлекательность.** Результаты АФК «Система» за 3 кв. 2012 г. по US GAAP отражают прочное фундаментальное положение холдинга, которое обеспечивает уверенная динамика МТС и Башнефти, а также ряда развивающихся активов, хотя доля последних в совокупной прибыли остается незначительной. Между тем отчетность эмитента едва ли существенно повлияет на котировки облигаций. Кредитное качество Системы в настоящее время зависит прежде всего от ее инвестиционных аппетитов. На рублевом рынке компания представлена четырьмя выпусками облигаций, отличающихся низкой ликвидностью и короткой дюрацией. Два условно длинных выпуска (около 1,5–1,7 по модифицированной дюрации) почти не предлагают премии к дочерней МТС, обладающей более высоким рейтингом. Единственный выпуск евробондов торгуется со спредом около 130 б.п. к выпуску МТС, что слишком много. Учитывая чуть более низкую долговую нагрузку МТС и ее более высокий рейтинг, премия Системы к бумагам «дочки», с нашей точки зрения, не должна превышать 50 б.п.

### Еврооблигации Системы остаются привлекательными

Рублевые облигации компаний телекоммуникационного сектора, 21.11.2012 г.



Источники: ММВБ, 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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@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

#### 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

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

#### 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