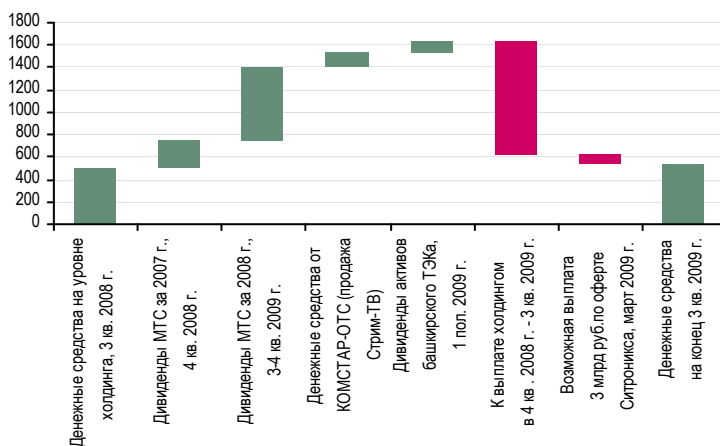


Еврооблигации АФК Система
Сужение спреда к кривой МТС

- **Слишком широкий спрэд относительно МТС.** С ноября прошлого года выпуск еврооблигаций АФК Система с погашением в 2011 г. торгуется со значительной премией по доходности к инструментам своей «дочки» МТС. Максимального значения в 1500 б. п. спрэд выпуска Система 11 к кривой доходности МТС достигал в ноябре 2008 г., а сейчас составляет порядка 900 б. п., что мы считаем необоснованно широким спрэдом. Хотя в краткосрочной перспективе сужение спрэдов до исторического минимума (от -100 до 100 б. п.) представляется маловероятным, мы полагаем, что еврооблигации АФК Система покажут динамику лучше, чем бумаги МТС, и ожидаем сужения спреда между ними до 300-500 б. п.
- **Возможно ли самофинансирование корпоративного центра?** Инвесторы больше всего опасаются, что АФК Система будет участвовать в погашении долгов более слабых дочерних компаний и поэтому не сможет выплатить долги, привлеченные на уровне холдинга.
- По нашим расчетам, при среднегодовом курсе 35 руб. за доллар США EBITDA компании МТС в 2009 г. составит USD3.66 млрд, а свободный денежный поток – USD1.9 млрд (USD0.7 млрд после выплаты дивидендов в размере USD1.2 млрд). С учетом денежных средств оператора и возможностей по рефинансированию задолженности (недавно компания привлекла кредит на EUR300 млн), обслуживание долга, на наш взгляд, не составит проблемы ни в нынешнем году, ни в дальнейшем.
- Компания КОМСТАР-ОТС, по нашей оценке, получит EBITDA в размере USD0.55 млрд при свободном денежном потоке в USD0.15 млрд (выплаты дивидендов будут незначительными). Компании предстоит погасить порядка USD470 млн долга, но денежные средства и депозиты (USD570 млн по состоянию на конец третьего квартала прошлого года) покрывают эти потребности. Таким образом, выплата долга крупнейшими дочерними структурами АФК Система – МТС и КОМСТАР-ОТС – не должна оказать дополнительного давления на материнский холдинг.
- Долг компании Система-Галс превышает USD1 млрд, но график погашения представляется достаточно комфортным – в январе-сентябре 2009 г. девелоперу необходимо исполнить обязательства всего на USD129 млн. Более того, в декабре прошлого года ВТБ открыл компании кредитную линию на 7 млрд руб., и часть этих средств может быть направлена на погашение задолженности.
- Компания Ситроникс в конце прошлого года заняла USD230 млн у Внешэкономбанка, и указанная сумма покрывает выплаты по долгам в 2009 г. (после выплаты USD125 млн Dresdner Bank в прошлом году), за исключением оферты по облигациям на сумму 3 млрд руб. в марте. Мы полагаем, что для исполнения оферты компании может потребоваться помощь АФК Система.
- **На уровне корпоративного центра** (холдинговая компания без крупнейших дочерних структур) объем погашения долга в октябре-декабре 2008 г. и январе-сентябре 2009 г. составляет USD1 016 млн. В дополнение к имевшимся на 30 сентября 2008 г. денежным средствам и эквивалентам (USD504 млн) ожидаются следующие поступления:
 - дивиденды МТС за 2007 г. в размере USD250 млн (вероятно, получены в четвертом квартале 2008 г.);
 - дивиденды МТС за 2008 г. в размере USD650 млн (должны быть выплачены в третьем-четвертом квартале 2009 г.);
 - дивиденды компаний башкирского ТЭКа в размере USD115 млн (в первом-втором квартале 2009 г.);
 - USD125 млн от компании КОМСТАР-ОТС в рамках сделки по продаже Стрим-ТВ.

Таким образом, при условии отсутствия крупных приобретений и значительных капитальных затрат на уровне более слабых дочерних компаний (Система-Галс, Ситроникс и т. д.) корпоративный центр имеет возможность исполнить свои обязательства, даже не прибегая к рефинансированию. Масштабные капиталовложения представляются маловероятными: АФК Система уже объявила о резком сокращении капзатрат на 2009 г. и, как мы полагаем, будет придерживаться заявленных планов.

Рисунок 1. Приток денежных средств и погашение долга АФК Система



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Динамика выпуска еврооблигаций Система 11



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Значительная финансовая гибкость. АФК Система, с нашей точки зрения, имеет несколько вариантов привлечения средств:

- **Регулярные заимствования в крупнейших российских банках.**
- **Выпуск облигаций с дальнейшим рефинансированием в Банке России.** Рейтинги АФК Система (BB/Вa3/BB-) позволяют использовать ее долговые обязательства в качестве обеспечения при операциях рефинансирования с Банком России. В декабре прошлого года совет директоров компании одобрил размещение облигаций на сумму до 20 млрд руб.
- **Кредитование под залог акций МТС и КОМСТАР-ОТС.** Насколько нам известно, принадлежащие АФК Система акции МТС и КОМСТАР-ОТС не обременены залогом. Акции этих компаний ликвидны, и мы полагаем, что АФК Система может привлечь заимствования под залог этих бумаг даже в условиях напряженности на рынке заемного капитала.
- **Продажа долей в дочерних компаниях или непрофильных инвестиций.** Наиболее вероятной представляется продажа акций компаний Ситроникс или Связьинвест. Хотя АФК Система не намерена расставаться с крупными пакетами акций МТС и КОМСТАР-ОТС, следует отметить, что их текущая рыночная стоимость (54%-ное участие в капитале МТС стоит USD4.56 млрд, а 53% акций КОМСТАР-ОТС – USD0.53 млрд) превышает сумму долга на уровне холдинга (USD2.5 млрд по отчетности АФК Система за второй квартал 2008 г.).
- **Перераспределение денежных ресурсов дочерних предприятий.** Если у АФК Система возникнут реальные проблемы с обслуживанием задолженности, холдинг может воспользоваться денежными средствами более финансово устойчивых «дочек» или подтолкнуть их привлечению заимствований и использовать полученные деньги для погашения своих долгов. Подобным образом средства МГТС были переведены связанным сторонам для создания резерва ликвидности компании КОМСТАР-ОТС (как мы полагаем, для исполнения оферты).

Новые приобретения? Не страшно. На прошлой неделе основной акционер АФК Система В. Евтушенков сообщил, что компания рассматривает возможность приобретений на сумму более USD1 млрд в первом квартале 2009 г. Скорее всего, речь может идти о покупке контрольных пакетов акций нефтяных активов в Башкортостане (на данный момент АФК Система принадлежат блокирующие пакеты в этих компаниях, но в конце прошлого года в управление холдингу были переданы контрольные пакеты акций). Мы считаем, что АФК Система приобретет башкирские активы только при условии привлечения относительно долгосрочного финансирования (со сроком погашения в два-три года).

Кроме того, башкирские нефтяные компании сами по себе являются весьма прибыльными. Согласно отчетности за январь-сентябрь 2008 г., доля АФК Система в чистой прибыли этих активов составила USD186 млн, что предполагает суммарную годовую чистую прибыль порядка USD900-1 000 млн. Следовательно, если учесть, что холдинг вряд ли заплатит за них рыночную цену, задолженность, образовавшаяся в результате покупки, может быть погашена из операционных денежных потоков самих объектов приобретения. Кроме того, не исключена возможность приобретений в телекоммуникационном секторе, но в таком случае покупателем, вероятно, станет МТС или КОМСТАР-ОТС, которые могут самостоятельно финансировать сделку, а значит, АФК Система не придется привлекать заимствования на уровне холдинга. Покупки в других отраслях представляются нам маловероятными.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Инфраструктура и транспорт + 7 (495) 662 5607

Пол Роджер
PRoger@rencap.com
Артур Галимов

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Елена Савчик
Ирина Елиневская

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 4350

Алексей Языков
AYazykov@rencap.com

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Дэвид Фергусон

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг
DWaving@rencap.com
Владимир Скляр

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова

Рынок Украины + 38 (044) 492 7383

Светлана Дрыгуш
Анастасия Головач

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244-1544
Милена Иванова-Вентурини
Екатерина Газадзе
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскосов
Андрей Марков

Административная поддержка + 7 (495) 662 5612

Юлия Попова
Елена Ломакина
Екатерина Лизунова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.