

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com
Специальный комментарий по итогам размещения еврооблигаций АФК «Система»

АФК «Система» вчера успешно разместила еврооблигации объемом \$500 млн. Ставка купона была установлена на уровне 6,95% годовых. Мы полагаем, что премия к справедливому уровню составила 20-25 б.п., поэтому размещенный выпуск все еще представляет интерес для покупки.

Параметры выпуска

Выпуск	Система-17
ISIN	XS0783242877
Объем размещения	\$500 млн.
Срок обращения	5 лет
Доходность размещения, %	6,95
Справедливая доходность (оценка UFS IC), %	6,75
Потенциал снижения доходности	20 б.п.
Кредитный рейтинг	BB/Ba3/BB-

Финансовые результаты

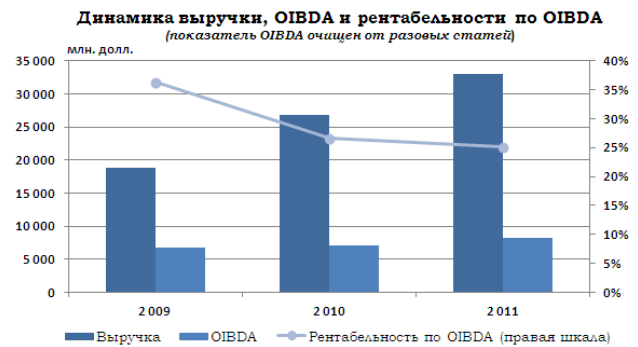
За 2011 год АФК «Система» показала сильные финансовые результаты, хотя темп роста выручки и OIBDA замедлился по сравнению с 2010 годом. Выручка в отчетном периоде увеличилась на 23,0% до \$33,0 млрд. Основной вклад в рост консолидированных доходов внес сегмент «Базовые активы», а в особенности ОАО «Башнефть». Так, в отчетном периоде, выручка ОАО «Башнефть» взлетела на 41,4% до \$16,6 млрд. Рост выручки Башнефти был связан с увеличением добычи нефти на 6,8% и ростом цен на нефть. Сейчас этот актив вносит наибольший вклад (около 50,0%) в выручку эмитента.

Выручка другого важнейшего актива – ОАО «МТС» - увеличилась в отчетном периоде на 9,1%, достигнув \$12,3 млрд. В целом выручка бизнес-сегмента «Базовые активы» увеличилась на 25,2%, составив по итогам года \$29,2 млрд.

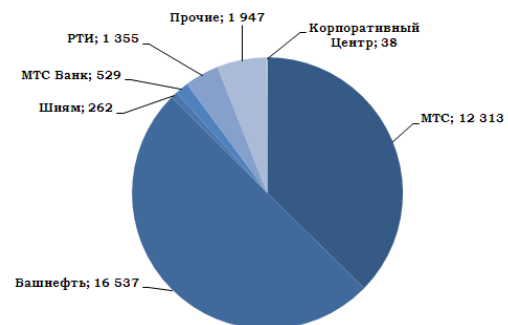
Выручка бизнес-сегмента «Развивающиеся активы» увеличилась за 2011 год на 16,9% до \$4,58 млрд. Основной вклад в увеличение выручки в этом сегменте внесло ОАО «РТИ», которое включает в себя ОАО «Ситроникс» и другие высокотехнологичные активы. Доходы ОАО «РТИ» выросли на 28,3%, составив \$2,1 млрд.

Консолидированная OIBDA АФК «Система» выросла всего на 0,8% до \$7,2 млрд. Однако столь слабый рост был связан с признанными убытками от разовых операций. В частности, был признан убыток в объеме \$694 млн. по приостановлению действия лицензии SSTL – дочерней компании АФК «Система», предоставляющие телекоммуникационные активы в Индии. Без учета признанных убытков, OIBDA компании увеличилась на 16,2% до \$8,28 млрд.

Без учета убытка по разовой статье, маржа OIBDA снизилась с 26,6% в 2010 году до 25,1% по итогам 2011 года. Читая прибыль при этом выросла на 58,9%, приблизившись к \$1,0 млрд.



Источник: данные компании, расчеты UFS

Выручка по сегментам в 2011 году, \$млн.


В целом мы позитивно финансово результаты группы. Полагаем, что в 2012 году с учетом высоких цен на нефть, ОАО «Башнефть» также как и в 2011 году обеспечит большую часть доходов холдинга.

Чистый денежный поток от операционной деятельности вырос на 37,0% до \$5,57 млрд., главным образом за счет роста чистой прибыли, не включающей в себя корректировку по упомянутой разовой статье. Капитальные затраты снизились на 1,0%, составив \$4,1 млрд. в SAPEX эмитента по-прежнему составляет МТС, аккумулируя \$2,6 млрд. или 62,5% от общего объема капзатрат. При этом капитальные затраты на сегмент «Базовые активы» в отчетном году сократились на 4,5%, тогда как SAPEX сегмента «Развивающиеся активы» взлетели на 46,5% до \$563 млн.

Свободный денежный поток компании составил \$1,8 млрд. – рекордный показатель за последние два года.

По прогнозам менеджмента АФК «Системы» размеры капитальных затрат МТС в 2012 году существенно не увеличатся, а в последующие годы немного снизятся. Капитальные затраты Башнефти составят 39-40 млрд. рублей (около \$1,35 млрд.). Поэтому, объем совокупных капзатрат АФК «Система» в 2012 году вырастет по нашим оценкам до \$4,4-4,5 млрд. Впрочем, этот уровень будет вполне комфортным. С учетом прогнозируемых денежных потоков на этот год компания сможет профинансировать капитальные затраты за счет собственных средств.

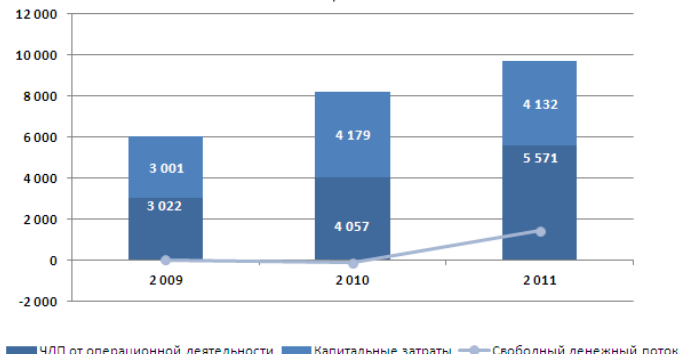
Кредитный профиль

Финансовая устойчивость компании остаётся на высоком уровне. Главным фактором сохранения стабильности кредитного профиля является рост денежных потоков по ключевым активам эмитента.

Консолидированный финансовый долг АФК «Система» и ее дочерних компаний в отчетном периоде вырос на 7,0% до \$16,4 млрд. При этом доля краткосрочного долга увеличилась с 21% на начало года до 27% на конец года. В то же время, объем денежных средств вырос на 30,0% до \$2,92 млрд. Финансовый долг/OIBDA (здесь и далее показатель OIBDA берется очищенным от разовых статей) по итогам 2011 года сократился до 1,98. Показатель Чистый долг/OIBDA, также за счет значительного роста операционных денежных потоков, сократился до 1,63.

Как мы отметили, доля краткосрочного долга в общем долге составляет около 27,0%, компании и ее «дочкам» таким образом, предстоит погасить в 2012 году \$4,4 млрд. Основная часть погашений приходится на самую материнскую

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, \$ млн.



Источник: данные компании, расчеты UFS

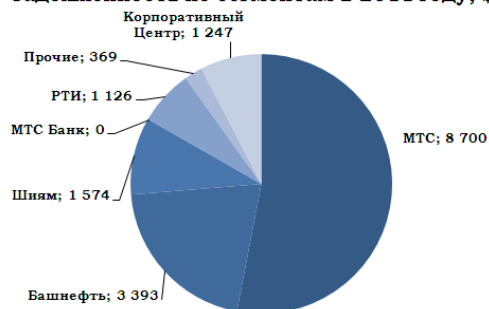
Динамика и структура долга (\$ млн.) и динамика коэффициента Чистый долг/OIBDA



Источник: данные компании, расчеты UFS

Показатель OIBDA берется очищенным от разовых

Задолженность по сегментам в 2011 году, \$ млн.



Источник: данные компании



компанию, Башенфть и МТС. Ни у кого из них проблем с погашением долга в среднесрочной перспективе не возникнет. Самой АФК «Система» предстоит погасить \$681 млн. Текущий займ объемом \$500 млн., позволит рефинансировать большую часть погашаемого в этом году долга.

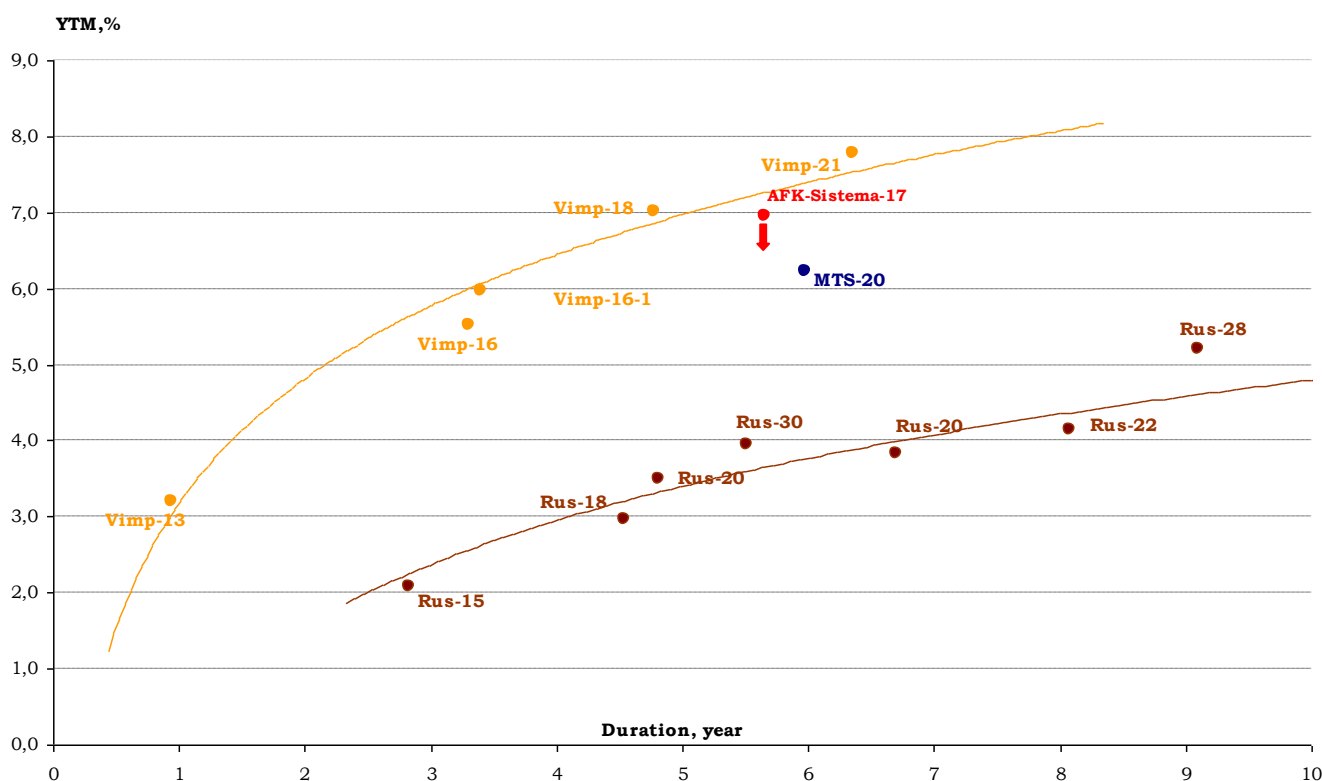
Размещенный займ привлекателен для покупки

Первоначальный ориентир доходности по выпуску составлял 7,125% годовых, однако вследствие высокого спроса был понижен до 6,95% годовых. Для оценки справедливой доходности мы ориентируемся на выпуск еврооблигаций МТС-20. Кредитный профиль МТС боле сильный, чем аналогичный у АФК «Система». Это подтверждается и разницей в рейтингах: рейтинг АФК «Система» на одну ступень ниже, чем рейтинг МТС (BB/Va2/BB+). В этой связи, мы полагаем, что справедливая премия между выпусками эмитентов должна составлять около 50 б.п.

С поправкой на дюрацию, справедливый уровень доходности по новому выпуску АФК «Система» должен лежать в диапазоне 6,7-6,75% годовых. Таким образом, премия при размещении, предложенная рынку, составляет 20-25 б.п., что предполагает рост цены при положительной рыночной конъюнктуре в районе 1,0%.

После выхода на вторичный рынок выпуск торгуется в районе 100% от номинала, поэтому мы рекомендуем его покупать.

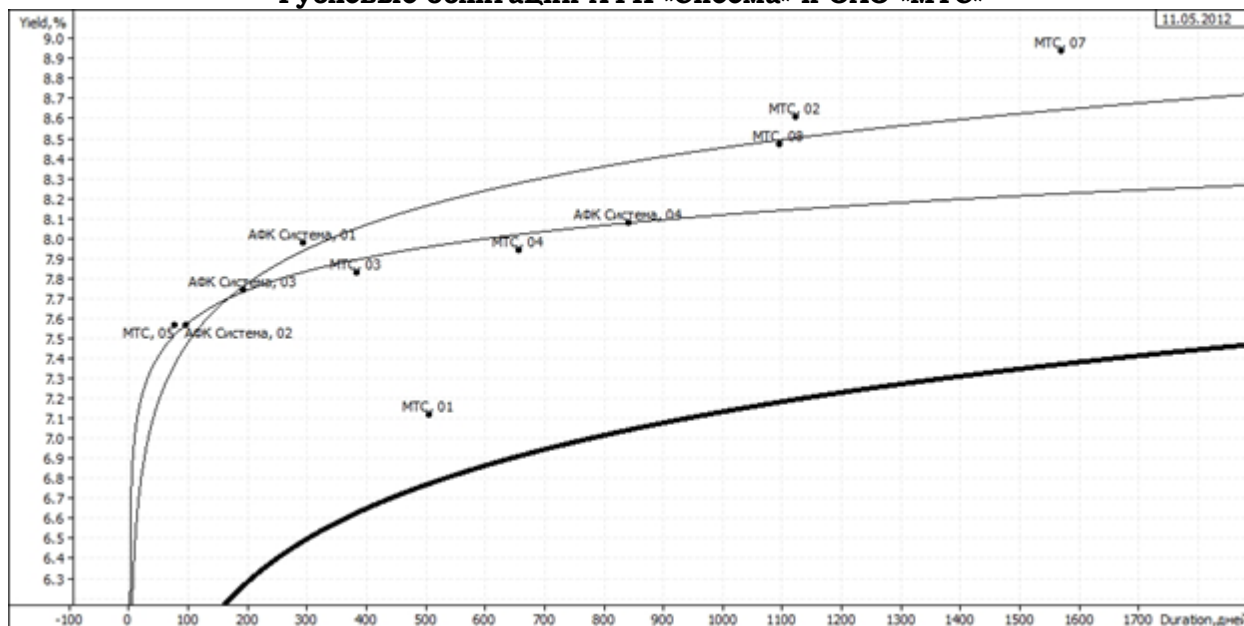
Еврооблигации телекоммуникационного сектора России и выпуск Система-17



Рублевый рынок

В настоящее время на рублевом долговом рынке в обращении находятся три выпуска классических облигаций АФК Система. Кривая доходности АФК Система лежит выше кривой МТС на 20-30 б.п. Среди выпусков АФК Система спекулятивных торговых идей на рынке сейчас нет. Интересен лишь выпуск АФК Система-3 с офертой в декабре текущего года в рамках стратегии buy&hold, купон по которому составляет 12,5% годовых.

Рублевые облигации АФК «Сисема» и ОАО «МТС»



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Кущ Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

