



АФК «Система» - один из крупнейших диверсифицированных холдингов России

➤ АФК «Система» - крупнейшая в России и СНГ публичная диверсифицированная корпорация, владеющая и управляющая пакетами акций компаний, работающих в различных секторах экономики. В состав компании входят три бизнес - единицы: «телекоммуникационные активы», «потребительские активы», «высокие технологии и промышленность», каждая из которых объединяет несколько бизнес-направлений. Основным генератором денежного потока группы является телекоммуникационное подразделение.

➤ **Основные бизнес-направления группы:**

1. Телекоммуникации (МТС, Комстар-ОТС)
2. Масс-медиа (Система Масс-Медиа)
3. Нефтепереработка (Башнефть, Novoil, Уфимский НПЗ, Уфанефтехим, Башкирнефтепродукт, Уфаоргсинтез)
4. Кинопроизводство (Russian World Studios)
5. Недвижимость (Система-Галс)
6. Финансы (МБПП)
7. Торговля (Детский Мир)
8. Медицина (Медси)
9. Высокие технологии (Ситроникс)
10. Радиотехнологии (РТИ-Системы)
11. Биотехнологии (Биннофарм)
12. Ритейл (ТС-Ритейл)

➤ **Основной акционер** АФК «Система» - Владимир Евтушенков (62,1% акций компании).

➤ **Основные бизнес – события за 1 н/г 2009г:**

1. АФК «Система» подписала договоры по покупке контрольных пакетов акций 6 компаний башкирского ТЭКа (контрольные пакеты выкуплены за 66,8 млрд. руб.).
2. АФК «Система» заключила соглашение с ВТБ об условиях продажи ему контрольного пакета акций ОАО «Система-Галс» и условиях реструктуризации долга «Системы-Галс» перед ВТБ.
3. АФК «Система» вышла из состава акционеров ОАО «Межрегиональный ТранзитТелеком» (продажа 50% голосующих акций МТТ группе компаний «Синтерра»).
4. «Комстар-ОТС» завершил консолидацию «Комстар-Директ».
5. По данным Интерфакс, 05.08.2009г. советы директоров АФК «Система» и МТС одобрили сделку на 1,28 млрд. USD, в результате которой МТС получит контроль над Комстар-ОТС.
6. МТС стал владельцем компании ЗАО «Телефон.Ру».

➤ **Кредитные рейтинги эмитента:**

1. Standart&Poor's: ВВ/Негативный от 03.08.2009
2. Moody's: В1/Негативный от 21.04.2009
3. Fitch Ratings: ВВ-/Негативный от 31.03.2009

Параметры выпуска облигаций

Эмитент	ОАО АФК «Система»
Поручитель	ОАО «Система Финанс»
Объем выпуска	20 млрд. руб.
Срок обращения	5 лет
Срок до оферты	3 года
Ставка купона	Индикативно: не выше 14,95%
Купонный период	182 дня
Срок размещения	2-ая декада августа 2009г.
Дата погашения	Август 2014г.
Организатор	Ренессанс Капитал
Листинг	Планируется котировальный лист «В»
Технический андеррайтер	ООО «Ренессанс Брокер»

Основные финансовые показатели АФК «Система» (отчетность по US GAAP)

Основные финансовые показатели, млн. USD

	1 кв. 2009	1 кв. 2008	2008	2007
Выручка	2 771	3 653	16 671	13 411
Амортизация	435	558	2 316	1 747
OIBDA	869	1 418	5 490	4 942
<i>OIBDA margin, %</i>	<i>31,4%</i>	<i>38,8%</i>	<i>32,9%</i>	<i>36,9%</i>
Операционная прибыль	435	860	3 173	3 195
<i>Operating margin, %</i>	<i>15,7%</i>	<i>23,6%</i>	<i>19,0%</i>	<i>23,8%</i>
Процентные расходы	192	111	555	410
Чистая прибыль	(395)	399	62	1 572
<i>Net margin, %</i>	<i>-</i>	<i>10,9%</i>	<i>0,4%</i>	<i>11,7%</i>
Активы	27 123		29 628	28 397
Капитал	4 751		5 558	6 659
Краткосрочные фин. вложения	875		716	909
Денежные средства	1 420		1 948	1 062
Общий долг, в т.ч.:	9 371		9 495	8 350
- долгосрочный	5 940		6 962	6 107
ДП от операцион. деятельности	869	863	3 826	2 723
ДП от инвестиц. деятельности	(1 425)	(1 646)	(5 875)	(5 754)
ДП от финансовой деятельности	111	732	3 270	3 378
CAPEX	873	980	(4 271)	(3 111)

Источник: консолидированная отчетность по US GAAP

Общие характеристики долга

	1 кв. 2009	2008	2007
Общий долг, \$ млн.	9 371	9 495	8 350
Чистый долг, \$ млн.	7 951	7 547	7 288
Общий долг/Активы	0,34	0,32	0,29
Долгосрочный долг/Общий долг	0,63	0,73	0,73
Доходность активов (ROA),%	-	0,2%	5,5%
Доходность капитала (ROE),%	-	1,1%	23,6%
Выручка/Общий долг	1,2	1,8	1,6
OIBDA/Общий долг	0,37	0,58	0,59
OIBDA/Процентные расходы	4,5	9,9	12,1

Источник: данные компании, расчет «Глобэксбанка»

1. Телекоммуникационные активы:

- В 1 кв. 2009г. средние затраты абонентов на сотовую связь сократились на 7% (до 423 руб.) по сравнению с 4 кв. 2008г.;
- Потребители снижают расходы на самые дорогие услуги сотовых операторов – роуминг, международная и междугородная связь;
- В течение последних 3-х кварталов продолжается миграция абонентов с дорогих тарифных планов на более дешевые;
- Отмечается рост доли дополнительных услуг в ARPU. В 2009г. ожидается сохранение роста рынка VAS (мобильный интернет и RBT) – 39%.

2. Потребительские активы:

- Ожидается падение рынка детских товаров в 2009г. на 10-15%;
- Ожидается сокращение объема рынка платных медицинских услуг населению на 14,6% в 2009г.;
- На туристическом рынке в 2009г. ожидается снижение продаж по пакетным услугам на 15-20% и по загрузке гостиниц – на 10-15%;
- В 2009г. ожидается сокращение выездного туристического потока на 22%.

3. Высокие технологии и промышленность:

- В течение последних 3-х кварталов фармацевтический рынок продемонстрировал рост цен на препараты в рублях на 31% и снижение объема рынка в долларах на 7%;
- В настоящий момент сокращение заказчиками программ капитальных вложений и R&D проектов приводит к снижению выручки компаний, занятых в сфере высоких технологий.

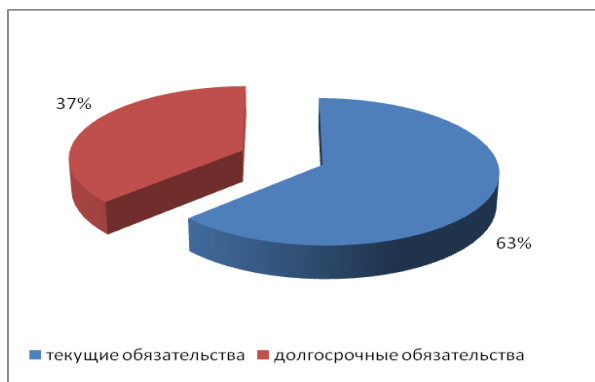
Краткий анализ финансового состояния АФК «Система»

Краткий обзор финансового состояния АФК «Система» проводился на основании консолидированной отчетности по US GAAP по состоянию на конец 1 кв. 2009г.

Краткий анализ балансовых показателей:

На консолидированные данные 1 кв. 2009г. оказал влияние рост курса доллара США на 39,9%, в результате чего валюта баланса компании снизилась на 8,8% и составила 27,1 млрд. USD по состоянию на конец 1 кв. 2009г. Основной удельный вес валюты баланса приходится на внеоборотные активы, доля которых на конец 1 кв. 2009г. составляет 62% в.б. Текущие активы на конец 1 кв. 2009г. составляют 10,3 млрд. USD (38% в.б.). При этом, основной удельный вес текущих активов приходится на кредиты, предоставленные клиентам и банкам, доля которых в текущих активах на конец анализируемого периода составляет 30,1%.

Основной удельный вес пассива баланса по состоянию на конец 1 кв. 2009г. приходится на текущие обязательства, которые составляют 10,9 млрд. USD (40,2% в.б.) Доля собственного капитала на конец анализируемого периода составляет 17,3% в.б., при этом основной удельный вес в капитале приходится на нераспределенную прибыль.



Источник: отчетность Группы по US GAAP



Источник: управленческая отчетность Группы

Общая долговая нагрузка АФК «Система» по состоянию на конец 1 кв. 2009г. составляет 9,4 млрд. USD (-1,3% по сравнению с 2008г.). Однако, ввиду некоторого сокращения валюты баланса доля общего долга в активах несколько возросла с 32% на конец 2008г. до 34% на конец 1 кв. 2009г. Также, в связи с сокращением денежных средств и их эквивалентов, чистый долг компании увеличился с 7,5 млрд. USD в 2008г. до 7,95 млрд. USD на конец анализируемого периода, продемонстрировав 5,4% рост.

Ориентируясь на консолидированную отчетность компании, задолженность АФК «Система» по кредитам и займам на конец 1 кв. 2009г. составляет 7,3 млрд. USD, из которых 5,9 млрд. USD – долгосрочная задолженность.

Однако, необходимо отметить валютный риск, который несет АФК «Система» из-за несоответствия валюты выручки и валюты обслуживания долга. Так, по состоянию на конец 1 кв. 2009г. на рублевый долг приходилось лишь 31% общего долга. В ответ на изменение рыночной конъюнктуры Группа в настоящий момент занимается реструктуризацией долга, в том числе проводит:

- Частичный перевод валютных кредитов в рубли;
- Увеличивает долю рублевых заимствований в портфеле группы (планируется разместить выпуск рублевых облигаций АФК «Системы» на 20 млрд. руб.; планируется разместить выпуск рублевых облигаций АКБ МБРР на 5 млрд. руб.; привлечение группой рублевых кредитов);
- Частичное рефинансирование долгового портфеля группы;
- Деконсолидацию долга Системы – Галс.

Ввиду того, что текущие активы Группы по состоянию на конец 1 кв. 2009г. ниже ее текущих обязательств, Группа в настоящий момент имеет невысокий показатель текущей ликвидности, который составляет 0,94. Коэффициент мгновенной ликвидности также достаточно низкий и составляет на конец анализируемого периода 0,21. Также, оборотный капитал Группы по состоянию на конец 1 кв. 2009г. отрицательный – нехватка оборотного капитала в настоящий момент составляет 630 млн. USD.

Краткий анализ операционных показателей:

В результате девальвации рубля и эффекта сезонности консолидированная выручка АФК «Система» в 1 кв. 2009г. уменьшилась на 24,1% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и на 30,7% относительно 4 кв. 2008г. Однако, в рублевом эквиваленте АФК «Система» продемонстрировала позитивный рост. Можно отметить, что выручка Группы в рублях в 1 кв. 2009г. выросла более чем на 6%. по сравнению с 1 кв. 2008г. (перевод в рубли был осуществлен путем перемножения основных финансовых показателей в соответствии с US GAAP на средний обменный курс долл./руб. за соответствующие периоды).

По состоянию на конец 1 кв. 2009г. выручка покрывает весь совокупный долг Группы в 1,2 раза, что несколько ниже соответствующего показателя за 2008г., который составил 1,8. Тем не менее, данный коэффициент покрытия считается в пределах нормы.

Основным генератором денежных потоков является бизнес-единица «Телекоммуникационные активы». Доля бизнесов, не входящих в бизнес-единицу «Телекоммуникационные активы», в консолидированной выручке в 1 кв. 2009г. составила 21,7% против 22,7% в 1 кв. 2008г. и 28,4% в 4 кв. 2008г.

Коммерческие и управленческие расходы сократились в 1 кв. 2009г. на 18,7% по сравнению с 1 кв. 2008г. и на 25% по сравнению с 4 кв. 2008г. и составили 638,3 млн. USD, что явилось результатом роста курса доллара США за этот период.

Показатель OIBDA сократился в 1 кв. 2009г. на 38,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года за счет роста курса доллара США и на 16,2% по сравнению с 4 кв. 2008г. как за счет роста курса доллара США, так и за счет убытков от обесценения активов, начисленных в 4 кв. 2008г. Маржа OIBDA Группы уменьшилась с 38,8% в 1 кв. 2008г. до 31,4% в 1 кв. 2009г. Однако, по сравнению с 4 кв. 2008г. маржа показателя OIBDA выросла на 26%.

Учитывая вышеизложенное, снизился показатель покрытия OIBDA/общий долг с 0,58 на конец 2008г. до 0,37 по состоянию на конец анализируемого периода. При этом, если по итогам 2008г. данный коэффициент можно было считать приемлемым, то по состоянию на конец 1 кв. 2009г. показатель OIBDA/общий долг уже считается достаточно низким ввиду значительного снижения основных операционных показателей Группы.

Расходы на амортизацию снизились на 22% в 1 кв. 2009г. по сравнению с 1 кв. 2008г. и на 20,4% по сравнению с 4 кв. 2008г. – в основном за счет роста курса доллара США, частично компенсированного ростом амортизационных активов.

Операционная прибыль Группы в 1 кв. 2009г. снизилась на 49,5% по сравнению с соответствующим периодом 2008г. и на 11,6% по сравнению с 4 кв. 2008г. Операционная маржа Группы сократилась до 15,7% в 1 кв. 2009г. по сравнению с 23,6% годом ранее, но выросла по сравнению с 4 кв. 2008г. на 12,3%.

Процентные расходы составили 192,2 млн. USD в 1 кв. 2009г. по сравнению со 110,7 млн. USD и 151 млн. USD в 1 кв. 2008г. и 4 кв. 2008г. соответственно.

Несмотря на то, что показатель покрытия процентных платежей OIBDA/процентные платежи снизился с 9,9 на конец 2008г. до 4,5 по состоянию на конец 1 кв. 2009г., данный коэффициент считается вполне приемлемым в настоящий момент.

В 1 кв. 2009г. Группа понесла чистый убыток в доле АФК «Система» в размере 395,5 млн. USD по сравнению с чистой прибылью в 398,7 млн. USD в 1 кв. 2008г. и чистым убытком в 713,9 млн. USD в 4 кв. 2008г. Убыток 1 кв. 2009г. вызван преимущественно отрицательной курсовой разницей. При этом, чистая прибыль 1 кв. 2009г. без учета убытков от курсовых разниц в размере 437,5 млн. USD, скорректированная на долю миноритарных акционеров, составила 42 млн. USD.

При этом, необходимо отметить, что рентабельность активов и капитала Группы была более-менее приемлемой только по состоянию на конец 2007г., в 2008г. данные показатели имели уже очень низкие значения: 0,2% и 1,1% соответственно.

Оценка потока движения денежных средств:

Денежный поток от операционной деятельности Группы в 1 кв. 2009г. увеличился на 0,7% по сравнению с 1 кв. 2008г. и на 11,7% по сравнению с 4 кв. 2008г. составив 869,3 млн. USD. Данные изменения произошли в основном за счет изменений в оборотном капитале.

Денежные средства, использованные в инвестиционной деятельности, составили в 1 кв. 2009г. 1,4 млрд. USD, включая 872,7 млн. USD в виде расходов на капитальные вложения Группы (980,4 млн. USD в 1 кв. 2008г. и 1,2 млрд. USD в 4 кв. 2008г. соответственно). Общие затраты Группы на приобретение акций компаний составили 79,8 млн. USD в 1 кв. 2009г., включая покупку 100% акций компании «Телефон.ру» и сети розничных продаж мобильных телефонов «Эльдорадо». Также Группа затратила 288,6 млн. USD на увеличение своей доли акций в дочерних компаниях, включая 263,6 млн. USD на исполнение опциона по акциям «Комстар-ОТС» и 25 млн. USD на приобретение МТС дополнительных 25,01% акций в компании «Дагтелеком».

Денежный поток от финансовой деятельности в 1 кв. 2009г. составил 110,5 млн. USD по сравнению с 732,4 млн. USD за 1 кв. 2008г. и 1,1 млрд. USD в 4 кв. 2008г.

Финансирование в 1 кв. 2009г. включает в себя:

- выкуп 75% рублевых облигаций АФК «Система», выпущенных в марте 2008г. объемом 4,5 млрд. руб.;
- кредит на 300 млн. евро, привлеченный МТС через Газпромбанк на 2,5 года;
- выплату МБРР синдицированного кредита на 40 млн. евро;
- обратный выкуп CLN на сумму 50 млн. USD.

Таким образом, **свободный денежный поток за 1 кв. 2009г.** был отрицательным и составил (528) млн. USD.

Позиционирование облигационного займа АФК «Система»

На наш взгляд, в первом приближении столь большой заем АФК «Система» с 3-х летней офертой мог бы сейчас найти рыночный спрос с доходностью не ниже 15% годовых, что соответствует купону в 14,5% и предоставляет хотя бы 100 б.п. премии над визуально перекупленным МТС-5 (13,8%), учитывая фактор «просадки» его нынешних котировок на фоне размещения Системы. Текущий ориентир организатора по ставке купона (не более 14,95%) в принципе близок к нашей справедливой оценке кредитного риска Системы.

Однако, необходимо ориентироваться на определенный ажиотаж, происходящий в настоящий момент на рынке первичных размещений.

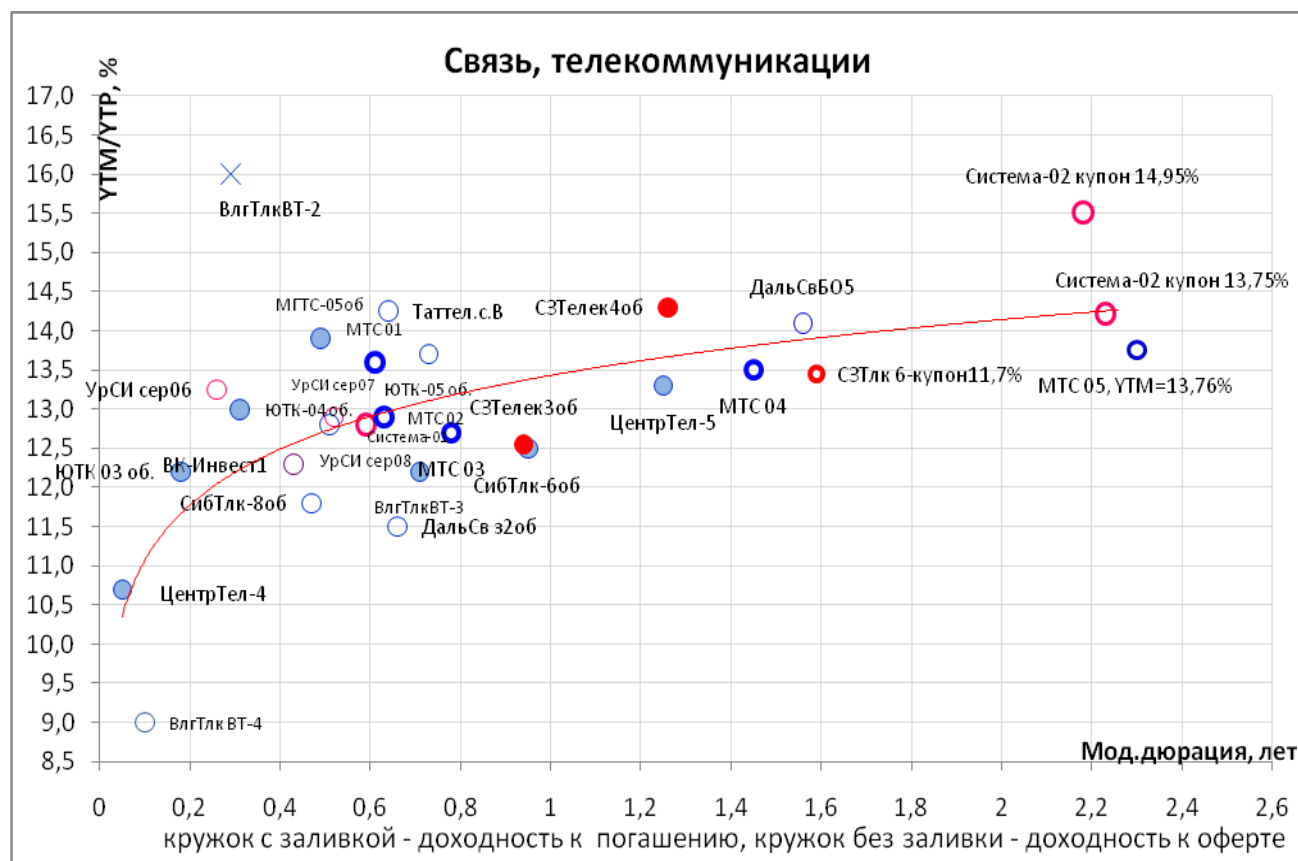
Ориентиром при размещении облигаций Система-02 будут также являться итоги недавно состоявшихся размещений биржевых облигаций Дальсвязи-05 и облигаций СЗТ-6.

Итоги размещения биржевых облигаций Дальсвязи 5 серии: ставка купона 15% к 2-х летней оферте с ценой исполнения 100% от номинала. В настоящий момент бумага торгуется по цене 102% от номинала, что дает доходность в размере 14,29% с дюрацией 655 дней. Облигации ДСВ БО-5 были размещены под доходность 15,56%, в то же время на вторичном рынке они сейчас торгуются с доходностью 14,3%. Таким образом, премия за первичное размещение ДСВ БО-5 составила порядка 125 базисных пунктов.

Размещение СЗТ-6 состоялось 5 августа 2009г.: ставка купона 11,7% к 2-х летней оферте по цене 102,5% от номинала, что представляет собой доходность 13,45%. Данный уровень находится уже ниже средней логарифмической кривой по отрасли и на наш взгляд уже не дает премии к вторичному рынку. Не менее качественный выпуск МТС-04 с близкой дюрацией 05.08.2009г. торговался с доходностью 13,3%, что всего лишь на 15 б.п. ниже предложенной СЗТ.

Учитывая данную тенденцию на рынке, мы полагаем, что облигационный заем Система-02 также разместится на «ура», но учитывая достаточно большой объем займа и 3-х годовую оферту, мы полагаем, что доходность при размещении составит около 14,5%, что несколько ниже нашей справедливой оценки. Тем не менее, принимая во внимание текущие тенденции, на наш взгляд, данная доходность будет более приближена к истине. При этом, на наш взгляд, после выхода Системы на вторичные торги, доходность скорректируется в район текущих значений МТС-5, т.е. составит около 13,5%. Таким образом, **размещение Системы-02 с доходностью 14,5%, что соответствует ставке купона в 14%, составит 100 б.п. премию к вторичному рынку.**

На прилагаемом графике «УТМ/УТР – Модифицированная дюрация» по текущим облигационным выпускам компаний связи, построена средняя кривая доходности по отрасли (для всех выпусков).



Краткий обзор рынка облигаций

Рынок облигаций в настоящий момент выглядит все еще голодным. Спрос на первичном рынке на качественные выпуски в последнее время в несколько раз превышает объем предложения. Это позволяет существенно снизить доходность по новым выпускам.

Необходимо отметить, что немалые объемы размещений, выводимые эмитентами 1 и 2 эшелона в последние месяцы на рынок (только корпоративных выпусков за май-июнь было на сумму 292 млрд. руб.), все еще не достаточны для насыщения долгового рынка. На вторичном рынке пока не ощущается давления на котировки в результате выхода новых облигаций. Напротив, невозможность всем желающим поучаствовать в первичных торгах подогревает спрос на облигации на вторичном рынке. Это можно наблюдать как по котировкам обращающихся выпусков эмитентов, выводящих на рынок новые займы, так и по активным торгам после выхода новых бумаг на вторичный рынок. Таким образом, рынок до сих пор нуждается в свежих качественных выпусках и готов «проглотить» большие объемы новых займов.

Таким образом, ситуация для новых выпусков остается благоприятной, поскольку спрос по-прежнему остается ненасыщенным. Однако, необходимо отметить, что эмитенты уже не столь щедры в рыночных премиях. Так, например, новый выпуск СЗТелек-06 разместился 05.08.2009г. без премии к вторичному рынку.

В связи с этим, если купонная ставка по новому выпуску АФК «Системы» будет в пределах 14%, данный выпуск должен быть интересен рынку, т.к. дает премию за первичное размещение в 100 б.п.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Глобэкс Банк рассматривает в качестве достоверных. Однако Глобэкс Банк, 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 документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка 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.

Глобэкс Банк, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Глобэкс Банк, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Глобэкс Банк не берет на себя обязательства 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 российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских 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 Глобэкс Банка. Глобэкс Банк не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

WWW.GLOBEXBANK.RU

+ 7(495) 775-50-73

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКОВСКИХ ОПЕРАЦИЙ

	<u>e-mail</u>	<u>Вн. телефон</u>
Начальник Управления: Литвинов Александр Владимирович	a.litvinov@globexbank.ru	43-81
Начальник отдела долговых и инвестиционных инструментов: Чалов Олег Владимирович	o.chalov@globexbank.ru	35-34
Организация займов: Кашуба Денис Владимирович	d.kashuba@globexbank.ru	32-44
Продажи долговых инструментов: Лукьянов Павел Сергеевич	p.lukyanov@globexbank.ru	35-24
Анализ рынка долговых инструментов: Никишова Марина Александровна	m.nikishova@globexbank.ru	43-64