

Высокие технологии  
Россия  
Кредитный анализ  
(перевод с английского языка)

## ОАО СИТРОНИКС

### Рейтинги

#### В иностранной валюте

Долгосрочный рейтинг дефолта эмитента («РДЭ») В-  
Приоритетный необеспеченный В-рейтинг

### Прогноз

Долгосрочный РДЭ в иностранной валюте Негативный

### Финансовые показатели

#### ОАО СИТРОНИКС

	31.12.08	31.12.07
Выручка (млн. долл.)	2 000	1 620
Прирост выручки (%)	23,6	0,6
ЕБИТДА (млн. долл.)	133	(101)
Маржа ЕБИТДА (%)	6,7	н.д.
Своб. ден. поток (млн. долл.)	(163)	(216)
Чистый долг (млн. долл.)	615	383
Чист. долг/ЕБИТДА (x)	4,6	-3,8
Скорр. чист. долг/ЕБИТДАР (x)	5,0	-4,8
Обеспеченность проц. платежей ден. ср-ми от опер. деятельности (FFO) (x)	3,4	-2,0

### Аналитики

Апостолос Бантис  
+44 20 7682 7416  
apostolos.bantis@fitchratings.com

Николай Лукашевич, CFA  
+7 095 956 9968  
nikolai.lukashevich@fitchratings.com

### Обоснование рейтингов

- «Негативный» прогноз по рейтингу ОАО СИТРОНИКС («СИТРОНИКС») отражает ограниченную краткосрочную ликвидность компании и ожидания Fitch, что она продолжит сталкиваться с давлением на выручку, а также учитывает ухудшение показателей кредитоспособности и слабую конкурентную позицию. Самостоятельные показатели кредитоспособности СИТРОНИКСа существенно ухудшились и больше не соответствуют рейтингу «В-». По мнению Fitch, дальнейшая финансовая и подразумеваемая поддержка от материнской группы, Акционерной финансовой корпорации «Система» (далее - АФК «Система», «ВВ-»/прогноз «Стабильный»), является ключевой для поддержания деятельности СИТРОНИКСа ввиду его слабой финансовой гибкости и ограниченной позиции ликвидности.
- Для сохранения стабильных показателей операционной маржи и максимизации генерирования денежных средств менеджмент компании осуществил значительные меры по реорганизации, включая значительное сокращение численности персонала, закрытие убыточных подразделений потребительских услуг и продажу низкорентабельных подразделений ИТ-дистрибуции. Агентство учитывает решительные меры, предпринятые менеджментом СИТРОНИКСа, однако по-прежнему выражает обеспокоенность относительно перспектив улучшения операционных показателей в 2009 г. с учетом слабой макроэкономической конъюнктуры и ограниченных перспектив получения новых заказов в течение года.
- СИТРОНИКС по-прежнему в значительной степени зависит от заказов от материнской группы АФК «Система» и различных государственных агентств. Эта доля выручки, вероятно, должна увеличиться с учетом недавних продаж активов. Несмотря на высокую концентрацию выручки, такие контракты дают некоторую дополнительную стабильность денежным потокам компании, так как представляют собой более надежный источник торговой дебиторской задолженности относительно контрактов с внешними сторонами.
- Совместное предприятие с Российской корпорацией нанотехнологий (РОСНАНО) по производству интегральных микросхем с технологией 90 нанометров, о создании которого было объявлено недавно, свидетельствует о намерении российского правительства поддерживать развитие российской индустрии высоких технологий. Хотя СИТРОНИКС является нишевым игроком с хорошими позициями в России и СНГ, Fitch полагает, что в целом компании по-прежнему будет непросто принимать шаги по устранению конкурентного разрыва с международными компаниями с учетом ее небольшого масштаба и сфокусированности на менее передовых технологиях.

### Ключевые факторы, которые могут оказать влияние на рейтинги

- Рейтинги могут оказаться под давлением, если СИТРОНИКС больше не сможет самостоятельно обслуживать свой долг, при уменьшении показателя обеспеченности чистых процентных платежей ниже 1x. Кроме того, негативное рейтинговое давление может последовать в случае, если компания будет не в состоянии пролонгировать задолженность с

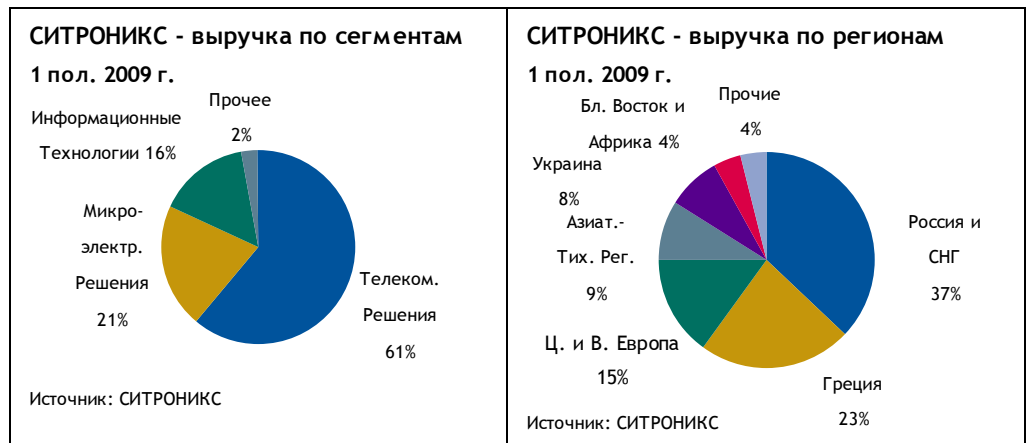
наступающими в ближайшее время сроками погашения за счет доступа на рынки капитала или финансовой поддержки от материнской группы.

## Ликвидность и структура задолженности

Fitch ожидает, что ликвидность СИТРОНИКСа останется слабой в свете значительного размера предстоящих выплат краткосрочного долга в течение шести месяцев по конец 1 кв. 2010 г. Определенным положительным моментом является потенциал финансовой поддержки со стороны АФК «Система», которая подтвердила свою готовность предоставить поддержку в случае кризиса ликвидности. Агентство также отмечает, что СИТРОНИКС рассматривается как существенная дочерняя компания АФК «Система» и что в случае дефолта дочерней компании последует кросс-дефолт по облигациям материнской структуры. Показатели кредитоспособности значительно ухудшились. Так, уровень чистого лeverеджа (суммарный чистый долг/OIBDA) за 12 месяцев по конец 2 кв. 2009 г. равнялся 7,8x. Fitch ожидает дальнейшего ослабления этого показателя, после того как будут получены данные по уровню OIBDA (невысокому на данный момент) за весь финансовый год, заканчивающийся в декабре 2009 г.

## Обзор бизнеса компании

СИТРОНИКС базируется в Москве и является одной из ведущих компаний в сфере телекоммуникационных решений, ИТ-решений и микроэлектронных решений в России и СНГ, а также имеет присутствие на рынках Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки. Группа имеет офисы в 36 странах, экспортирует продукцию и услуги в более чем 60 стран и обслуживает свыше 3 500 клиентов. СИТРОНИКС входит в состав АФК «Система», владеющей 64,4% в компании. Основные сегменты деятельности СИТРОНИКСа: телекоммуникационные решения (СИТРОНИКС Телекоммуникационные Решения и Интраком Телеком, базирующаяся в Греции телекоммуникационная и сервисная компания, приобретенная в июне 2006 г.), ИТ-решения и микроэлектронные решения.



## Связь с материнской структурой

Ключевым рейтинговым фактором является взаимосвязь рейтингов СИТРОНИКСа и крупнейшего акционера, АФК «Система» («ВВ-»/прогноз «Стабильный»). Степень подразумеваемой поддержки в дополнение к самостоятельной кредитоспособности СИТРОНИКСа была учтена агентством по следующим основным моментам:

- По условиям долговых обязательств АФК «Система» (объем которых равен 75% выручки компании) СИТРОНИКС рассматривается как существенная дочерняя компания, в случае дефолта которой последует кросс-дефолт по

облигациям АФК «Система».

- В настоящее время АФК «Система» гарантирует некоторые финансовые обязательства СИТРОНИКСа, а также предоставила СИТРОНИКСу внутрикорпоративные кредиты.
- СИТРОНИКС в высокой степени зависит от контрактов от дочерних компаний АФК «Система», и в то же время многие продукты СИТРОНИКСа в настоящее время широко используются основными операционными дочерними компаниями АФК «Система», которые генерируют денежные средства (МТС и Комстар). Указанные компании используют продукцию СИТРОНИКСа в работе своих сетей и бизнес-процессах, и для сохранения конкурентных позиций этих операторов важно поддержание и эксплуатация этих систем. Помимо этого, ожидается увеличение вклада АФК «Система» в выручку СИТРОНИКСа после недавней продажи некоторых непрофильных активов. Хотя прибыльные контракты, связанные с внешними клиентами, как правило, рассматриваются как благоприятный фактор для самостоятельной кредитоспособности компании, увеличение вклада АФК «Система» в базу выручки СИТРОНИКСа приведет к усилению значимости АФК «Система» для этой дочерней компании, а значит укрепит подразумеваемую поддержку от материнской структуры.

С учетом всех перечисленных факторов Fitch дает взвешенную оценку наличию поддержки за счет условий по перекрестному дефолту и значимости СИТРОНИКСа для дочерних компаний АФК «Система», с одной стороны, и ухудшившейся самостоятельной кредитоспособности СИТРОНИКСа, с другой стороны. При этом прибыльные контракты от АФК «Система» в определенной степени уже учтены в самостоятельной кредитоспособности СИТРОНИКСа. Fitch отмечает, уровень поддержки, доступный от АФК «Система», хотя и снижает обеспокоенность в плане серьезного кризиса ликвидности, все же является недостаточным, чтобы обеспечить СИТРОНИКСу рейтинг на одном уровне с АФК «Система». Тем не менее, такая поддержка определенно поддерживает кредитоспособность СИТРОНИКСа на текущем уровне. Более подробная информация об увязке рейтингов материнской и дочерней компаний содержится в методологии Fitch “Parent and Subsidiary Rating Linkage” («Взаимосвязь между рейтингами материнской и дочерней компаний») от 19 июня 2007 г. на сайтах [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) и [www.fitchratings.ru](http://www.fitchratings.ru).

### Последние изменения

- В октябре 2009 г. СИТРОНИКС объявил о подписании инвестиционного соглашения о запуске полномасштабного производства микросхем на основе 90-нанометровой технологии в сотрудничестве с РОСНАНО в рамках нового совместного предприятия. Ожидается, что общие инвестиции в проект составят 16,5 млрд. руб., из которых РОСНАНО инвестирует 6,5 млрд. руб. (около 220 млн. долл.), и такую же сумму планирует инвестировать СИТРОНИКС в форме оборудования и «чистых» комнат. В рамках проекта также предусмотрено привлечение долгового финансирования. Запуск производства намечен на 2011 г., однако потребует некоторое время, прежде чем проект станет прибыльным. СИТРОНИКС намерен приобрести лицензию от компании STMicroelectronics N.V. («А-»/прогноз «Негативный») на производство интегральных микросхем по технологии 90 нанометров. В ассортимент продукции входят микросхемы для промышленной электроники, автомобилей, цифрового телевидения, навигационных систем ГЛОНАСС/GPS, а также микросхемы с расширенной функциональностью для биометрических паспортов и других персональных документов, банковских карт и SIM карт, и микросхемы для радиочастотной идентификации.
- В апреле 2009 г. СИТРОНИКС продал значительную часть бизнеса IT-дистрибуции своей 100-процентной дочерней компании Sitronics IT BV (ранее - Kvarzar-Micro Corporation BV) за денежные средства в размере 50 млн. долл.

На дистрибуцию приходилось 30% (около 600 млн. долл.) выручки группы в 2008 г., и продажа этого бизнеса была проведена в соответствии со стратегией по выходу из малорентабельных и капиталоемких сегментов.

- В марте 2009 г. СИТРОНИКС выкупил 99% своих облигаций серии 01 за 2,96 млрд. руб. (87,9 млн. долл.). Оплата была проведена за счет кредитных нот МБРР-Финанс (дочерней структуры АФК «Система»). Новые ноты имеют процентную ставку в 20,5% и срок погашения в марте 2010 г. В августе 2009 г. облигации СИТРОНИКСа были включены в ломбардный список ЦБ РФ (куда входят российские инфраструктурные компании, чьи ценные бумаги могут быть использованы как залоговое обеспечение для получения кредитов от ЦБ РФ). Это позволит текущим держателям ценных бумаг СИТРОНИКСа получить рефинансирование от ЦБ РФ в форме ломбардного кредита, обеспечением по которому выступят облигации СИТРОНИКСа.
- В ноябре 2008 г. СИТРОНИКС получил однолетнюю кредитную линию на 230 млн. долл. от Внешэкономбанка («ВЭБ»), средства которой использовались для погашения кредитной линии от Dresdner Bank в размере 200 млн. долл.

### **Ключевые рейтинговые факторы**

#### **Резкое замедление российской экономики**

Экономика России и других стран СНГ испытала на себе серьезное воздействие глобального финансового кризиса и резкого падения цен на сырьевые товары. Рубль упал на 37% к доллару США (с максимального до минимального уровня), а ВВП России в течение 1 половины 2009 г. сократился на 10%. Недавно Минэкономразвития РФ понизило свой прогноз по динамике ВВП до -8,5% в 2009 г. и +3,5% в 2010 г. Прогноз Fitch по ВВП несколько более оптимистичный: -7% на 2009 г. и +3,5% на 2010 г. Экономический кризис также снизил доступность кредитных ресурсов, что привело к увеличению стоимости фондирования и осложнило доступ к капиталу для корпоративных клиентов, а соответственно к сокращению или откладыванию их капитальных вложений в информационные технологии.

#### **Непростой прогноз по российскому сектору информационно-компьютерных технологий**

Экономический кризис оказал существенное влияние на российский рынок информационно-компьютерных технологий («ИКТ»), который испытал резкое снижение со второй половины 2008 г. и в течение 2009 г. Fitch ожидает, что конъюнктура рынка ИКТ России и СНГ останется слабой, поскольку экономический кризис по-прежнему будет обуславливать ограничения бюджетов, а значит снижать спрос со стороны клиентов и приводить к сокращению их расходов, как минимум, в течение 2009 г., оказывая давление на показатели выручки и операционной маржи. По прогнозам, в 2009 г. бюджеты капвложений в ИТ сократятся в России более чем на 25%.

#### **Слабые показатели кредитоспособности**

Снижающаяся операционная маржа и высокий левередж продолжают оказывать давление на кредитоспособность СИТРОНИКСа. Несмотря на положительные изменения в 2008 г., финансовые результаты компании за 1 полугодие 2009 г. показали значительное ухудшение под воздействием глобального экономического кризиса и снижения курса рубля. Обеспокоенность в плане нехватки ликвидности уменьшилась благодаря успешному рефинансированию кредита на 200 млн. долл., полученного от Dresdner Bank в ноябре 2008 г., за счет кредита на 230 млн. долл. от ВЭБа. Однако компании предстоят другие крупные погашения в течение следующих шести месяцев (4 кв. 2009 г. и 1 кв. 2010 г.). По информации Fitch, руководство СИТРОНИКСа рассматривает различные варианты рефинансирования, и благоприятным моментом является готовность АФК «Система» вмешаться, если СИТРОНИКС не сумеет

рефинансировать долг с наступающими в ближайшее время сроками погашения, как это уже имело место в марте 2009 г., когда материнская компания предоставила внутрикорпоративный кредит для выплат по рублевым облигациям СИТРОНИКСа. По мнению Fitch, структура капитала СИТРОНИКСа больше не является оптимальной, и компании необходимы кардинальные изменения структуры погашения и удлинение сроков, иначе она по-прежнему будет сталкиваться со сложностями при обслуживании такого чрезмерного уровня задолженности.

#### **Подразумеваемая поддержка со стороны материнской компании**

СИТРОНИКС в значительной мере зависит от контрактов со стороны материнской компании, АФК «Система». Ранее АФК «Система» приняла решение не поддерживать финансово неблагополучную дочернюю компанию в секторе недвижимости ОАО Система-Галс («В»/прогноз «Стабильный») и продала мажоритарный пакет в этой структуре банку ВТБ по номинальной стоимости. Однако Fitch считает, что АФК «Система» продолжит рассматривать СИТРОНИКС как стратегический актив и будет предоставлять этой компании финансовую поддержку, пока она будет сохранять безубыточный показатель EBITDA. Кроме того, Fitch отмечает, что СИТРОНИКС остается важным поставщиком оборудования для телекоммуникационного бизнеса АФК «Система» (МТС, Комстар и Sistema Shyam TeleServices) и обеспечивает возможности получения контрактов от российского правительства в сфере высоких технологий. Fitch отмечает, что подразумеваемая поддержка от АФК «Система» по-прежнему является ключевым рейтинговым фактором для СИТРОНИКСа.

#### **Ограниченный ассортимент продукции и географический охват**

ИТ-подразделение СИТРОНИКСа остается относительно небольшим игроком для высоко конкурентного рынка ИТ услуг в России и СНГ. Ограниченный ассортимент продукции и сфокусированность на не самых передовых технологиях ограничивает способность компании вести прибыльную деятельность за рамками тех сегментов рынка, на которых имеется естественная защита за счет связей с АФК «Система». Основным продуктом СИТРОНИКС Телекоммуникационные решения для внешних клиентов являются биллинговые системы, которые входят в сегмент решений для бизнеса (BSS/OSS). Направление по производству микросхем - единственный устойчивый бизнес, который может обеспечить более долгосрочный рост, поскольку компания стремится получить преимущества за счет инвестиций российского правительства в различные инфраструктурные проекты, поддерживаемые государством. Правительство выразило готовность развивать сильный сектор высоких технологий в стране. Однако Fitch отмечает, что рынок полупроводников в России по-прежнему недостаточно развит, и остается скептически настроенным относительно того, что российские компании сумеют справиться с конкурентным разрывом с международными игроками.

### **Обзор операционной деятельности за 1 полугодие 2009 г. по сегментам**

#### **Телекоммуникационные решения**

Сегмент «СИТРОНИКС Телекоммуникационные Решения» занимается разработкой, производством и дистрибуцией оборудования и программного обеспечения, включая конвергентные решения. Также компания предлагает решения в области системной интеграции и кастомизации для операторов фиксированной связи, мобильной связи и др. Производство в рамках данного направления идет на трех площадках - в России, Чехии и Румынии в дополнение к производственным объектам Интраком Телеком в Греции. С учетом недавних продаж активов, сегмент телекоммуникационных решений обеспечил 61% всей выручки группы в 1 полугодие 2009 г., повысившись относительно 56% годом ранее. Контракты, связанные с АФК «Система», которые в среднем являются менее прибыльными, продолжают приносить значительную долю выручки в

сегменте. Fitch ожидает, что доля доходов от структур, аффилированных с АФК «Система», будет увеличиваться в дальнейшем, так как теперь СИТРОНИКС участвует в поставках оборудования для телекоммуникационного бизнеса АФК «Система» в Индии. В течение 1 половины 2009 г. СИТРОНИКС и ее дочерняя компания Интраком выиграли новые контракты на общую сумму 150 млн. долл. по поставке оборудования компании Sistema Shyam TeleServices.

### Телекоммуникационные решения

(млн. долл.)	2005 <sup>a</sup>	2006	2007	2008	1п2008	1п2009
Выручка	593	708	570	787	349	246
OIBDA	159	148	-74	55	14	3,7
Маржа OIBDA (%)	26,7	21,0	-13,0	7,0	4,0	1,5

<sup>a</sup> Отчетность с учетом Интракома

Источник: отчетность компании

Несмотря на высокий рост в 2008 г., отчасти благодаря масштабным мерам по реорганизации в компании, показатели за 1 половину 2009 г. существенно ухудшились. Так, резко сократилась выручка: на 30% относительно аналогичного периода предыдущего года (на 16,4% без учета изменения обменных курсов), а маржа OIBDA опустилась на низкий уровень в 1,5% в сравнении с 4% за тот же период предыдущего года. Несмотря на усилия СИТРОНИКСа по смещению структуры продукции в сегменте в сторону предложений с более высокой маржой, чтобы получать преимущества от растущего спроса на услуги следующего поколения и конвергентные услуги, Fitch по-прежнему обеспокоено тем, что ожидаемое восстановление показателей маржи в сегменте будет медленным и на улучшение ситуации уйдет несколько лет. Кроме того, сохраняется жесткая конкуренция с большими международными компаниями, в особенности на менее крупных рынках СИТРОНИКСа. Прогноз на второе полугодие 2009 г. остается сложным, так как основная часть клиентов у телекоммуникационного подразделения СИТРОНИКСа - операторы связи - сократили или отложили свои капвложения, а привлечение новых клиентов будет очень затруднено.

### Микроэлектронные решения

Подразделение микроэлектронных решений является наиболее динамично развивающимся сегментом компании, благоприятное влияние на который оказывают проекты, реализуемые при поддержке государства. Данное подразделение обеспечило 21% выручки группы в 1 полугодии 2009 г., что меньше, чем годом ранее (25,7%), но при этом дает наиболее высокие показатели маржи в группе СИТРОНИКС. СИТРОНИКС - самый крупный производитель полупроводниковых микросхем в России и СНГ, а также наиболее быстрорастущий производитель смарт-карт и микросхем радиочастотной идентификации. СИТРОНИКС Микроэлектронные Решения - крупнейший производитель SIM карт для региональных GSM операторов, занимающий почти 25% рынка SIM карт. Однако на рынке смарт-карт в России по-прежнему доминируют иностранные производители, несмотря на более низкие затраты на производство в России.

### Микроэлектронные Решения

(млн. долл.)	2005	2006	2007	2008	1п2008	1п2009
Выручка	57	123	217	292	161	86
OIBDA	6	26	38	62	34	16
Маржа OIBDA (%)	9,8	21,6	17,7	21,1	20,9	19,1

Источник: отчетность компании

За 1 полугодие 2009 г. выручка упала на 46% относительно того же периода предыдущего года (снижение на 27% без учета изменения обменных курсов) до

86 млн. долл., в то время как показатель OIBDA сократился более чем на 50% до 16 млн. долл. По данному направлению бизнеса маржа OIBDA составила 19,1%, понизившись с 20,9% в предыдущем году, что было самым высоким показателем маржи в группе. Расходы клиентов на НИОКР обеспечили около 20% выручки в сегменте, и такой уровень соответствует ситуации у ведущих мировых компаний отрасли. Прогноз по сегменту остается негативным, и согласно прогнозам российский рынок полупроводников сократится на 35% в 2009 г.

## Информационные Технологии

В апреле 2009 г. СИТРОНИКС продал подразделение IT-дистрибуции в своем сегменте информационных технологий, и чистые поступления от этой продажи составили 50 млн. долл. Продажа этого бизнеса окажет существенное влияние на уровень выручки компании (в 2008 г. это подразделение обеспечило почти 600 млн. долл. выручки), но при этом приведет к увеличению маржи, так как с баланса уйдет крупный сегмент с очень невысокой маржой. С учетом указанной продажи, IT-сегмент обеспечил 16% выручки группы в 1 половине 2009 г. в сравнении с 44% за весь 2008 год.

Подразделение Информационные Технологии ведет деятельность, в основном, в России, Украине и других странах СНГ. Сегмент занимается системной интеграцией и IT услугами (включая бизнес-консалтинг, развитие IT инфраструктуры и телекоммуникационную интеграцию, и большая часть этого бизнеса связана с АФК «Система»), а также контрактами от государства и госсектора. Компания стремится диверсифицировать свою клиентскую базу на новые отрасли (такие как образование, энергетика, транспорт и здравоохранение). Однако Fitch видит ограниченный потенциал роста новых контрактов в текущей экономической среде.

## СИТРОНИКС Информационные Технологии

(млн. долл.)	2005	2006	2007	2008*	1п2008*	1п2009*
Выручка	468	559	763	278	87	66
OIBDA	12	21	21	17	-4	9
Маржа OIBDA (%)	2,5	3,8	2,8	6,1	н.д.	13,6

Источник: отчетность компании

\* С учетом продажи подразделения IT-дистрибуции

Выручка за 1 половину 2009 г. сократилась на 25% до 65,6 млн. долл. (однако при расчете без учета изменения обменных курсов выручка повысилась на 6,1%). При этом сегмент имел положительное значение OIBDA в 9 млн. долл. в то время как в предыдущем году отмечался убыток по OIBDA в размере 3,8 млн. долл. В результате показатели маржи OIBDA существенно повысились и находились на уровне 13,6% в сравнении с отрицательными показателями за 2008 г., что стало возможным благодаря ряду мер по сокращению расходов. Такие результаты, хотя и невысокие, являются поворотным пунктом для сегмента, который в прошлом имело очень низкую маржу.

## Прочие сегменты - потребительские услуги и продукты

В 2008 г. компания СИТРОНИКС продала значительную долю активов в сегменте потребительских услуг и продуктов с тем, чтобы выйти из этого низкорентабельного и неприбыльного бизнеса и сосредоточиться на более высоко рентабельных и менее капиталоемких услугах. Оставшиеся активы компании в этом сегменте настоящее время составляют очень небольшую долю операций группы.

## Финансовые показатели

Показатели группы за 2008 и 2009 гг. были пересчитаны, чтобы отразить продажу подразделения дистрибуции 13 апреля 2009 г.

Несмотря на положительную динамику роста в 2008 г., прибыльность СИТРОНИКСа за 1 полугодие 2009 г. была существенно ниже. Выручка компании за 1 полугодие 2009 г. (скорректированная с учетом продажи подразделения IT-дистрибуции) снизилась на 35% в годовом выражении (-18,4% без учета изменения обменных курсов) в результате глобального экономического спада и неблагоприятного воздействия валютных курсов. Компания испытала резкий спад по всем сегментам деятельности, так как ограниченная доступность кредитных ресурсов вынудила многих корпоративных клиентов сократить или отложить свои капиталовложения в IT.

Менеджмент СИТРОНИКСа провел существенную реструктуризацию с тем, чтобы улучшить структуру расходов с учетом более низкой базы выручки и чтобы поддержать стабильные показатели операционной маржи и генерирование свободного денежного потока. Компания провела сокращение штатов почти на 20%. Однако несмотря на такие активные меры СИТРОНИКС не сумел достаточно скорректировать структуру своих затрат с учетом более низкой выручки. Прибыльность компании была значительно ниже в 1 полугодие 2009 г., на что указывало резкое уменьшение OIBDA (более чем на 50% до 14 млн. долл.). В результате маржа OIBDA упала до низкого значения в 3,5% по сравнению с 4,9% за аналогичный период предыдущего года.

### Прибыльность группы СИТРОНИКС

(млн. долл.)	2005 <sup>a</sup>	2006	2007	2008	1п08	1п09
Выручка	1 299	1 611	1 620	2 000	626	404
Прирост выручки (%)	174,3	24,0	0,6	23,5	н.д.	-35,4
OIBDA	177	172	-101	133	30,4	14
Маржа OIBDA (%)	13,6	10,7	-6,2	6,7	4,9	3,5

<sup>a</sup> С учетом Интракома

Источник: отчетность компании

С начала 2009 г. СИТРОНИКС выиграл новые контракты на 476 млн. долл., большинство из которых должны быть реализованы в 2009 г. и 2010 г. При этом Fitch отмечает, что существенная часть этих контрактов относится к материнской структуре. Менеджмент компании указывает, что рыночная конъюнктура остается сложной в 2009 г., хотя более подробных прогнозов не предоставляется. Несмотря на непростую рыночную конъюнктуру, руководство уверено, что результаты СИТРОНИКСа превзойдут показатели по рынку в целом, а показатель OIBDA по-прежнему будет иметь положительное значение. Ожидается сокращение операционных затрат относительно предыдущего года после продажи подразделений IT-дистрибуции и благодаря различным мерам по улучшению операционной эффективности бизнеса.

### Ликвидность

Ликвидность компании по-прежнему ограничена ввиду значительного объема краткосрочного долга с погашением в ближайшие шесть месяцев. По оценкам Fitch, в следующие два квартала (4 кв. 2009 г. и 1 кв. 2010 г.) предстоят погашения долга на сумму 350 млн. долл. (включая 230 млн. долл. по кредитной линии от ВЭБ). По информации Fitch, менеджмент СИТРОНИКСа работает над различными вариантами рефинансирования, включая переговоры с ВЭБом, чтобы пролонгировать существующий кредит на 230 млн. долл. Кроме того, в качестве определенного положительного момента Fitch рассматривает потенциальную финансовую поддержку от материнской структуры, которая подтвердила свою готовность оказывать помощь в случае нехватки ликвидности, как это было продемонстрировано в марте 2009 г. Тогда АФК «Система» предоставила внутрикорпоративный кредит, позволивший СИТРОНИКСу профинансировать опцион пут по выпуску облигаций в объеме 3 млрд. руб. В целом, по мнению Fitch, структура капитала СИТРОНИКСа более не является оптимальной, и компании необходимы кардинальные изменения структуры



погашения и удлинение сроков, иначе она по-прежнему будет сталкиваться со сложностями при обслуживании такого чрезмерного уровня задолженности.

### Денежный поток – структура капитала

Несмотря на значительные операционные убытки в 1 половине 2009 г., улучшение структуры капитала привело к операционному денежному потоку в размере 39 млн. долл. в сравнении с безубыточным денежным потоком за аналогичный период предыдущего года. Fitch полагает, что снижение потребностей в оборотном капитале после продажи подразделения IT-дистрибуции будет способствовать генерированию денежных средств в 2009 г.

#### Денежный поток и показатели задолженности

(млн. долл.)	2006	2007	2008	1п09
Денежные средства от операционной деятельности (FFO)	98	-77	91	10
Изменение оборотного капитала	-243	79	-69	29
Операционный денежный поток (CFO)	-146	2	22	39
Капитальные вложения	-88	-236	-180	-51
Денежный поток, не связанный с операционной деятельностью	-17	17	-5	0
Свободный денежный поток	-253	-216	-163	-12
Совокупный долг	539	568	740	809
Совокупный чистый долг	450	383	615	635
Совокупный долг/OIBTDA (x)	3,1	-5,6	5,6	9,9
Чистый долг/OIBTDA (x)	2,6	-3,8	4,6	7,8
Чистый долг/FFO (x)	4,6	-4,9	6,7	н.д.
OIBTDA/чистые процентные платежи (x)	7,2	-2,8	2,8	н.д.
FFO/чистые процентные платежи (x)	4,1	-0,9	3,1	н.д.

Источник: отчетность компании

В 1 полугодии 2009 г. СИТРОНИКС по-прежнему имел отрицательный свободный денежный поток в 12 млн. долл. в сравнении с отрицательным свободным денежным потоком в 140 млн. долл. за тот же период в 2008 г. Достигнутое улучшение стало возможным, прежде всего, благодаря снижению капитальных вложений. Компания сократила свой бюджет капвложений на 2009 г. примерно до 60 млн. долл., что составляет 1/3 от фактического объема капвложений за 2008 г. В то же время Fitch отмечает, что ввиду невысокой финансовой гибкости СИТРОНИКС будет ограничен в плане инвестирования в необходимое развитие продукции и производственную базу, чтобы оставаться конкурентоспособным. Прогнозы по отрицательному годовому свободному денежному потоку в течение следующих двух лет обусловлены, преимущественно, мнением Fitch, что выручка компании может сократиться более чем на 20% в 2009 г., а также оценками ограниченных перспектив существенного восстановления спроса в 2010 г. при сохранении давления на показатели маржи.

В конце 2 кв. 2009 г. чистый долг СИТРОНИКСа равнялся 635 млн. долл. в сравнении с 309 млн. долл. в конце 2008 г. Средневзвешенная стоимость заимствований у компании равнялась приблизительно 9% по состоянию на конец июня 2009 г. Показатели кредитоспособности существенно ухудшились при показателе чистого леввереджа за последние 12 мес. (суммарный чистый долг/OIBDA) в 7,8x. Fitch ожидает дальнейшего ослабления показателей кредитоспособности, после того как будут получены данные по уровню OIBDA (невысокому на данный момент) за весь 2009 финансовый год, при уровне чистого леввереджа свыше 10x. В свете ограниченной гибкости компании и слабого генерирования денежного потока Fitch не ожидает какого-либо существенного сокращения долга в среднесрочной перспективе.

### **Корпоративное управление**

СИТРОНИКС находится под контролем АФК «Система», которую, в свою очередь, контролирует российский олигарх Владимир Евтушенков, основатель и председатель совета директоров АФК «Система». Такая концентрированная структура собственности подвергает СИТРОНИКС значительным рискам с точки зрения корпоративного управления. Следует однако отметить, что ситуация с корпоративным управлением улучшается с февраля 2007 г., когда компания провела IPO на Лондонской фондовой бирже. Более того, существенная часть продаж СИТРОНИКСа зависит от структур, аффилированных с АФК «Система».

По имеющейся у Fitch информации, АФК «Система» останется контролирующим акционером группы и будет продолжать оказывать существенное влияние на ее операционную и финансовую стратегию. В то же время СИТРОНИКС достиг определенного прогресса в плане уменьшения зависимости своей выручки от аффилированных компаний АФК «Система». После IPO СИТРОНИКСа на Лондонской фондовой бирже компания сменила состав совета директоров, и в настоящее время независимые директора занимают 2 из 11 мест. Наличие независимых членов в совете директоров компании должно уравновесить сильное влияние контролирующего акционера.

**ОАО Концерн СИТРОНИКС**

	31 дек. 2008 г. тыс. \$	31 дек. 2007 г. тыс. \$ Индексированные данные	31 дек. 2006 г. тыс. \$	31 дек. 2005 г. тыс. \$ Индексированные данные	31 дек. 2004 г. тыс. \$ Индексированные данные
<b>Сводный балансовый отчет</b>					
<b>АКТИВЫ</b>					
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	125 695,0	185 486,0	89 840,0	83 359,0	39 685,0
Дебиторская задолженность	675 794,0	616 611,0	658 498,0	158 855,0	45 536,0
Товарно-материальные запасы	279 632,0	377 110,0	303 220,0	137 813,0	96 179,0
Прочие текущие активы	92 814,0	68 193,0	128 723,0	50 271,0	42 534,0
Основные средства	499 644,0	470 074,0	268 820,0	94 947,0	53 000,0
Нематериальные активы	247 059,0	100 385,0	89 813,0	19 734,0	15 689,0
Прочие долгосрочные активы	96 053,0	69 437,0	108 453,0	21 111,0	8 420,0
<b>ВСЕГО АКТИВОВ</b>	<b>2 016 691,0</b>	<b>1 887 296,0</b>	<b>1 647 367,0</b>	<b>566 090,0</b>	<b>301 043,0</b>
<b>ПАССИВЫ</b>					
Краткосрочная задолженность (в т.ч. текущая часть долгосрочной задолженности)	536 550,0	309 659,0	205 450,0	107 321,0	78 782,0
Кредиторская задолженность	367 289,0	297 292,0	300 184,0	104 488,0	37 726,0
Начисления	31 924,0	24 169,0	18 343,0	9 010,0	6 920,0
Прочие краткосрочные обязательства	222 372,0	205 236,0	164 326,0	145 798,0	76 519,0
Прочие долгосрочные обязательства	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Долгосрочный обеспеченный долг	3 963,0	3 205,0	5 233,0	3 534,0	863,0
Долгосрочный необеспеченный долг	199 716,0	255 493,0	328 807,0	4 194,0	7 954,0
<b>ВСЕГО ПАССИВОВ</b>	<b>1 361 814,0</b>	<b>1 095 054,0</b>	<b>1 022 343,0</b>	<b>374 345,0</b>	<b>208 764,0</b>
<b>АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ</b>					
Доля меньшинства	159 676,0	206 372,0	177 501,0	28 926,0	27 167,0
Акционерный капитал и резервы	495 201,0	585 870,0	447 523,0	162 819,0	65 112,0
<b>ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>2 016 691,0</b>	<b>1 887 296,0</b>	<b>1 647 367,0</b>	<b>566 090,0</b>	<b>301 043,0</b>
Общая скорректированная задолженность	861 829,0	632 357,0	567 746,0	123 521,0	87 599,0
<b>График погашения задолженности</b>					
<b>ОЧЕРЕДНОСТЬ ТРЕБОВАНИЙ ПО ДОЛГАМ</b>					
Лизинговые обязательства	6 781,0	3 552,0	6 717,0	2 937,0	2 018,0
Обеспеченные	0,0	2 328,0	2 159,0	1 929,0	н.д. -
Необеспеченные	733 448,0	562 477,0	530 614,0	110 183,0	85 581,0
<b>Совокупная задолженность</b>	<b>740 229,0</b>	<b>568 357,0</b>	<b>539 490,0</b>	<b>115 049,0</b>	<b>87 599,0</b>
Забалансовая задолженность	121 600,0	64 000,0	28 256,0	8 472,0	0,0
<b>Общая скорректированная задолженность</b>	<b>861 829,0</b>	<b>632 357,0</b>	<b>567 746,0</b>	<b>123 521,0</b>	<b>87 599,0</b>
Общая скорр. задолженность с характеристиками акционерного капитала	861 829,0	632 357,0	567 746,0	123 521,0	87 599,0
Скорректированные обязательства~~	861 829,0	632 357,0	567 746,0	123 521,0	87 599,0
<b>ИСТОЧНИКИ ЗАИМСТВОВАНИЙ</b>					
Банки	447 871,0	246 351,0	164 296,0	88 923,0	32 514,0
Рынки капитала	102 109,0	122 219,0	199 526,0	н.д.	н.д.
Прочее	190 249,0	199 787,0	175 668,0	26 126,0	55 085,0
<b>СОВОКУПНАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ</b>	<b>740 229,0</b>	<b>568 357,0</b>	<b>539 490,0</b>	<b>115 049,0</b>	<b>87 599,0</b>
<b>РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО СРОКАМ ПОГАШЕНИЯ</b>					
Менее 1 года	536 550,0	309 659,0	205 450,0	107 321,0	9 761,0
1 - 2 года	7 386,0	0,0	121 296,0	551,0	75 029,0
2 - 5 лет	192 102,0	0,0	208 148,0	3 621,0	1 664,0
Более 5 лет	4 191,0	258 698,0	4 596,0	3 556,0	1 145,0
<b>СОВОКУПНАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ</b>	<b>740 229,0</b>	<b>568 357,0</b>	<b>539 490,0</b>	<b>115 049,0</b>	<b>87 599,0</b>
Неограниченные в использовании денежные средства и депозиты	125 695,0	185 486,0	89 840,0	83 359,0	39 685,0
<b>ТЕКУЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>410 855,0</b>	<b>124 173,0</b>	<b>115 610,0</b>	<b>23 962,0</b>	<b>39 097,0</b>
<b>ОБЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>614 534,0</b>	<b>382 871,0</b>	<b>449 650,0</b>	<b>31 690,0</b>	<b>47 914,0</b>
<b>ОБЩАЯ СКОРР. ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕН. СРЕДСТВ</b>	<b>736 134,0</b>	<b>446 871,0</b>	<b>477 906,0</b>	<b>40 162,0</b>	<b>47 914,0</b>
Скорректированные обязательства за вычетом денежных средств	736 134,0	446 871,0	477 906,0	40 162,0	47 914,0
Ограниченные в использовании денежные средства и депозиты	7 492,0	9 645,0	50 544,0	2 105,0	2 105,0

~ в том числе ограниченные в использовании денежные средства

~~ общая скорректированная задолженность с характеристиками акционерного капитала плюс привилегированные акции с характеристиками долга

**ОАО Концерн СИТРОНИКС**

**Сводный отчет о прибылях и убытках**

	31 дек. 2008 г. тыс. \$	31 дек. 2007 г. тыс. \$	31 дек. 2006 г. тыс. \$	31 дек. 2005 г. тыс. \$	31 дек. 2004 г. тыс. \$
	Индексированные данные		Индексированные данные		Индексированные данные
<b>СВОДНЫЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ</b>					
Выручка*	2 000 940,0	1 619 605,0	1 610 734,0	952 569,0	473 592,0
Себестоимость реализованной продукции	1 597 615,0	1 404 818,0	1 240 899,0	715 634,0	397 263,0
<b>ВАЛОВАЯ ПРИБЫЛЬ</b>	<b>403 325,0</b>	<b>214 787,0</b>	<b>369 835,0</b>	<b>236 935,0</b>	<b>76 329,0</b>
Коммерческие, общие и административные расходы	230 882,0	271 955,0	163 805,0	54 755,0	33 873,0
Прочие операционные расходы **	39 342,0	43 961,0	33 744,0	28 463,0	9 898,0
Исключительно в целях презентации: долг. аренда (вкл. «Коммерческие, общие и админ. расходы»)	15 200,0	8 000,0	3 532,0	1 059,0	н.д.
<b>Операционный показатель EBITDAR</b>	<b>148 301,0</b>	<b>-93 129,0</b>	<b>175 818,0</b>	<b>154 776,0</b>	<b>32 558,0</b>
Амортизация основных средств и нематериальных активов	73 769,0	56 452,0	44 048,0	11 476,0	6 491,0
Прочие доходы/расходы	-15 200,0	-9 336,0	-3 532,0	-1 059,0	н.д.
<b>ЕБИТ</b>	<b>59 332,0</b>	<b>-158 917,0</b>	<b>128 238,0</b>	<b>142 241,0</b>	<b>26 067,0</b>
Процентные доходы	4 387,0	14 397,0	11 060,0	872,0	197,0
Процентные расходы	42 589,0	39 885,0	32 065,0	9 810,0	7 120,0
Непроцентные финансовые доходы/расходы	-54 994,0	-8 852,0	-9 002,0	-2 914,0	233,0
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>-33 864,0</b>	<b>-193 257,0</b>	<b>98 231,0</b>	<b>130 389,0</b>	<b>19 377,0</b>
Налог на прибыль	15 264,0	27 398,0	32 288,0	35 147,0	3 234,0
Доля меньшинства	-4 764,0	-13 274,0	-4 629,0	-26 015,0	-4 793,0
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ</b>	<b>-53 892,0</b>	<b>-233 929,0</b>	<b>61 314,0</b>	<b>69 227,0</b>	<b>11 350,0</b>
Чрезвычайные статьи/Изменения в учетной политике	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ ПОСЛЕ ОТРАЖЕНИЯ ЧРЕЗВЫЧАЙНЫХ СТАТЕЙ</b> (до выплаты дивидендов)	<b>-53 892,0</b>	<b>-233 929,0</b>	<b>61 314,0</b>	<b>69 227,0</b>	<b>11 350,0</b>

**Сводный отчет о движении денежных средств**

	31 дек. 2008 г. тыс. \$	31 дек. 2007 г. тыс. \$	31 дек. 2006 г. тыс. \$	31 дек. 2005 г. тыс. \$	31 дек. 2004 г. тыс. \$
	Индексированные данные		Индексированные данные		Индексированные данные
<b>СВОДНЫЙ ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>					
<b>Операционный показатель EBITDAR</b>	<b>148 301,0</b>	<b>-93 129,0</b>	<b>175 818,0</b>	<b>154 776,0</b>	<b>32 558,0</b>
Денежные процентные платежи, за вычетом процентных доходов	30 750,0	32 582,0	16 346,0	9 201,0	8 241,0
Денежные расходы по уплате налогов	47 097,0	25 521,0	54 294,0	7 925,0	4 432,0
Дивиденды от ассоциированных компаний	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.
Прочие изменения до средств от операционной деятельности ****	20 274,0	73 960,0	-7 208,0	-36 931,0	-5 149,0
<b>ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА ОТ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (FFO)</b>	<b>90 728,0</b>	<b>-77 272,0</b>	<b>97 970,0</b>	<b>100 719,0</b>	<b>14 736,0</b>
Изменение оборотного капитала	-68 622,0	78 839,0	-243 499,0	-43 114,0	-17 731,0
<b>ОПЕРАЦИОННЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (CFO)</b>	<b>22 106,0</b>	<b>1 567,0</b>	<b>-145 529,0</b>	<b>57 605,0</b>	<b>-2 995,0</b>
Денежный поток, не связанный с операционной деятельностью***	-4 717,0	17 449,0	-17 610,0	3 711,0	3 771,0
Капитальные вложения	179 958,0	235 983,0	87 772,0	47 394,0	7 103,0
Дивиденды	0,0	0,0	1 586,0	н.д.	н.д.
<b>СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-162 569,0</b>	<b>-216 967,0</b>	<b>-252 497,0</b>	<b>13 922,0</b>	<b>-6 327,0</b>
Поступления от продажи активов	7 224,0	3 084,0	3 918,0	2 546,0	2 223,0
Расходы на приобретение активов	107 470,0	44 709,0	57 520,0	28 658,0	-11 195,0
Доходы от продажи компаний и пакетов акций	1 164,0	0,0	н.д.	н.д.	2 000,0
Особые и другие статьи движения денежных средств	920,0	39 589,0	-50 274,0	н.д.	н.д.
<b>ЧИСТЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-260 731,0</b>	<b>-219 003,0</b>	<b>-356 373,0</b>	<b>-12 190,0</b>	<b>9 091,0</b>
Эмиссия/(Выкуп) акций	10,0	324 677,0	199 331,0	32 268,0	н.д.
Изменения, связанные с колебаниями валютного курса	-13 798,0	3 760,0	13 523,0	-1 852,0	н.д.
Прочие статьи, влияющие на движение денежных средств****	42 856,0	-42 655,0	-226 002,0	-2 002,0	-1 480,0
<b>ЧИСТЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-231 663,0</b>	<b>66 779,0</b>	<b>-369 521,0</b>	<b>16 224,0</b>	<b>7 611,0</b>
<b>ОБЩ. ДОЛГ НА НАЧАЛО ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕН. СР-В</b>	<b>382 871,0</b>	<b>449 650,0</b>	<b>29 585,0</b>	<b>45 809,0</b>	<b>53 420,0</b>
Снижение/(увеличение) чистой задолженности	231 663,0	-66 779,0	369 521,0	-16 224,0	-7 611,0
<b>ОБЩ. ДОЛГ НА КОНЕЦ ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА ЗА ВЫЧЕТОМ ДЕН. СР-В</b>	<b>614 534,0</b>	<b>382 871,0</b>	<b>399 106,0</b>	<b>29 585,0</b>	<b>45 809,0</b>

\* За вычетом налога с продаж, роялти и др. операционных налогов

\*\* Без учета амортизации основных средств и нематериальных активов

\*\*\* Оценки аналитиков

\*\*\*\*Балансирующая статья

**ОАО Концерн СИТРОНИКС**  
**Анализ коэффициентов**

	31 дек. 2008 г. тыс. \$	31 дек. 2007 г. тыс. \$ Индексированные данные	31 дек. 2006 г. тыс. \$	31 дек. 2005 г. тыс. \$ Индексированные данные	31 дек. 2004 г. тыс. \$ Индексированные данные
<b>ДОХОДЫ/ПРИБЫЛЬНОСТЬ</b>					
Прирост выручки (%)	23,5	0,6	69,1	101,1	378,1
Валовая прибыль/Выручка (%)	20,2	13,3	23,0	24,9	16,1
Опер. ЕБИТДАР/Выручка (%)	7,4	-5,8	10,9	16,2	6,9
ЕБИТ/Выручка (%)	3,0	-9,8	8,0	14,9	5,5
Прибыль до налогообложения/Выручка (%)	-1,7	-11,9	6,1	13,7	4,1
Прибыль после налогообложения/Выручка (%)	-2,5	-13,6	4,1	10,0	3,4
Эффективная налоговая ставка (%)	-45,1	-14,2	32,9	27,0	16,7
Прибыль после налогообложения/Акционерный капитал (в средн.) (%)	-4,7	-24,4	24,1	91,8	32,9
Доходность на активы (в средн.) (%)	-0,3	-9,6	8,9	24,2	10,9
Доходность ден. средств от опер. деятельности на скорректированный капитал (%)	9,8	-2,1	11,2	35,4	12,2
Маржа свободного денежного потока (%)	-8,1	-13,4	-15,7	1,5	-1,3
<b>ПОКАЗАТЕЛИ ОБЕСПЕЧЕННОСТИ</b>					
Ден. ср-ва от опер. деятельности (FFO)/Валовые проц. расходы и дивиденды по привил. акциям (x)	3,1	-0,9	4,1	11,3	3,1
Обеспеченность постоянных платежей по FFO (x)	2,6	-0,6	3,8	10,3	3,1
(Опер. ЕБИТДАР-Капвложения)/Совокупные постоянные платежи (x)	-0,5	-6,9	3,4	10,8	4,6
Опер. ЕБИТДАР/Чистые постоянные платежи (x)	2,8	-2,8	7,2	15,5	4,7
FFO/Процентные расходы за вычетом процентных доходов (x)	3,4	-2,0	5,7	12,3	3,1
Коэффициент обеспеченности задолженности за счет свободного денежного потока (x)	-0,2	-0,5	-0,9	0,2	0,0
Коэффициент обеспеченности чистых постоянных платежей (x)	1,4	-4,5	5,4	14,3	3,8
<b>ЛЕВЕРЕДЖ</b>					
Общая скорректированная задолженность/Опер. ЕБИТДАР (x)	5,8	-6,8	3,2	0,8	2,7
Общая скорректированная задолженность за вычетом ден. ср-в/Опер. ЕБИТДАР (x)	5,0	-4,8	2,7	0,3	1,5
Скорректированные обязательства за вычетом ден. ср-в/Оп. ЕБИТДАР (x)	5,0	-4,8	2,7	0,3	1,5
Скорректированный чистый левередж/FFO (x)	5,1	-10,2	3,9	0,4	2,2
Скорректированный левередж/FFO (x)	5,8	-21,5	4,3	1,1	4,0
Свободный денежный поток/Скорректированные обязательства (%)	-18,9	-34,3	-44,5	11,3	-7,2
Опер. денежный поток (CFO)/Общая задолженность за вычетом денежных средств (%)	3,6	0,4	-32,4	181,8	-6,3
CFO/Скорректированные обязательства за вычетом денежных средств (%)	3,0	0,4	-30,5	143,4	-6,3
Общая скорр. задолженность/Общая скорректированная капитализация (%)	56,8	44,4	47,6	39,2	48,7
<b>СТРУКТУРА ФИНАНСИРОВАНИЯ</b>					
Обеспеченная и лизинговая задолженность/Общая задолженность (%)	0,9	1,0	1,6	4,2	2,3
Текущая задолженность/Общая задолженность (%)	72,5	54,5	38,1	93,3	11,1
Забалансовая задолженность/Общая скорректированная задолженность (%)	14,1	10,1	5,0	6,9	0,0
Общая задолженность за вычетом ден. средств/Материальный акционерный капитал (%)	150,7	55,3	84,0	18,4	62,6
<b>ПОКАЗАТЕЛИ, СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ С УЧЕТОМ ПЕНСИОННЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ</b>					
Пенсионные обязательства всех типов	3 027,7	2 193,6	2 232,8	832,3	н.д.
Чистый левередж, скорректированный с учетом пенсионных обязательств	5,0	-4,9	2,6	0,2	1,5
Коэффициент нетто-обеспеченности, скорр. с учетом пенсионных обязательств	2,7	-2,7	8,1	н.д.	н.д.
Коэффициент нетто-обеспеченности, скорр. с учетом пенсионных обязательств (расчетный)	2,8	-2,7	8,2	17,3	н.д.
Расчетные процентные расходы	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.
Коэффициент брутто-обеспеченности, скорр. с учетом пенсионных обязательств	0,0	0,0	н.д.	н.д.	н.д.
Коэффициент брутто-обеспеченности, скорр. с учетом пенсионных обязательств (расчетный)	2,8	-2,7	8,0	17,0	н.д.
<b>ЦИКЛ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА</b>					
Средний срок оборота товарно-материальных активов (дней)	75,0	98,0	64,9	59,7	57,7
Средний срок оборота дебиторской задолженности (дней)	117,9	139,0	92,6	39,2	25,4
Средний срок оборота рабочего капитала, брутто (дней)	192,9	236,9	157,5	98,9	83,1
Средний срок оборота кредиторской задолженности (дней)	75,9	77,2	59,5	36,3	23,7
Средний срок оборота денежных средств (дней)	117,0	159,7	98,0	62,6	59,4
<b>ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ИНФОРМАЦИЯ</b>					
Амортизация основных средств	73 769,0	56 452,0	44 048,0	11 476,0	6 491,0
Амортизация нематериальных активов	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Капитальные вложения/Амортизация основных средств(x)	2,4	4,2	2,0	4,1	1,1
CFO/Капитальные вложения (x)	0,1	0,0	-1,7	1,2	-0,4
Затраты на лизинг/аренду за счет долгосрочных активов	15 200,0	8 000,0	3 532,0	1 059,0	н.д.
Условные обязательства	200,0	0,0	18 000,0	18 000,0	н.д.

НА ВСЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ FITCH РАСПРОСТРАНЯЮТСЯ ОПРЕДЕЛЕННЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ И ДИСКЛЕЙМЕРЫ. МЫ ПРОСИМ ВАС ОЗНАКОМИТЬСЯ С ЭТИМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ И ДИСКЛЕЙМЕРАМИ ПО ССЫЛКЕ: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЙТИНГОВ FITCH, А ТАКЖЕ УСЛОВИЯ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДОСТУПНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ ГЛОБАЛЬНОМ ИНТЕРНЕТ-САЙТЕ АГЕНТСТВА [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). КРОМЕ ТОГО, НА САЙТЕ В ПОСТОЯННОМ ДОСТУПЕ РАЗМЕЩЕНЫ СПИСКИ ОПУБЛИКОВАННЫХ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИИ ПРИСВОЕНИЯ РЕЙТИНГОВ. В РАЗДЕЛЕ «КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ» САЙТА НАХОДЯТСЯ КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ FITCH, ПОЛИТИКА АГЕНТСТВА В ОТНОШЕНИИ КОНФИДЕНЦИАЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИИ, КОНФЛИКТОВ ИНТЕРЕСОВ И СИСТЕМЫ ЗАЩИТЫ КОНФИДЕНЦИАЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИИ, ПОЛИТИКА КОНТРОЛЯ НАД СОБЛЮДЕНИЕМ ПРАВИЛ И ПРОЧЕЕ. РУССКОЯЗЫЧНЫЕ ВЕРСИИ ОПРЕДЕЛЕНИЙ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИЙ ИХ ПРИСВОЕНИЯ, СПИСКОВ РЕЙТИНГОВ И АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ ПО ЭМИТЕНТАМ РОССИИ И СНГ РАЗМЕЩЕНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ РУССКОЯЗЫЧНОМ САЙТЕ АГЕНТСТВА [WWW.FITCHRATINGS.RU](http://WWW.FITCHRATINGS.RU).

© 2009 г. Владелец авторских прав: Fitch, Inc., Fitch Ratings, Ltd. и дочерние компании. State Street Plaza, NY, NY 10004. Телефон: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Факс: (212) 480-4435. Любое воспроизведение данного материала, полностью или частично, без разрешения владельца запрещено. Все права защищены. Вся приведенная здесь информация основывается на данных, полученных от эмитентов, других заемщиков, андеррайтеров и из иных источников, которые Fitch считает надежными. Fitch не проводит аудита и не проверяет правильность или точность таких данных. Соответственно, информация, содержащаяся в настоящем отчете, публикуется на условиях «как есть», без каких-либо заверений и гарантий. Рейтинги Fitch представляют собой мнение относительно кредитоспособности ценной бумаги. Рейтинги не являются мнением относительно риска убытков вследствие каких-либо факторов, кроме кредитных рисков, за исключением случаев, когда это оговорено отдельно. Fitch не занимается размещением или продажей ценных бумаг. Отчет с обоснованием рейтингов Fitch не является проспектом эмиссии и не может рассматриваться в качестве информации, которая была подобрана и проверена эмитентом или его агентами и представлена инвесторам в связи с продажей ценных бумаг. Рейтинги могут быть изменены или отозваны, временно или окончательно, в любое время и по любой причине по усмотрению Fitch. Агентство Fitch не предоставляет каких-либо консультаций по вопросам инвестиций. Рейтинги не являются рекомендацией «покупать», «продавать» или «держат» какую-либо ценную бумагу. Обоснование рейтингов не является мнением относительно приемлемости рыночной цены или соответствия той или иной ценной бумаги целям и задачам конкретных инвесторов, а также относительно применения налоговых освобождений или налогообложения каких-либо выплат в отношении ценных бумаг. Fitch получает вознаграждение от эмитентов, страховщиков, поручителей, прочих заемщиков и андеррайтеров за присвоение рейтингов ценным бумагам. Размер такого вознаграждения, как правило, варьируется в пределах от 1 000 долл. до 750 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте) за эмиссию. В некоторых случаях Fitch присваивает рейтинг всем или нескольким эмиссиям эмитента, либо эмиссиям, застрахованным/гарантированным одним страховщиком/ поручителем, за одно общее годовое вознаграждение. Размер такого вознаграждения обычно варьируется в пределах от 10 000 долл. до 1 500 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте). Присвоение, публикация или распространение рейтингов Fitch не является разрешением агентства на использование его названия в качестве ссылки на экспертное мнение в связи с какими-либо регистрационными документами, предоставляемыми согласно законодательству США о ценных бумагах, Закону Великобритании о финансовых услугах и рынках 2000 г. или законодательству о ценных бумагах соответствующей страны. Вследствие более высокой эффективности электронных средств публикации и распространения информации, аналитические отчеты Fitch могут поступать подписчикам электронных версий до трех дней раньше, чем подписчикам печатных версий.