

СЕМАФОР ОТКРЫТ

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

В настоящий момент продолжается формирование книги заявок по размещению дебютного выпуска биржевых облигаций **РЖД БО-01** объемом 15 млрд руб., параметры которого приведены в таблице справа. Выпуск отвечает всем требованиям, выполнение которых необходимо для включения в список РЕПО ЦБ. Ориентир организатора размещения по купонной ставке выпуска **РЖД БО-01** составляет 9,75–10,25%, что соответствует доходности 9,99–10,51% к погашению через три года. По нашей оценке, справедливый уровень доходности новых облигаций РЖД составляет УТР9,80–10,10%. Мы рекомендуем инвесторам участвовать в размещении, хотя не исключаем, что по результатам формирования книги доходность сложится ниже указанных организаторами предварительных ориентиров. Ожидающийся в декабре приток рублевой ликвидности и возможное снижение ключевых ставок будут поддерживать спрос на облигации, даже несмотря на большой объем первичного предложения со стороны эмитента.

Объем перевозок стабилизируется. Кризисные явления в российской экономике незамедлительно сказались на деятельности РЖД. С ноября 2008 г. по май 2009 г. ежемесячное снижение грузооборота составляло 21–33% относительно результатов годичной давности. Компания отмечает, что к настоящему моменту ситуация стабилизировалась, по итогам 2009 г. ожидается снижение грузооборота на 15%. В нынешнем году тарифы на грузовые перевозки повышались уже дважды, по итогам года их рост составит 12,4%. Тем не менее РЖД ожидает падения консолидированной выручки (включающей показатели всех дочерних компаний монополии) по МСФО на 5,6%. С 1 января 2010 г. тарифы на грузовые перевозки будут повышены на 9,4% (на 10,4% по итогам года), а рост выручки планируется на уровне 13,8%.

Успешное сокращение затрат. В период кризиса РЖД осуществила масштабное сокращение затрат в размере 188 млрд руб., что мы считаем серьезным достижением для компании, издержки которой на 80% формируются постоянными затратами. За счет договоренности с поставщиками (среди которых крупнейшие российские металлургические компании) о снижении цен на металлическую продукцию до уровня 2006–2007 гг. РЖД удалось сэкономить около 30 млрд руб. Существенная экономия была достигнута за счет сокращения численности персонала на 54 тыс. чел. в 2009 г. (40% затрат РЖД приходятся на социальные расходы). Инвестиционная программа на 2009 г. была сокращена на 176 млрд руб. до 319 млрд руб., а в 2010 и 2011 гг. ожидается ее более чем умеренный рост – до 328 млрд руб. и 329 млрд руб. соответственно. По итогам проведенной оптимизации затрат норма EBITDA, согласно прогнозам РЖД, по итогам 2009 г. увеличится до 24,3% против 19,3% в 2008 г.

Масштабная господдержка. Компания продолжает получать государственные субсидии, предоставляемые в качестве компенсации за убыточные перевозки. В 2009 и 2010 гг. поступления в счет выпадающих доходов от более медленного, чем планировалось, роста регулируемых тарифов на грузовые перевозки ожидаются в размере 50 млрд руб. Суммарный объем господдержки в 2010 г. прогнозируется на уровне 145 млрд руб., в том числе 60 млрд руб. в виде взноса в уставный капитал на реализацию программы по строительству олимпийских объектов в Сочи. Также продолжается субсидирование убыточных пассажирских перевозок. Весной 2010 г. будет завершен первый этап реформирования отрасли пассажирских перевозок,

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО "РЖД"
Серия облигаций	РЖД БО-01
Объем	15 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Купон	Полугодовой
Ориентир по доходности	УТМ 9,99 - 10,51%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги заявок	07.дек.09
Справедливая доходность*	УТМ 9,80 - 10,10%

* - оценка УРАЛСИБа

Источники: РЖД

**В период кризиса РЖД
осуществила масштабное
сокращение затрат в размере
188 млрд руб.**

**Суммарный объем господдержки
в 2010 г. ожидается в размере
145 млрд руб.**

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

направленного на устранение перекрестного субсидирования за счет более прибыльных грузовых перевозок. По его завершении пассажирские перевозки будут субсидироваться государством напрямую, что в перспективе должно повысить их эффективность.

**Операционная эффективность повысилась,
 но восстановление после кризиса не будет быстрым**

Основные финансовые показатели РЖД, млрд руб.

МСФО	2007	2008	9 мес. 09 РСБУ	2009П	2010П	2011П	2012П
Выручка	1 016	1 203	778	1 136	1 293	1 417	1 545
ЕБИТДА	274	232	219	276	279	300	337
Чистая прибыль	145	76	13	116	126	144	162
Совокупный долг	263	556	318	617	615	574	521
Денежные средства и эквиваленты	32	121	14	68	75	82	90
Чистый долг	232	435	305	549	541	492	431
Собственный капитал	1 394	1 526	2 992	-	-	-	-
Активы	1 997	2 601	3 548	-	-	-	-
Операционный денежный поток	242	181	-	258	261	279	312
<i>Коэффициенты</i>							
Норма ЕБИТДА (%)	27,0	19,3	28,2	24,3	21,6	21,2	21,8
ЕБИТДА/Процентные расходы	39,7	13,7	20,3	11,3	13,0	14,5	20,5
Долг/ЕБИТДА	1,0	2,4	1,1	2,2	2,2	1,9	1,5
Чистый долг/ЕБИТДА	0,8	1,9	1,0	2,0	1,9	1,6	1,3
Долг/Собственный капитал	0,2	0,4	0,1	-	-	-	-

Источники: РЖД, оценка УРАЛСИБа

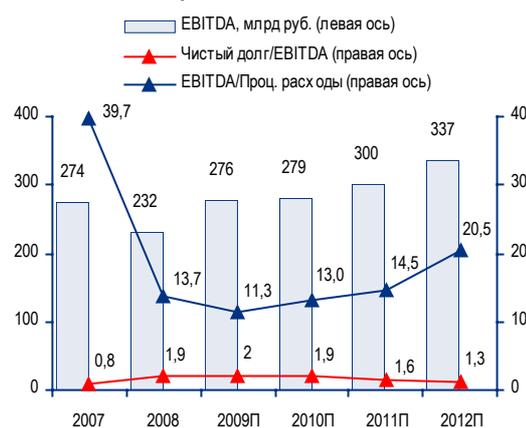
Планируется снижение долговой нагрузки... Согласно прогнозам компании, по итогам 2009 г. долговая нагрузка РЖД, выраженная отношением Чистый Долг/ЕБИТДА, достигнет 2. Однако уже со следующего года планируется ее постепенное снижение (до 1,3 в 2012 г.), сопровождаемое «удлинением» долгового портфеля и сокращением доли валютных займов. Что касается ковенантов, то РЖД подтвердила их размер для показателей Чистый Долг/ЕБИТДА и ЕБИТДА/Процентные расходы – не более и не менее 3,5, что обеспечивает компании большой запас прочности для компании.

...на фоне улучшения структуры долгового портфеля. В 2008 г. краткосрочные займы составляли 55,6% долгового портфеля при доле займов в иностранной валюте, равной 32,5%. По итогам 2009 г. эти показатели планируются в размере 17,8% и 20,4% соответственно с их постепенным снижением в дальнейшем. На 1 ноября суммарные заимствования ОАО «РЖД» (без дочерних компаний) составляли 277 млрд руб., на конец года компания планирует их увеличение до 320–330 млрд руб. Несмотря на большой объем неиспользованных кредитных линий (200 млрд руб. на 1 ноября 2009 г.), РЖД собирается сокращать долю двухсторонних кредитов в пользу облигаций (увеличится с текущих 68% долгового портфеля до 77% в 2010 г.). Компания особо отметила, что размещение новых облигаций (на ближайшие два года зарегистрирована программа в объеме 200 млрд руб., из которых 100 млрд руб. придется на биржевые облигации, то есть бумаги не длиннее трех лет, а остальные 100 млрд руб. – на выпуски со сроком обращения 10–15 лет) будет проводиться исключительно с целью рефинансирования текущей задолженности без наращивания долга. Кроме того, к середине 2010 г. РЖД намерена выйти на рынок еврооблигаций – валюта, объем и структура займа будут определены позднее.

Выпуск РЖД БО-01 привлекателен даже по нижней границе ориентира по доходности. Исходя из наклона кривой РЖД, чтобы разместить новый выпуск РЖД БО-01, дюрация которого, по нашим

Ожидается постепенное снижение долговой нагрузки

Динамика финансовых показателей РЖД



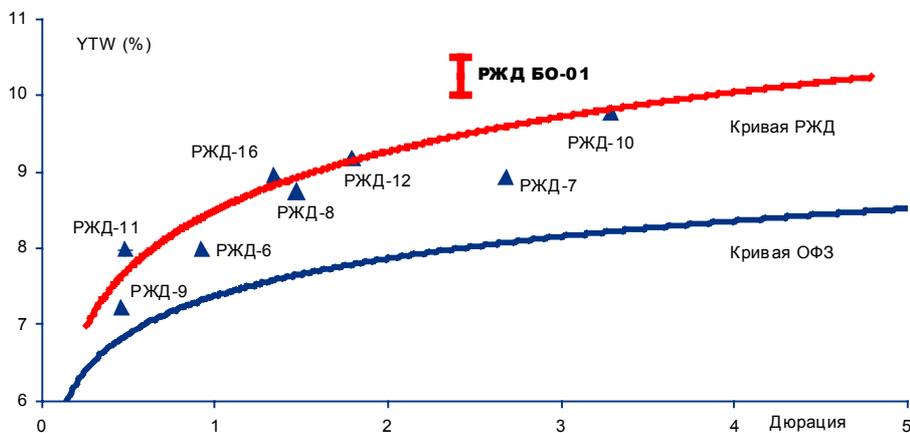
Источники: РЖД, оценка УРАЛСИБа

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

расчетам, составляет порядка 2,66 года, без премии ко вторичному рынку, его доходность должна составлять около 9,5%. Премию за первичное размещение мы оцениваем в 30–60 б.п. по причине большого навеса первичного предложения со стороны эмитента. Как компания объявляла ранее, в декабре она намерена разместить биржевые облигации на сумму 30–40 млрд руб., то есть до конца года РЖД может предложить рынку еще один или два выпуска (скорее всего трехлетних). Справедливому, по нашей оценке, диапазону доходности выпуска **РЖД БО-01** соответствуют ставки купона в размере 9,57–9,86%. Таким образом, покупка **РЖД БО-01** даже ближе к нижней границе ориентира организатора (купон 9,75–10,25%, доходность 9,99–10,51%) представляется нам привлекательной, и мы рекомендуем принимать участие в размещении.

Предлагается премия в 50-100 б.п. ко вторичному рынку

Доходности облигаций РЖД



* - котировки по состоянию на 4 декабря 2009 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarev@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovsv@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность
Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

**Телекоммуникации/Медиа/
Информационные технологии**
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт
Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2009