

ДОЛГОЖДАННЫЙ ДЕБЮТ СЕМИЛЕТНИЕ ДОЛЛАРОВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Старт роуд-шоу. На текущей неделе РЖД начала роуд-шоу дебютного выпуска долларовых еврооблигаций и планирует завершить его 26 марта. Компания планировала разместить еврооблигации с 2004 г., но постоянно его откладывала. Теперь уже очевидно, что инвесторы смогут приобрести облигации нового выпуска уже в ближайшие дни. РЖД официально охарактеризовала размер выпуска как «бенчмарк». Ранее компания сообщала, что предполагает разместить облигации на сумму 1 млрд долл. с погашением через семь-десять лет. По последней информации, облигации размещаются сроком на семь лет. Учитывая устойчивый финансовый профиль РЖД и стратегическую важность компании для российской экономики, мы ожидаем, что инвесторы предъявят высокий спрос на облигации дебютного выпуска и не исключаем, что объем размещения превысит 1 млрд долл. Облигации могут оказаться особенно привлекательными для инвесторов, стремящихся приобретать российские квазисуверенные бумаги и диверсифицировать портфель, в котором преобладают облигации Газпрома.

Полностью государственная компания... Российское правительство владеет 100% акций РЖД. Транспортная монополия – единственный владелец и оператор российской железнодорожной инфраструктуры и, как таковая, имеет стратегическое значение для государства. РЖД занимает второе место в России после Газпрома по объему активов, находящихся в ее собственности, и является крупнейшим в стране работодателем. Все это гарантирует монополии сильную государственную поддержку.

...рейтинги которой совпадают с суверенными. Рейтинги РЖД (BBB/Baa1/BBB) находятся на одном уровне с суверенными, что лишний раз свидетельствует о тесной связи компании с государством. Это выражается, кроме прочего, в том, что государство участвует в установлении тарифов, а также общем финансовом планировании деятельности РЖД, напрямую закачивает в компанию капитал и обеспечивает ее финансирование через государственные банки. По нашему мнению, есть все основания считать предлагаемые еврооблигации РЖД исключительно риском правительства РФ.

По масштабам деятельности РЖД оставила далеко позади большинство зарубежных компаний. Общая протяженность железных дорог в России составляет 85 тыс. км – по этому показателю Россия занимает второе место в мире после США и превосходит Китай, Индию и Канаду. Учитывая недостаточно развитую инфраструктуру авиатранспорта и географические особенности страны, железные дороги играют главную роль на транспортном рынке страны. По данным Росстата, 85% грузооборота в России приходится на долю железнодорожного транспорта, 9% – автомобильного и 6% – водного. В США, несмотря на более значительную протяженность железных дорог, доля железнодорожного транспорта в грузовых перевозках составляет лишь 49%. РЖД – крупнейшая в мире транспортная компания по активам (88,5 млрд долл.), за ней следует East Japan Railway Co с 69,5 млрд долл. По размеру выручки РЖД занимает второе место в мире (48,1 млрд долл. по итогам 2008 г.) и вплотную приближается к лидеру, Deutsche Bahn AG (49,2 млрд долл.). При этом долговая нагрузка российской монополии – одна из самых низких среди мировых транспортных компаний.

В нынешнем году ожидается восстановление грузооборота. По итогам 2009 г. ВВП РФ упал на 7,9%, что естественным образом привело к сокращению грузооборота РЖД на 15,0%, а пассажирооборота – на 12,7%. В 2010 г. ожидается восстановление российской

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Параметры нового выпуска

Эмитент	RZD Capital Limited
Заемщик	ОАО "РЖД"
Кредитные рейтинги заемщика	BBB/Baa1/BBB
Формат выпуска	Reg S
Тип программы	LPN
Объем выпуска	долларовый бенчмарк
Срок	7 лет
Ковенанты	выкуп по номиналу при смене контроля
Способ размещения	подписка

РЖД – крупнейшая в мире транспортная компания по активам

В нынешнем году ожидается восстановление грузооборота транспорта

Долгожданный дебит

экономики (согласно прогнозу УРАЛСИБа, по итогам года ВВП РФ вырастет на 5,5%), что будет сопровождаться умеренным ростом перевозок. Динамика первых двух месяцев года подтверждает наши предположения: хотя пассажирооборот продолжает падать, грузооборот постоянно растет. Согласно последним данным, в январе 2010 г. грузооборот железнодорожного транспорта вырос на 17,2% относительно уровня годичной давности, а в феврале – на 11%.

Рост тарифов опередил инфляцию. РЖД получает 73% выручки от грузовых перевозок, 14% – от пассажирских, а остальное – от предоставления иных услуг. И пассажирские, и грузовые железнодорожные тарифы регулируются государством и ежегодно пересматриваются. В 2008 г. грузовые тарифы были повышены на 16,3%, в 2009 г. – на 12,4%. В 2010–2011 гг. предполагается повысить тарифы на 12,4% и 9,2% соответственно. Хотя темпы роста тарифов снижаются, ожидается, что они превысят прогнозируемую инфляцию. С 1 января 2010 г. грузовой тариф был уже повышен на 9,4%. Мы ожидаем, что повышение тарифов вкупе с ростом грузооборота уже в 2010 г. обеспечит рост выручки (согласно оценке РЖД, выручка по итогам 2009 г. упала на 5,6%).

Регулярные государственные субсидии – свидетельство стратегической важности компании. Пассажирские перевозки, в отличие от грузовых, всегда были для РЖД убыточными, а чистый убыток пассажирского сегмента компенсировался прибылями от грузовых перевозок и государственными субсидиями. Учитывая относительно низкий уровень развития других видов транспорта в России, у пассажиров практически нет альтернативы железнодорожному транспорту. В последние 10 лет пассажирооборот железнодорожного транспорта остается стабильным, что подтверждает социальную значимость компании и гарантирует ей дальнейшую господдержку. В 2008 г. РЖД получила от государства 22,1 млрд руб., или 1,8% совокупной выручки. В I полугодии 2009 г. (тяжелый период для российской экономики) госвливания составили 17,4 млрд руб. (3,3% выручки) против 10,5 млрд руб. (1,8%) годом ранее. В 2009–2010 гг. государство, как ожидается, выделит 50 млрд руб. для компенсации недополученных доходов от грузовых перевозок, тарифы на которые росли медленнее, чем прогнозировалось. В 2010 г. совокупная финансовая поддержка со стороны государства достигнет, как предполагается, 145 млрд руб., включая 60 млрд руб., предоставленных для строительства объектов в рамках подготовки к сочинской Олимпиаде.

Реформа РЖД: госконтроль будет сохранен. В настоящий момент в РЖД осуществляется третий (и последний) этап реформы, направленной на формирование и развитие конкурентной среды на рынке транспортных услуг. Реформа призвана, в частности, ликвидировать перекрестное субсидирование убыточных пассажирских перевозок за счет рентабельных грузовых. В ходе предыдущих двух этапов реформы была разработана и принята нормативно-правовая база, разделены регулирующие и операционные функции РЖД, а также разные виды бизнеса. В ходе третьего этапа структурной реформы предполагается реорганизовать грузовые перевозки, для чего созданы Первая и Вторая грузовые компании. Для реформирования пассажирских перевозок создается Федеральная пассажирская компания, которая начнет работу в нынешнем году. До 2012 г. РЖД планирует продать доли в более чем 30 дочерних компаниях, в частности 50% минус две акции Первой грузовой компании и до 35% минус две акции Трансконтейнера. Однако, несмотря на масштабную реформу, РЖД останется интегрированным монопольным владельцем и оператором российской железнодорожной сети и продолжит контролировать профильные операционные дочерние компании, находясь при этом в полной собственности государства, которое будет и дальше предоставлять компании поддержку.

Финансовое положение компании остается устойчивым. На прошлой неделе РЖД опубликовала финансовые результаты за I полугодие 2009 г. по МСФО, которые, хотя и отразили тяжелейший период для российской экономики, в целом оказались вполне приемлемыми. Выручка компании сократилась на 7,6%, а EBITDA – на 19% относительно уровня годичной

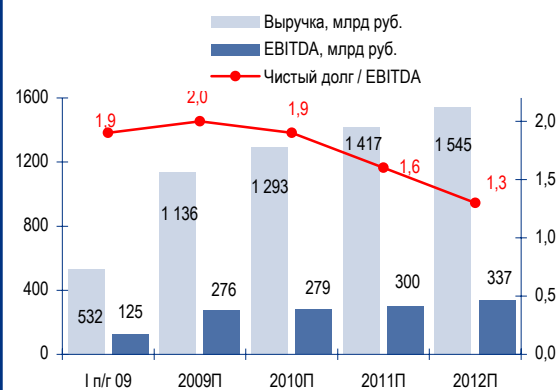
В 2010 г. прогнозируется рост грузовых тарифов на 12,4%, в 2011 г. – на 9,2%

РЖД регулярно получает государственные субсидии

Долгожданный ДЕБИЮТ

давности. Несмотря на некоторое понижение рентабельности по отношению к тому же периоду прошлого года – до 23,5% с 25,8%, компании удалось повысить ее по сравнению с 2008 г. (19,5%), что было достигнуто за счет масштабного сокращения издержек: за время кризиса РЖД снизила затраты на 188 млрд руб., что мы считаем выдающимся результатом, поскольку доля постоянных затрат составляет 80% в общих издержках компании. Отношение Чистый долг/ЕБИТДА на конец I полугодия 2009 г. составило 1,9 и к концу года, как ожидается, достигнет 2,0, а затем, по расчетам РЖД, будет постепенно снижаться и к 2012 г. уменьшится до 1,3. Рассматривая положение с ликвидностью, отметим, что по итогам I полугодия 2009 г. коэффициент текущей ликвидности РЖД равнялся 55,8%, однако компании будет нетрудно привлечь средства для рефинансирования долга в дочернем банке или других госбанках, равно как и на рынке рублевых облигаций, что монополия и проделала в 2009 г., разместив рублевые облигации на сумму 145 млрд руб.

Ожидается снижение
долговой нагрузки
Прогноз основных фин. показателей



Источники: РЖД, оценка УРАЛСИБа

Кризис задел компанию не сильно
Основные показатели РЖД по МСФО, млрд руб.

	2006 г., аудир.	2007 г., аудир.	2008 г., аудир.	6 мес. 2009 г., неаудир.
Отчет о прибылях и убытках				
Выручка	878	1 016	1 203	532
Операционные расходы	(680)	(822)	(1 089)	(485)
ЕБИТ	206	214	152	79
ЕБИТДА*	269	287	235	125
Амортизация	(63)	(73)	(83)	(46)
Государственные субсидии	2	13	22	17
Процентные расходы	(7)	(7)	(17)	(14)
Чистая прибыль	140	145	76	23
Отчет о движении денежных средств				
Операционный денежный поток (после изменений в оборотном капитале)	290	325	328	91
Капзатраты	(209)	(295)	(409)	(150)
Инвестиции помимо капзатрат	(14)	14	(6)	(3)
Свободный операционный денежный поток	81	30	(81)	(59)
Выплаченные дивиденды	(1)	(1)	(1)	(0)
Денежные средства от финансовой деятельности	(19)	(3)	223	9
Прирост денежных средств и эквивалентов	5	6	91	(61)
Балансовые показатели				
Денежные средства и эквиваленты	17	24	117	60
Дебиторская задолженность	26	27	48	49
Запасы	55	71	84	89
Прочие оборотные средства	53	108	123	123
Совокупные оборотные активы	151	230	372	322
Основные фонды	1 421	1 683	2 069	2 174
Прочие внеоборотные активы	31	83	160	141
Совокупные внеоборотные активы	1 452	1 766	2 229	2 314
Активы	1 603	1 997	2 601	2 637
Краткосрочный долг	27	97	250	214
Кредиторская задолженность	33	47	38	122
Прочие краткосрочные обязательства	145	233	322	241
Совокупные краткосрочные обязательства	204	377	611	578
Долгосрочный долг	89	107	207	235
Прочие долгосрочные обязательства	73	118	257	274
Совокупные долгосрочные обязательства	162	225	464	508
Совокупный капитал	1 236	1 394	1 526	1 550
Совокупные обязательства и капитал	1 603	1 997	2 601	2 637
Основные коэффициенты				
Общий долг	116	204	457	449
Чистый долг	99	180	340	389
Рентабельность по ЕБИТДА, %	30,7	28,3	19,5	23,5
ЕБИТДА / Процентные расходы	38,8	41,6	13,9	8,6
Общий долг / ЕБИТДА	0,4	0,7	1,9	2,2
Чистый долг / ЕБИТДА	0,4	0,6	1,4	1,9
Общий долг / общие активы, %	7,2	10,2	17,6	17,0
Общ. долг / капитал, %	9,4	14,7	30,0	29,0
Оборотные активы/оборотные пассивы, %	73,9	61,1	60,9	55,8
Операционный денежный поток / Процентные расходы	41,8	47,0	19,4	6,3
Операционный денежный поток / Капзатраты	1,4	1,1	0,8	0,6
Операционный денежный поток / совокупный долг	2,5	1,6	0,7	0,2

*ЕБИТДА за последние 12 мес.

Источники: РЖД, оценка УРАЛСИБа

Долгожданный дебют

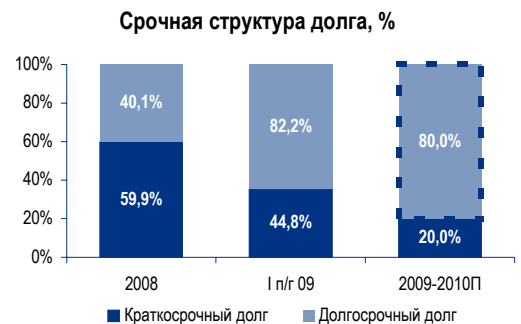
Гибкая инвестпрограмма. Стремясь избежать чистого убытка и поддержать рентабельность, РЖД сократила инвестпрограмму 2009 г. на 175,2 млрд руб. В 2010 г. капвложения запланированы в размере 270,5 млрд руб., тогда как прежним планом они предусматривались на уровне 496 млрд руб. Несмотря на существенное сокращение капвложений, их будет достаточно для поддержания существующей инфраструктуры и осуществления новых проектов, правда, более низкими темпами. В будущем капвложения предполагается финансировать за счет операционного денежного потока, поступлений от реализации активов (например, запланированных IPO основных дочерних компаний), вливаний капитала государством, и в меньшей степени за счет заимствований.

Стратегия привлечения заимствований: приоритет отдан рынкам капитала. На конец I полугодия 2009 г. краткосрочный долг РЖД составлял 48% совокупной задолженности. Среднесрочная цель компании – уменьшить долю краткосрочного долга максимум до 20%. В конце прошлого года РЖД зарегистрировала выпуски облигаций на общую сумму 200 млрд руб. и планирует разместить их в 2010–2011 гг., хотя и располагает большим объемом невыбранных кредитных линий (около 200 млрд руб. на 1 ноября 2009 г.). Средства от размещения облигаций будут направлены преимущественно на рефинансирование существующей задолженности. Компания во все большей степени ориентируется на привлечение финансирования на рынке капитала и намерена заместить привлеченные ранее банковские кредиты новыми выпусками облигаций. Соотношение валютного и рублевого долга также предполагается довести до 20:80. Поскольку РЖД получает основную часть доходов в рублях (за исключением выручки от деятельности в СНГ), компания намерена снизить долю валютного долга до 20% с 29% на конец I полугодия 2009 г. Это означает, что в ближайшие годы новые выпуски еврооблигаций, скорее всего, размещаться не будут.

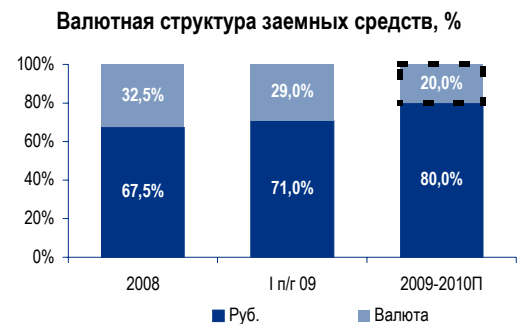
Ковананты едва ли будут нарушены. Согласно ковенантам по текущим банковским кредитам РЖД отношение чистого долга к EBITDA и EBITDA к процентным расходам не должно в первом случае превышать, а во втором – быть меньше, чем 3,5, что исходя из последних финансовых результатов и среднесрочной стратегии компании дает монополии достаточно большую финансовую свободу. Ковенантами по размещаемому выпуску LPN предусмотрена оферта в случае перемены контроля, это также маловероятно, учитывая стратегическую значимость компании. Более того, это противоречит заявленной стратегии РЖД.

Дисконт в доходности в размере 30–50 б.п. к кривой Газпрома. Мы оцениваем справедливый дисконт в доходности еврооблигаций РЖД к кривой Газпрома в 30–50 б.п., что в настоящий момент соответствует доходности YTM 5,6–5,8% для семилетних облигаций и YTM 5,8–6,0% для десятилетних. Оцененная таким образом доходность оказывается на одном уровне с кривой Транснефти. Мы считаем, что облигации РЖД и Транснефти должны котироваться с почти нулевым спредом, поскольку у эмитентов аналогичные кредитные метрики, что отражено идентичными кредитными рейтингами. Кроме того, обе компании полностью контролируются государством. Дисконт еврооблигаций Транснефти и РЖД в доходности к кривой Газпрома также должен сохраниться ввиду большего предложения новых выпусков еврооблигаций последнего. Хотя ожидающаяся ликвидность еврооблигаций РЖД, вероятно, будет ниже по сравнению с бумагами Газпрома, что в настоящий момент относится к бумагам Транснефти, облигации РЖД, по-видимому, будут менее волатильны, что повышает их привлекательность для портфельных инвесторов.

Сокращение доли краткосрочного долга

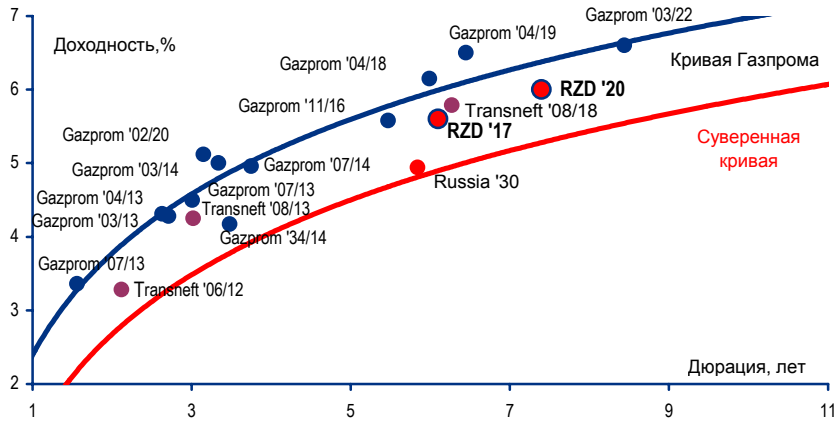


Переход к рублевым заимствованиям



Долгожданный ДЕБЮТ

Дисконт к кривой доходности Газпрома оправдан
 Российские суверенные и квазисуверенные еврооблигации



* Все котировки на 22 марта 2010 г.

Источники: Bloomberg

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 Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, 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 Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@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, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@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
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@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 oferta или предложение делать oferty. 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 2010