

НЕПЛОХИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, НО ВЫПУСКИ НЕЛИКВИДНЫ И НЕИНТЕРЕСНЫ

Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по МСФО

Неоднозначные результаты. Вчера Ростелеком отчитался за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по МСФО. Результаты оператора оказались в целом неплохими: немного ниже наших прогнозов в части выручки и чистой прибыли, но выше по OIBDA. Компания остается лидером по числу пользователей на рынке фиксированной связи и платного ТВ. Кроме того, Ростелеком обладает самой протяженной сетью передачи данных по сравнению с операторами «большой тройки».

Доля традиционных услуг связи сокращается. Опубликованная отчетность показала, что традиционные услуги связи больше не могут способствовать росту выручки компании. Сокращение базы абонентов фиксированной связи составило около 2%, а выручка данного сегмента растет довольно медленно – приблизительно на 6% год к году как во 2 кв., так и в 1 п/г 2011 г. Снижаются доходы и от услуг внутризонавой и дальней связи (на 10–14% год к году). Слабым сегментом бизнес-структуры оператора является, на наш взгляд, и мобильная связь. Абонентская база данного сегмента постепенно уменьшается (-1% год к году по итогам 1 п/г 2011 г.). В результате доходы от услуг мобильной связи во 2 кв. 2011 г. снизились на 3% год к году, а рост по итогам 1 п/г 2011 г. составил лишь 1%. При этом быстро развивающийся сегмент широкополосного доступа (ШПД) вряд ли сможет долго вытягивать всю компанию. Благодаря существенному увеличению клиентской базы (на 30% год к году во 2 кв. 2011 г.), выручка сегмента возросла на 26% и 21% год к году во 2 кв. и 1 п/г 2011 г. соответственно. А благодаря покупке НТК в начале 2011 г. в структуре выручки заметную роль стало играть платное ТВ, которое имеет достаточно хорошие перспективы развития.

Неплохая рентабельность. Эффективный контроль над расходами во 2 кв. 2011 г. позволил компании увеличить операционную рентабельность по сравнению с 1 кв. 2011 г., однако относительно уровня годичной давности она осталась прежней и составила около 40%. Одной из основных статей затрат оператора являются расходы на персонал, снизившиеся за квартал на 6%, но выросшие год к году на 7% и 14% во 2 кв. и 1 п/г 2011 г. соответственно. В итоге во 2 кв. 2011 г. совокупные операционные расходы за квартал уменьшились на 2%, а год к году выросли 5%. По итогам 1 п/г 2011 г. их рост относительно 1 п/г 2010 г. составил 9%. На этом фоне OIBDA Ростелекома во 2 кв. 2011 г. увеличилась на 6% квартал к кварталу и на 8% год к году до 29 млрд руб., а по итогам полугодия – на 3% год к году до 56 млрд руб. Рентабельность по OIBDA составила во 2 кв. 2011 г. 40%, а в 1 п/г 2011 г. 39%. В целом, если сравнивать с «большой тройкой», операционная эффективность Ростелекома по итогам 1 п/г 2011 г. оказывается немного ниже, так как у МТС рентабельность по OIBDA в отчетном периоде составила 40%, у VimpelCom Ltd – 41%, а у МегаФона – 41%.

Обращающиеся выпуски Ростелекома

Выпуск	Купон, %	Оф/Пог	Валюта	Дох-ть, %
Ростелеком 01	6,6	08.08.2013	руб.	
Ростелеком 02	10,5	17.11.2011	руб.	
Ростелеком 03	8,5	13.03.2012	руб.	
Ростелеком 04	6,5	03.04.2013	руб.	
Ростелеком 05	7,6	02.12.2011	руб.	
Ростелеком 06	7,8	30.05.2012	руб.	
Ростелеком 08	6,7	03.09.2013	руб.	
Ростелеком 09	8,1	08.12.2011	руб.	
Ростелеком 10	6,9	21.05.2013	руб.	
Ростелеком 11	11,7	24.07.2019	руб.	10,5
Ростелеком 13	11,0	21.10.2011	руб.	
Ростелеком 14	11,4	18.10.2012	руб.	

Источники: Bloomberg

Динамика показателей Ростелекома

млрд руб. по МСФО			
	2008	2009	2010
Выручка	259	265	276
OIBDA	89	102	101
Чистая прибыль	27	26	31
Рентабельность OIBDA, %	35	38	37
Чистая рентабельность, %	10	10	11
Опер. ден. поток	71	86	85
Капвложения	(67)	(45)	(52)
Основные средства	307	293	301
Собственный капитал	198	217	213
Долгосрочные займы	80	67	88
Краткосрочные займы	64	49	50
Денежные средства	20	14	13
Активы	415	403	427
Долг, в т.ч.:	144	116	138
краткосрочные займы	64	49	50
долгосрочные займы	80	67	88
Чистый долг	124	103	125
Краткосрочные займы / Долг	0,4	0,4	0,4
Долг / OIBDA	1,6	1,1	1,4
Чистый долг / OIBDA	1,4	1,0	1,2
OIBDA / Проценты к уплате	6,4	6,2	8,6
Собственный капитал / Активы	0,5	0,5	0,5

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

По-прежнему значительный свободный денежный поток. Операционный денежный поток Ростелекома во 2 кв. 2011 г. вырос на 160% квартал к кварталу и на 32% год к году до 29,7 млрд руб., при этом полугодовой показатель сократился на 1% год к году и составил 41,2 млрд руб. В связи с тем, что в апреле–июне инвестиционная активность компании несколько снизилась (на 31% квартал к кварталу и на 13% год к году), свободный денежный поток в отчетном периоде увеличился на 83% год к году. Однако по итогам полугодия, как следует из отчета, рост капвложений составил 21% год к году (отношение капзатрат к выручке оказалось на уровне 18%). При этом большая часть средств пошла на развитие ШПД и магистральной сети. В результате свободный денежный поток за этот период сократился на 24% год к году до 15,6 млрд руб. После присоединения МРК и приобретения их акций в 1 кв. 2011 г. совокупный денежный поток в 1 п/г 2011 г. оказался отрицательным, что привело к резкому снижению денежных средств на балансе – на 31% до 9 млрд руб. По словам руководства компании, в ближайшие пять лет капвложения планируется поддерживать на уровне около 20% от выручки, что является вполне комфортным значением, если, конечно, не учитывать потенциальные крупные покупки компании.

Долговая нагрузка под контролем. Рост долговой нагрузки, связанный с присоединением МРК и покупкой НТК, прекратился, и в отчетном квартале долговое бремя Ростелекома даже немного уменьшилось. Во 2 кв. 2011 г. совокупный долг снизился на 12% за квартал и составил 150 млрд долл. При этом с начала года этот показатель вырос на 9%. Чистый долг Ростелекома квартал к кварталу сократился приблизительно на 13%, тогда как по итогам полугодия его рост составил больше 13% – до 142 млрд руб. По итогам полугодия коэффициент Долг/OIBDA составил 1,5, снизившись с 1,6 в 1 кв. 2011 г., но увеличившись с 1,4 в 2010 г. По нашим оценкам, учитывая неплохую операционную рентабельность компании и значительные денежные потоки компании, отношение Долг/OIBDA по итогам 2011 г. должно опуститься до 1,3, а в 2012 – до 1,1–1,2.

Облигации интереса не представляют. В целом отчетность объединенного Ростелекома продемонстрировала способность компании генерировать положительные денежные потоки и контролировать уровень долговой нагрузки. Важным остается вопрос о конкурентоспособности компании в перспективных сегментах сотовой связи, ШПД и платного ТВ. Также существенным стимулом к росту может стать развитие 4G в России, но на это уйдет несколько лет. После конвертации облигаций МРК в бумаги Ростелекома на рынке находилось 14 выпусков эмитента. Однако летом два выпуска (серий 07 и 12) были выкуплены компанией, и в обращении осталось 12 выпусков, из которых более или менее нормальная ликвидность наблюдается только в достаточно коротком Ростелекоме 11. Выпуск торгуется на уровнях, близких к сравнимым по дюрации выпускам МТС и АФК «Система», и, на наш взгляд, оценен вполне справедливо.

Стабильная рентабельность и долговая нагрузка

Ключевые финансовые показатели Ростелекома по МСФО за 2 кв. и 1 п/г 2011 г., млрд руб.

	2 кв. 10	1 п/г 10	2010	1 кв. 11	2 кв. 11	1 п/г 11	2 кв. 11/ 1 кв. 11	2 кв. 11/ 2 кв. 10	1 п/г 11/ 1 п/г 10
Выручка	67	135	276	72	71	144	(2)	6	7
OIBDA	27	54	101	27	29	56	5	8	3
Чистая прибыль	9	19	31	11	9	19	(20)	(2)	2
Рентабельность OIBDA, %	40	40	37	38	40	39	-	-	-
Чистая рентабельность, %	13	14	11	15	12	13	-	-	-
Опер. ден. поток	22	42	85	11	30	41	160	32	(1)
Капвложения	(12)	(21)	(52)	(15)	(10)	(26)	(31)	(12)	21
Основные средства			301	304		304	0	-	1
Собственный капитал			213	228		241	6	-	13
Долгосрочные займы			88	119		102	(14)	-	16
Краткосрочные займы			50	52		48	(7)	-	(4)
Денежные средства			13	8		9	4	-	(31)
Активы			427	477		474	(0)	-	11
Долг, в т.ч.:			138	171		150	(12)	-	9
краткосрочные займы			50	52		48	(7)	-	(4)
долгосрочные займы			88	119		102	(14)	-	16
Чистый долг			125	162		141	(13)	-	13
Краткосрочные займы/Долг			0,4	0,3		0,3			
Долг / OIBDA			1,4	1,6		1,5			
Чистый долг / OIBDA			1,2	1,5		1,4			
OIBDA / Проценты к уплате	9,9	9,1	8,6	8,4	8,5	8,4			
Собственный капитал / Активы			0,5	0,5		0,5			

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkovaa@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsvd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevsv@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрug, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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 2011