

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ СУБСИДИЙ ОСТАЕТСЯ ВЫСОКОЙ, РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ РАСТЕТ МЕДЛЕННО

Компания предлагает еще три выпуска общим объемом 9 млрд руб.

Возвращение на локальный рынок. Почта России 22–23 октября проведет сбор заявок на участие в размещении трех выпусков классических рублевых облигаций объемом 3 млрд руб. каждый. По облигациям сроком обращения семь лет предусмотрены оферты через три года. Благодаря недавнему присвоению компании кредитного рейтинга «BBB» выпуски соответствуют критериям ломбардного списка ЦБ. По словам организаторов займа, включения выпусков в список они ожидают приблизительно через два-три месяца после размещения, тогда как по уже находящемуся в обращении выпуску Почта-01 до сих пор сохраняется неопределенность по срокам его вхождения в «ломбард».

Доля на российском рынке почтовых услуг остается высокой.

Почта России сохраняет за собой статус компании с наилучшим покрытием территории России ее филиальной сетью. На текущий момент Почта имеет 87 филиалов и около 42 тыс отделений. Несмотря на постепенное сокращение количества отделений (в начале 2011 г. их было порядка 42,5 тыс.), их у компании все равно вдвое больше, чем у Сбербанка – лидера по количеству отделений среди российских банков. По словам представителей компании, в дальнейшем не планируется значительного сокращения филиальной сети Почты, предполагается лишь их перераспределение из менее населенных районов в более населенные, где в них больше потребности. Доля Почты на рынке услуг по доставке в последние годы практически не меняется. По оценке самой компании, ее доля рынка в сегментах доставки письменной корреспонденции и посылок близка к 100%, а в сегментах подписки и доставки печатных изданий и доставки пенсий превышает 50%.

Отмена государственного субсидирования в ближайшие годы маловероятна.

Благодаря тому, что компания обладает высокой социальной значимостью, предоставляя ряд услуг (как то доставка письменной корреспонденции, посылок, пенсий, доступа в интернет) по тарифам ниже экономически обоснованного уровня, в качестве компенсации она получает субсидии от государства. В 2009-11 гг. размер субсидий составил порядка 5,5 млрд руб. ежегодно, на 2012 г. компания ожидает получить от государства порядка 6,0 млрд руб. Исторически перечисляемые государством субсидии покрывали лишь около 50% потерь компании от предоставления услуг по сниженным тарифам, однако Почте пока не удается добиться полного покрытия. Частично это связано с тем, что размер субсидий на год устанавливается еще до того, как затраты фактически понесены компанией. Поскольку по уровню развития филиальной сети Почта далеко впереди конкурентов, мы полагаем, что она в обозримой перспективе сохранит монопольное положение по ряду услуг, что обусловит сохранение получаемых ею субсидий.

Информация о выпуске

Эмитент	ФГУП "Почта России"
Кредитный рейтинг	BBB/Стабильный от Fitch
Серии облигаций	02, 03, 04
Объем	3 млрд руб. каждый
Дата размещения	26 октября 2012 г.
Срок обращения	7 лет
Купон	полугодовой
Оферта	3 года
Ломбардный список ЦБ	соответствуют критериям
Ориентир по купону	8.7-8.9% (УТР 8.89-9.10%)

Тенденция к росту долга

Основные финансовые показатели Почты России по РСБУ, млрд руб.

	2010	2011	Изм. год к году, %
Выручка	105.4	120.7	14.5
- услуги почтовой связи	80.0	92.8	16.0
- торговая деятельность	12.9	14.4	11.3
- денежное посредничество	8.9	8.5	(4.5)
- прочая деятельность	3.6	5.1	39.2
ЕБИТДА	1.7	3.8	123.5
Опер. прибыль+Амортизация		(13.0)	-
Чистая прибыль	1.9	0.8	(58.9)
Совокупный долг	10.6	14.0	32.0
Краткосрочный долг	-	1.5	
Денежные средства*	10.4	11.3	8.7
Чистый долг	0.2	2.7	1118.0
Собственный капитал	6.5	9.3	42.9
Активы	187.4	192.0	2.5
Коэффициенты			
Рентабельность по ЕБИТДА, %	1.6	3.1	
ЕБИТДА/Процентные расходы	10.1	17.5	
Долг/ЕБИТДА	6.2	3.7	
Чистый долг/ЕБИТДА	0.1	0.7	
Долг/Собственный капитал	1.6	1.5	

* без учета обяз-в по переводам и доставке пенсий и пособий

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Планы по акционированию сохраняются, но конкретных сроков пока нет.

Почта России сохраняет планы по преобразованию своей организационно-правовой формы из ФГУП в ОАО и последующему акционированию. На текущий момент работа в данном направлении ведется, но медленно. Основной сложностью продолжает оставаться оценка рыночной стоимости активов Почты, поскольку в настоящее время они оценены по исторической стоимости. По словам представителей компании, акционирование едва ли состоится ранее, чем через два года. Таким образом, теоретически это может случиться до наступления срока оферты по размещаемым выпускам, хотя в проспекте эмиссии ковенанты на смену организационно-правовой формы отсутствуют. Второй значимый вопрос, который обсуждался во время размещения предыдущего выпуска облигаций Почты – создание почтового банка. С ним компания продвинулась еще меньше, в настоящее время проект заморожен.

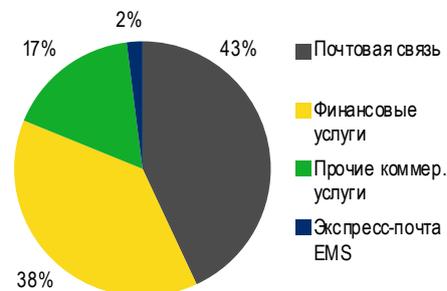
Неплохая динамика выручки, но доля услуг с регулируемыми тарифами остается значительной.

Два последних года выручка компании росла среднегодовыми темпами порядка 12%, то есть опережала инфляцию. В 2012 г. компания ожидает роста выручки на 12,3%, причем опережающую динамику должна показать выручка от прочих коммерческих услуг (+11,4%), тогда как выручка от более традиционных почтовых и финансовых услуг будет расти более медленными темпами – на 6,8% и 9,2% соответственно. Несмотря на активное внедрение новых сервисов, структура выручки Почты в последние годы изменилась незначительно: 43% приносят услуги почтовой связи, 38% - финансовые услуги (доставка пенсий и пособий, денежные переводы, прием коммунальных платежей), остальное – прочие коммерческие услуги (подписка и доставка периодических изданий и билетов и реализация товаров) и экспресс-почта EMS. Такие виды услуг как доставка письменной корреспонденции и посылок, доставка пенсий и пособий, обеспечение доступа в интернет предоставляются по регулируемым тарифам, уровень которых не позволяет Почте покрыть их себестоимость, а субсидии покрывают лишь половину убытков. Поскольку на данные услуги приходится около половины выручки компании, для компании актуальными остаются два ключевых вопроса – повышение доли компенсаций и одновременное улучшение операционной эффективности, которая у компании до сих пор очень низкая.

Маржа постепенно растет, но операционная эффективность остается объективно низкой. В 2011 г. рентабельность EBITDA Почты выросла практически вдвое относительно 2010 г. до 3,2%, что тем не менее остается очень низким уровнем. Темпы роста расходов Почты опережают темпы роста выручки (в 2011 г. 83,9% против 14,5%), и итоге за последний отчетный год убыток от продаж увеличился вдвое, достигнув 15,4 млрд руб., а чистая прибыль, с учетом полученных субсидий, снизилась в 2,4 раза до 0,8 млрд руб. Основной статьей затрат Почты являются расходы на персонал – 79,6 млрд руб. в 2011 г., или 61% от совокупных затрат, производительность которого является крайне низкой. Более того, общие затраты на персонал росли даже при сокращении его численности. В 2011 г. выручка Почты на одного сотрудника увеличилась на 21% до 388 тыс. руб., тогда как затраты на одного сотрудника выросли на 26% до 192 тыс. руб. По результатам этого года компания планирует и дальше сокращать персонал, параллельно оптимизируя расходы на оплату труда, за счет чего намерена снизить выплаты на 5,5% до 75,2 млрд руб., а их долю в выручки компании – с 66% в 2011 г. до 55% в 2012 г. Низкая производительность труда обусловлена в первую очередь низкой степенью модернизации инфраструктуры, которая практически не проводилась до 2010 г. К концу этого года компания планирует довести количество модернизированных отделений до 5209, что составит лишь порядка 12% от их общего количества. Таким образом, мы считаем, что рассчитывать на серьезное улучшение операционной эффективности компания едва ли сможет ранее, чем через несколько лет, когда будут построены 13 распределительных центров, покрывающих практически всю территорию России, тогда как сейчас в полном объеме функционируют лишь два в Москве и Санкт-Петербурге.

Около половины выручки обеспечивают услуги по регулируемым тарифам

Разбивка выручки по источникам, 2011 г.



Источники: данные компании

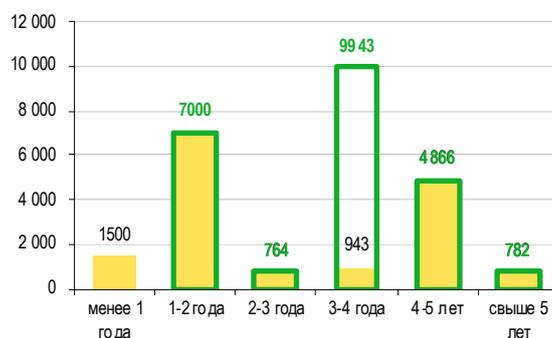
Компания предлагает еще три выпуска общим объемом 9 млрд руб..

Долговая нагрузка будет расти, в структуре погашений присутствуют пиковые периоды.

Пик инвестиционных расходов Почты приходится на 2012 г., когда на капитальные вложения планируется потратить 14,6 млрд руб. В 2010-11 гг. на данные цели было потрачено 7,9 млрд руб. и 8,5 млрд руб., причем большая их часть была профинансирована за счет собственных средств, поскольку с конца 2009 г. объем совокупного долга Почты даже снизился на 0,2 млрд руб. Однако инвестиции текущего года, объем которых предположительно на 70% или 6,1 млрд руб. превысит прошлогодние, уже будут финансироваться за счет привлечения нового долга, в частности, за счет размещаемых облигаций. На конец 2011 г. объем чистого долга Почты составлял 2,7 млрд руб., тогда как на конец 2012 г. компания планирует довести его до 11,6 млрд руб. (общий долг – до 22,7 млрд руб.), что соответствует росту показателя Чистый долг/ЕБИТДА в указанный период с 0,7 до 2,5. По состоянию на 1 октября совокупный долг Почты достиг 15,8 млрд руб., из которых краткосрочным было лишь 1,5 млрд руб., или 9,5%, однако мы не можем назвать структуру погашения долга компании в полной мере благополучной, поскольку в ней присутствуют довольно значительные пики, возникающие в период оферт по облигациям. Краткосрочный долг Почта намерена рефинансировать за счет средств от размещения облигаций, однако в марте 2014 г. ей предстоит пройти оферту по облигациям первой серии в объеме 7 млрд руб., кроме того, в 2013 г. и 2014 г. запланированы инвестиционные расходы в размере 12,3 млрд руб. и 15,2 млрд руб. соответственно. Это означает, что уже через полтора года компания скорее всего столкнется с проблемой рефинансирования, и на тот момент ее долговая нагрузка будет превышать планируемый на конец этого года уровень 2,5. Ковенанты по текущим банковским кредитам ограничивают долговую нагрузку компании уровнем 3,5, однако мы полагаем, что при сохранении текущей невысокой рентабельности и 100-процентном выполнении инвестиционной программы на горизонте нескольких лет компания может превысить данный уровень. Поскольку объем банковских кредитов Почты вполне сопоставим с объемом, привлеченным на рынке облигаций, мы считаем, что при необходимости Почта сможет рефинансировать кредиты на публичном долговом рынке. Так что мы не исключаем нового выхода эмитента на рынок облигаций в последующие несколько лет. В то же время стоит отметить, что сама компания пока не планирует выходить за рамки 2,5 по показателю Чистый долг/ЕБИТДА.

Пики погашений приходятся на даты оферт по облигациям

Структура погашения долга на 1 октября 2012 г.



Источники: данные компании

Запланирован рост долговой нагрузки в связи с реализацией инвестиционной программы

Основные финансовые показатели Почты России по РСБУ, млрд руб.

	2008	2009	2010	2011	2012П
Выручка	86.5	96.3	105.4	120.7	135.6
- услуги почтовой связи	67.1	74.3	80.0	92.8	
- торговая деятельность	9.9	11.2	12.9	14.4	
- денежное посредничество	6.3	7.4	8.9	8.5	
- прочая деятельность	3.2	3.3	3.6	5.1	
ЕБИТДА	2.4	3.9	1.7	3.8	4.7
Чистая прибыль	(1.5)	0.3	1.9	0.8	
Совокупный долг	13.8	14.2	10.6	14.0	22.7
Краткосрочный долг	-	0.0	-	1.5	
Денежные средства*	9.5	13.0	10.4	11.3	11.1
Чистый долг	4.3	1.2	0.2	2.7	11.6
Собственный капитал	4.2	4.9	6.5	9.3	
Активы	110.3	153.4	187.4	192.0	
Кoeffициенты					
Рентабельность по ЕБИТДА, %	2.8	4.0	1.6	3.1	3.5
ЕБИТДА/Процентные расходы	3.2	25.0	10.1	17.5	
Долг/ЕБИТДА	5.7	3.6	6.2	3.7	4.8
Чистый долг/ЕБИТДА	1.8	0.3	0.1	0.7	2.5
Долг/Собственный капитал	3.3	2.9	1.6	1.5	

* без учета обязательств по переводам и доставке пенсий и пособий

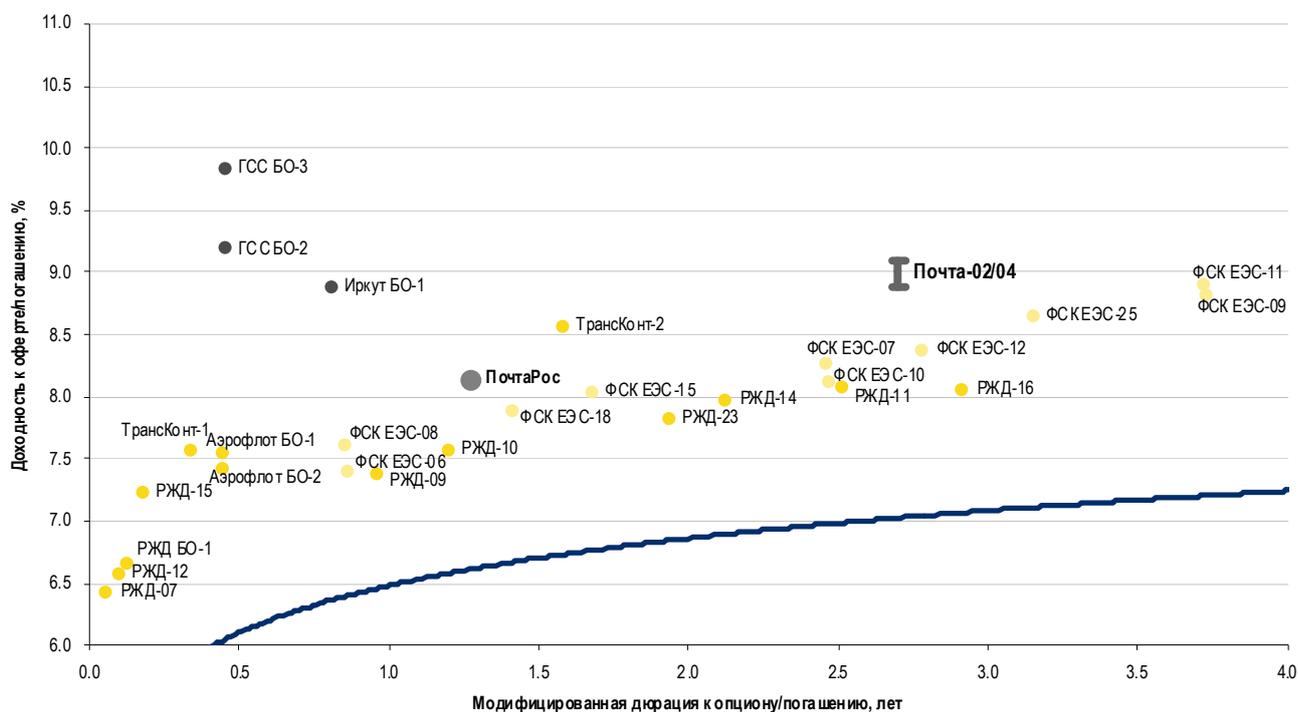
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Компания предлагает еще три выпуска общим объемом 9 млрд руб..

Привлекательно лишь ближе к верхней границе. В целом кредитный профиль компании имеет ряд изъянов, которые не позволяют признать его однозначно устойчивым. Обладая низкой операционной эффективностью, компания остается прибыльной только за счет получения государственных субсидий. В то же время данные субсидии обусловлены высокой социальной значимостью Почты и компенсируют убытки от предоставления услуг по тарифам ниже экономически обоснованных, что позволяет ей и в дальнейшем рассчитывать на помощь от государства. Единственный находящийся в обращении выпуск эмитента Почта-01 (УТР 8,17% на 17 мес.) торгуется со спредом к кривой ОФЗ в размере 160 б.п., тогда как ориентиры по новым выпускам на уровне 8,89–9,10% предлагают спред к ОФЗ порядка 190–210 б.п. Для облигаций ФСК, спред которых к ОФЗ в зависимости от дюрации составляет 120–170 б.п., премия за удлинение дюрации на 1,7 года (на сопоставимых с размещаемыми бондами Почты сроках) составляет около 50 б.п., так что новые выпуски, по нашему мнению, представляют интерес лишь ближе к верхней границе. При доходности в 9,10% на три года выпуски будут предлагать премию к кривой ФСК порядка 70 б.п., что в целом справедливо с учетом разницы в финансовых метриках компаний.

Привлекательно лишь ближе к верхней границе

Облигации российских естественных монополий и прочих подконтрольных государству компаний по состоянию на 22 о



Источники: ММВБ, 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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 Грищенко, grischenkovane@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 Мырскова, myrsikovanv@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

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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 2012