

## Ростелеком: планируемый выпуск облигаций на 100 млрд. руб. – оснований для беспокойства нет

### Ростелеком

|                       |         |
|-----------------------|---------|
| Цена, \$              | 5.08    |
| Капитализация, \$ млн | 15,678  |
| EV, \$ млн            | 19,499  |
| Целевая цена, \$      | 5.01    |
| Потенциал, %          | -1      |
| Рекомендация          | Держать |

### Мультипликаторы

|           | 2010 | 2011П | 2012П |
|-----------|------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 5.6  | 5.3   | 5.2   |
| P/E       | 15.2 | 13.4  | 15.4  |

Планируемый Ростелекомом выпуск облигаций объемом около 100 млрд. руб. приведет к росту долговой нагрузки и основных долговых коэффициентов компании почти на 70% (в частности Debt/EBITDA вырастет с 1.3 до 1.9). Мы считаем, однако, что выпуск не приведет к значительному росту операционных и финансовых рисков в компании. До недавнего времени Ростелеком оставался одной из наименее «обремененных долгами» компаний и после планируемых заимствований только приблизится к тем уровням, о которых многие другие, более «отягощенные» долгами эмитенты, могут только мечтать. Однако после данных заимствований, Ростелеком, по нашему мнению, вплотную приблизится к той черте, за которой инвесторы будут более пристально следить за его финансовым состоянием и действиями на долговых рынках.

- По сообщению Интерфакса, Ростелеком планирует выпустить облигации общим объемом до 100 млрд. руб., которые будут включать в себя «классические» облигации на 40 млрд. руб. и биржевые бонды на 60 млрд. руб. Срок обращения облигаций составит 5 лет, биржевых бондов – 3 года. «Целесообразность и сроки размещения будут определяться состоянием финансовых рынков и стоимостью альтернативных источников». Привлеченные средства компания направит, в том числе, на рефинансирование задолженности.
- Обозначенный Ростелекомом объем нового выпуска облигаций приведет к росту долговой нагрузки компании почти на 70% с 145.6 млрд. до 245.6 млрд. руб. и соответственному увеличению коэффициента Debt/EBITDA с 1.3 в конце 3 кв.11г. до 1.9 (на конец 2012 г.) Немало, но не критично, поскольку представляет собой нижнюю границу той зоны, за которой покупатели долга и держатели акций начинают пристальней следить за «финансовым здоровьем» эмитента.
- Мы считаем, что окончательный рост задолженности компании может быть меньше, чем анонсированный, благодаря следующим факторам:

Во-первых, значительная часть привлеченных средств может пойти на рефинансирование текущей задолженности оператора. По итогам 9 мес. 2011 г. у Ростелекома существовала потребность в рефинансировании краткосрочного долга на сумму порядка 67 млрд. руб.

Во-вторых, нет полной уверенности, что весь планируемый объем облигаций будет размещен. Вероятно, оператор хочет получить все «необходимые разрешения» по новым выпускам до начала возможных перестановок в профильных ведомствах,

Евгений Голосной  
Golosnoy\_EA@nomos.ru

Александр Полютков  
Polyutov\_AV@nomos.ru

связанных с предстоящими выборами, и таким образом сохранить для себя возможность оперативно выйти на рынок в будущем. После предыдущих выборов работа многих министерств и ведомств и, соответственно, процесс принятия решений по многим ключевым вопросам были фактически «заморожены» почти на полгода.

Часть планируемых размещений может быть использована компанией для финансирования инвестпрограммы, общий объем которой в 2012 г. составит около 55 млрд. руб., или пойти на выкуп оставшегося пакета акций (28.2%) в НТК на сумму порядка 13 млрд. руб.

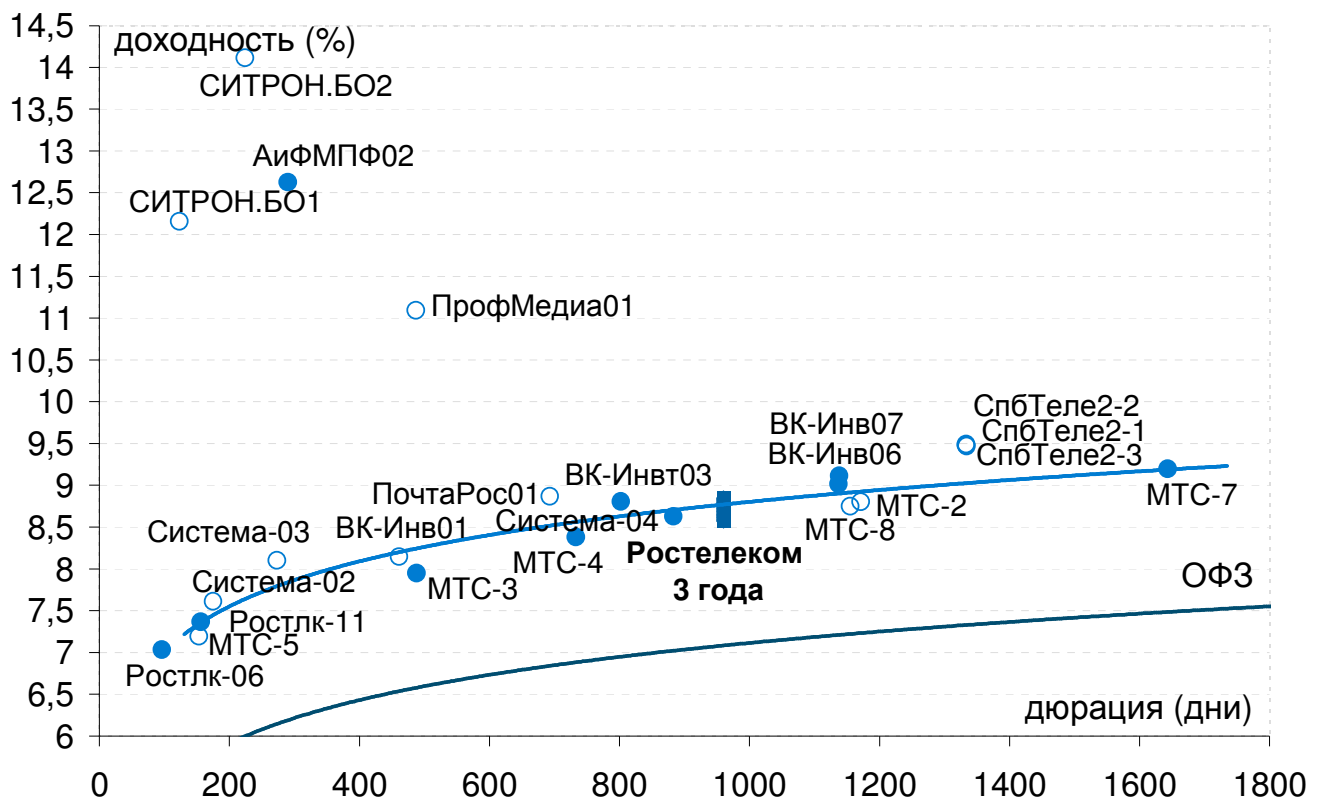
Мы предполагаем, что облигации найдут повышенный интерес у инвесторов, традиционный для бумаг реорганизованных МРК, поскольку они «подкреплены» серьезными денежными потоками от операционной деятельности, и могут быть восприняты рынком как «квази-суверенные» бумаги. По нашим оценкам, выйдя на первичный рынок, сейчас Ростелеком мог бы привлечь денежные средства под 8.5-8.9% годовых сроком на 2-3 года.

#### Российские операторы связи, долговая нагрузка на конец 3 кв. 2011 г.

|                     | Ростелеком | МТС   | Вымпелком |
|---------------------|------------|-------|-----------|
| Общий долг, \$ млн. | 4,566      | 7,250 | 26,004    |
| Debt/EBITDA         | 1.3        | 1.4   | 2.3       |

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

#### График доходности облигаций телекоммуникационного сектора



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

**Ростелеком: информация о компании**

| Основные данные        |         | Динамика акций, \$ |
|------------------------|---------|--------------------|
| Тикер ММВБ             | RTKM    |                    |
| Цена акции, \$         | 5.08    |                    |
| Капитализация, млн. \$ | 15,678  |                    |
| Чистый долг, млн. \$   | 4,331   |                    |
| EV, \$ млн.            | 19,499  |                    |
| Целевая цена, \$       | 5.01    |                    |
| Потенциал, %           | -1%     |                    |
| Рекомендация           | Держать |                    |

| Структура акционерного капитала |                  | Ключевые мультипликаторы |       |       |
|---------------------------------|------------------|--------------------------|-------|-------|
|                                 |                  | 2011о                    | 2012п | 2013п |
|                                 | EV/Sales         | 2.0                      | 2.0   | 1.8   |
|                                 | EV/EBITDA        | 5.3                      | 5.2   | 4.6   |
|                                 | P/E              | 13.4                     | 15.4  | 12.8  |
|                                 | ND/EBITDA        | 1.1                      | 0.9   | 0.6   |
|                                 | FCF Y, %         | 4.6                      | 5.8   | 7.5   |
|                                 | Div. (об.), руб. | 2.3                      | 2.1   | 2.6   |
|                                 | Div. (пр.), руб. | 5.4                      | 4.9   | 6.0   |

**Описание компании**

- Ростелеком – один из четырех крупнейших «универсальных» операторов связи в России, наряду с МТС, Вымпелкомом и Мегафоном. Был создан в 1993 году на базе оператора междугородной и международной связи в результате приватизации. Первая российская телекоммуникационная компания, разместившая АДР второго уровня на NYSE в 1998 году.
- Государству в лице Связьинвеста, ВЭБа, Росимущества и дочерних компаний Ростелекома принадлежит 56.0% обыкновенных акций Ростелекома (51.7% от УК). Особенность структуры собственности – перекрестное владение акциями между компанией и ее крупнейшим акционером, ОАО Связьинвест. Ростелекому принадлежит 25% Связьинвеста, полученных им в результате сделки по обмену активами между АФК Системой и государством в конце 2010 г. Первоначально данный пакет принадлежал Дж.Соросу, купившему его в 1997 г.
- В своем нынешнем виде компания появилась в апреле 2011 году в результате объединения с другими подконтрольными Связьинвесту региональными операторами связи (7 МРК).
- В результате объединения с МРК Ростелеком превратился в крупнейшего в России оператора местной связи и проводного широкополосного доступа в интернет. Компания, однако, слабо представлена в сегменте мобильной связи. Доля рынка, занимаемая сотовыми дочками бывших МРК и компании Skylink, составляет около 10-12% против 83%, принадлежащих операторам «Большой Тройки» (МТС, Вымпелкому и Мегафону).
- Стратегия развития компании предусматривает усиление позиций в том числе и на рынке сотовой связи, однако главный акцент сделан на развитии услуг проводного ШПД, мобильной передачи данных и платного телевидения.

## Ростелеком: Финансы и прогнозы

## Отчет о прибылях и убытках

| в млн. \$                 | 2010оц | 2011оц | 2012 П | 2013 П | 2014 П | 2015 П | 2016 П | 2017 П |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Выручка                   | 9,081  | 10,053 | 9,865  | 10,376 | 10,971 | 11,485 | 12,025 | 12,574 |
| Операционные расходы      | 7,425  | 8,108  | 8,251  | 8,634  | 9,056  | 9,437  | 9,866  | 10,316 |
| Амортизация               | 1,853  | 1,904  | 2,130  | 2,242  | 2,362  | 2,460  | 2,574  | 2,683  |
| Операционная прибыль      | 1,656  | 1,945  | 1,614  | 1,742  | 1,915  | 2,048  | 2,159  | 2,257  |
| EBITDA                    | 3,509  | 3,849  | 3,745  | 3,984  | 4,277  | 4,508  | 4,733  | 4,940  |
| Чистые процентные расходы | 297    | 435    | 356    | 253    | 166    | 84     | 3      | 76     |
| Прочие расходы (доходы)   | - 4    | - 85   | - 87   | - 86   | - 87   | - 87   | - 87   | - 87   |
| Прибыль до налогов        | 1,363  | 1,595  | 1,345  | 1,575  | 1,836  | 2,051  | 2,249  | 2,420  |
| Налоги на прибыль         | 331    | 415    | 323    | 347    | 404    | 451    | 495    | 533    |
| Доля миноритариев         | - 3    | 7      | 5      | 6      | 7      | 8      | 9      | 10     |
| Чистая прибыль            | 1,035  | 1,173  | 1,017  | 1,222  | 1,425  | 1,591  | 1,745  | 1,878  |

## Баланс

|                                    | 2010оц        | 2011оц        | 2012 П        | 2013 П        | 2014 П        | 2015 П        | 2016 П        | 2017 П        |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Денежные средства и эквиваленты    | 409           | 300           | 410           | 450           | 1,000         | 1,000         | 2,200         | 4,000         |
| Дебиторская задолженность          | 938           | 991           | 1,062         | 1,117         | 1,181         | 1,236         | 1,294         | 1,353         |
| Запасы                             | 135           | 186           | 207           | 216           | 227           | 236           | 247           | 258           |
| Прочие оборотные активы            | 239           | 202           | 216           | 227           | 240           | 251           | 263           | 275           |
| Основные средства                  | 9,771         | 9,029         | 8,924         | 8,298         | 7,668         | 6,828         | 5,996         | 4,881         |
| Прочие внеоборотные активы         | 2,344         | 4,408         | 4,297         | 4,006         | 3,734         | 3,433         | 3,162         | 2,897         |
| <b>Итого активы</b>                | <b>13,835</b> | <b>15,116</b> | <b>15,116</b> | <b>14,315</b> | <b>14,050</b> | <b>12,985</b> | <b>13,163</b> | <b>13,665</b> |
| Кредиторская задолженность         | 1,262         | 1,153         | 1,281         | 1,341         | 1,407         | 1,466         | 1,532         | 1,602         |
| Краткосрочный долг                 | 1,624         | 2,101         | 1,495         | 580           | 127           | 109           | 92            | 76            |
| Прочие краткосрочные обязательства | 210           | 209           | 233           | 244           | 255           | 266           | 278           | 291           |
| Долгосрочный долг                  | 2,851         | 2,448         | 2,305         | 2,220         | 2,173         | 891           | 608           | 624           |
| Прочие долгосрочные обязательства  | 981           | 1,119         | 1,161         | 1,157         | 1,156         | 1,144         | 1,139         | 1,135         |
| Доля миноритариев                  | 0             | 219           | 231           | 235           | 241           | 246           | 252           | 260           |
| Капитал и резервы                  | 6,907         | 7,754         | 8,409         | 8,538         | 8,691         | 8,864         | 9,261         | 9,677         |
| <b>Итого пассивы</b>               | <b>13,835</b> | <b>15,003</b> | <b>15,116</b> | <b>14,315</b> | <b>14,050</b> | <b>12,985</b> | <b>13,163</b> | <b>13,665</b> |

## Отчет о движении денежных средств

|                                      | 2010оц         | 2011оц         | 2012 П         | 2013 П         | 2014 П         | 2015 П         | 2016 П         | 2017 П         |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Операционная прибыль                 | 1,656          | 1,945          | 1,614          | 1,742          | 1,915          | 2,048          | 2,159          | 2,257          |
| Налоги на прибыль                    | - 320          | - 383          | - 296          | - 315          | - 367          | - 410          | - 450          | - 484          |
| Амортизация                          | 1,853          | 1,904          | 2,130          | 2,242          | 2,362          | 2,460          | 2,574          | 2,683          |
| Процентные платежи                   | - 297          | - 435          | - 356          | - 253          | - 166          | - 84           | - 3            | - 76           |
| Изменение оборотного капитала        | - 132          | - 186          | - 46           | - 5            | - 10           | - 6            | - 2            | - 0            |
| Изменения в прочих активах           | 41             | - 12           | - 55           | - 58           | - 61           | - 64           | - 67           | - 70           |
| <b>Денежные потоки от операций</b>   | <b>2,801</b>   | <b>2,833</b>   | <b>3,084</b>   | <b>3,352</b>   | <b>3,672</b>   | <b>3,944</b>   | <b>4,217</b>   | <b>4,462</b>   |
| Капиталовложения                     | - 1,707        | - 2,111        | - 2,170        | - 2,179        | - 2,304        | - 2,297        | - 2,405        | - 2,263        |
| Прочие доходы (инвестиции)           | - 574          | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>Денежные потоки от инвестиций</b> | <b>- 2,281</b> | <b>- 2,111</b> | <b>- 2,170</b> | <b>- 2,179</b> | <b>- 2,304</b> | <b>- 2,297</b> | <b>- 2,405</b> | <b>- 2,263</b> |
| Свободные денежные потоки            | 519            | 722            | 914            | 1,173          | 1,368          | 1,647          | 1,812          | 2,199          |
| Увеличение/(уменьшение) долга        | 596            | 75             | - 749          | - 1,000        | - 500          | - 1,300        | - 300          | -              |
| Дивиденды                            | 465            | 4              | 264            | 240            | 289            | 334            | 375            | 412            |
| Операции с собственными акциями      | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| Прочие источники средств             | - 696          | - 902          | 209            | 107            | - 29           | - 13           | 63             | 13             |
| <b>Чистые денежные потоки</b>        | <b>- 45</b>    | <b>- 109</b>   | <b>110</b>     | <b>40</b>      | <b>550</b>     | <b>0</b>       | <b>1,200</b>   | <b>1,800</b>   |

| Показатели рентабельности | 2010оц | 2011оц | 2012 П | 2013 П | 2014 П | 2015 П | 2016 П | 2017 П |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA, %                 | 38.6   | 38.3   | 38.0   | 38.4   | 39.0   | 39.3   | 39.4   | 39.3   |
| операционная прибыль, %   | 22.3   | 24.0   | 19.6   | 20.2   | 21.1   | 21.7   | 21.9   | 21.9   |
| чистая прибыль, %         | 11.4   | 11.7   | 10.3   | 11.8   | 13.0   | 13.9   | 14.5   | 14.9   |

| Показатели долговой нагрузки | 2010оц | 2011оц | 2012 П | 2013 П | 2014 П | 2015 П | 2016 П | 2017 П |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Общий долг                   | 4,474  | 4,549  | 3,800  | 2,800  | 2,300  | 1,000  | 700    | 700    |
| Чистый долг                  | 4,065  | 4,249  | 3,390  | 2,350  | 1,300  | -      | 1,500  | 3,300  |
| Чистый долг/EBITDA           | 1.2    | 1.1    | 0.9    | 0.6    | 0.3    | -      | 0.3    | 0.7    |

| Коэффициенты | 2010оц | 2011оц | 2012 П | 2013 П | 2014 П | 2015 П | 2016 П | 2017 П |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E          | 15.2   | 13.4   | 15.4   | 12.8   | 11.0   | 9.9    | 9.0    | 8.3    |
| EV/EBITDA    | 5.6    | 5.3    | 5.2    | 4.6    | 4.1    | 3.6    | 3.1    | 2.6    |
| EV/S         | 2.2    | 2.0    | 2.0    | 1.8    | 1.6    | 1.4    | 1.2    | 1.0    |
| FCF Yield, % | 3.3    | 4.6    | 5.8    | 7.5    | 8.7    | 10.5   | 11.6   | 14.0   |
| ROE          | 14.6   | 16.0   | 12.6   | 14.4   | 16.5   | 18.1   | 19.3   | 19.8   |

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волон, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/****Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy\_EA@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полютон**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.