

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ РОССИЙСКОГО МОНОПОЛИСТА

Дебютный выпуск на 7 млрд руб.

Дебют на рублевом рынке. В настоящее время проходит сбор заявок на участие в размещении дебютного выпуска рублевых облигаций Почты России. Компания намерена разместить выпуск объемом 7 млрд руб. сроком на пять лет, по выпуску предусмотрена оферта через три года. Несмотря на дебютный характер выпуска, эмитент не новичок на рынке облигаций. В 2007 г. компания разместила CLN на 3,5 млрд руб. сроком на пять лет, который она выкупила у держателей досрочно. После выхода на вторичные торги облигации будут обращаться как внесписочные; отсутствие у эмитента рейтинга осложнит включение выпуска в ломбардный список ЦБ.

Естественная монополия с наилучшим покрытием территории России. Почта России – Федеральное государственное унитарное предприятие, имеющее статус естественной монополии. Компания предоставляет услуги почтовой связи, финансовые и прочие виды услуг на всей территории России. Почта имеет 86 филиалов и около 42,5 тыс. отделений, что представляет собой наибольшую розничную сеть на территории страны. Для сравнения, сеть Сбербанка насчитывает порядка 20 тыс. отделений, то есть более чем вдвое меньше, что дает Почте России существенное конкурентное преимущество в виде доступа к 100% населения страны. 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 пенсий превышает 50%.

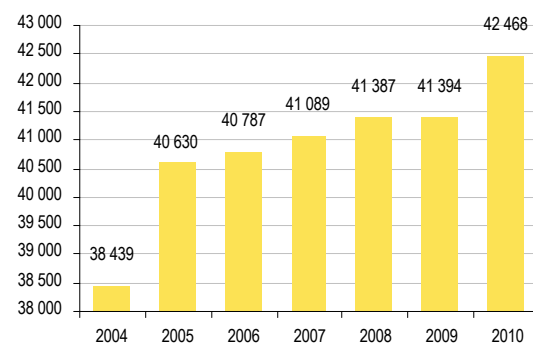
Компания ежегодно получает субсидии государства. Тот факт, что Почта России работает в любых, даже труднодоступных регионах страны, где оказание услуг другими компаниями оказалось бы просто нерентабельным, обуславливает ее высокую социальную значимость и дает компании право на получение субсидий от государства в обмен на установление тарифов на ряд услуг ниже экономически обоснованного уровня. В 2009–2010 гг. объем субсидий составил порядка 5,5 млрд руб. ежегодно (плюс 6 млрд руб. в виде компенсации потерь от доставки пенсий), на 2011 г. установлен в размере ее 5,8 млрд руб. (+6,6% год к году). По информации компании, получаемые субсидии, как правило, не покрывают ее убытки от предоставления указанных услуг, но в дальнейшем Почта намерена добиться от государства 100-процентного покрытия. Дело в том, что объем субсидий на будущий год закладывается в закон о бюджете заранее, когда невозможно его точно рассчитать. На наш взгляд, в обозримой перспективе Почта сохранит монопольное положение в предоставлении ряда услуг и благодаря этому сохранит получаемые ею субсидии.

Информация о выпуске

Эмитент	ФГУП "Почта России"
Кредитный рейтинг	-
Серии облигаций	01
Объем	7 млрд руб.
Дата размещения	29 марта 2011 г.
Срок обращения	5 лет
Купон	полугодовой
Оферта	3 года
Сбор заявок	10-25 марта 2011 г.
Ориентир по купону	8,75-9,25% (УТР 8,94-9,46%)

Расширение филиальной сети продолжается

Динамика количества отделений



Источники: данные компании

Неплохая диверсификация по видам услуг. Почтовые, финансовые и прочие виды услуг приносят Почте 43%, 36,7% и 20,3% выручки соответственно (по итогам 2010 г.). Среди почтовых услуг самую большую долю в выручке составляют доставка письменной корреспонденции (54%) и посылок (19%). Тарифы на эти услуги устанавливаются ФСТ. Доля более высокорентабельных услуг (экспресс-доставка EMS, отправления первого класса) пока невелика – в общей сложности лишь 11% выручки сегмента. Отрадно, что выручка от этих услуг увеличивается высокими темпами: по итогам 2010 г. ее прирост составил 51,8% относительно 2009 г., и есть все основания ожидать высоких темпов прироста и в дальнейшем. Почта сталкивается с существенной конкуренцией только в крупных городах, однако в средних и небольших населенных пунктах остается единственным поставщиком многих услуг, и чем выше будут темпы восстановления российской экономики и роста доходов населения, тем быстрее Почта будет увеличивать выручку от высокорентабельных услуг. Развитие информационных технологий, по нашей оценке, не приведет к падению выручки компании, а лишь перераспределит ее между видами услуг. Очевидно, что доходы от пересылки обычных писем будут постепенно сокращаться, однако по мере дальнейшего развития интернет-торговли вырастет оборот доставки посылок.

В сегменте финансовых услуг более половины выручки приходится на доставку пенсий и пособий (59%), крупной ее статьей являются также денежные переводы (22%) – услуги, единственным поставщиком которых во многих регионах страны, опять-таки, будет оставаться Почта. То же самое относится и к большинству «прочих» услуг, в число которых входит реализация продовольственных и непродовольственных товаров, периодических печатных изданий, продажа железнодорожных и авиабилетов и т.д. Таким образом, бизнес компании можно считать в значительной степени диверсифицированным.

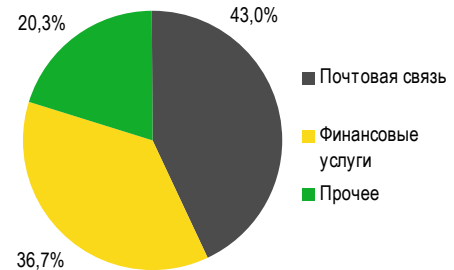
Планы по акционированию на горизонте трех лет. Являясь по организационно-правовой форме ФГУП, Почта в будущем планирует преобразование в ОАО. По оценке компании, это произойдет на горизонте трех лет, то есть процесс завершится не раньше наступления срока оферты по размещаемому выпуску. Основной сложностью при преобразовании в ОАО будет оценка рыночной стоимости активов Почты, поскольку в настоящее время они оценены по исторической стоимости. Эта оценка будет необходима и для ведения отчетности по МСФО, и, поскольку оценка находится лишь на начальном этапе, Почта сможет представить отчетность по международным стандартам не ранее середины следующего года. Как следствие, у компании отсутствует рейтинг по версии международных агентств, что осложнит включение облигаций в ломбардный список ЦБ. По информации организаторов размещения облигаций, вопрос о включении выпуска в ломбардный список в настоящее время находится в процессе обсуждения с регулирующими органами.

Заметного прогресса в создании почтового банка не наблюдается. Некоторое время назад было принято стратегическое решение о создании почтового банка на базе Почты России, Связь-Банка и банка-партнера. Для этого Почта заказала KPMG оценку стоимости своего финансового бизнеса, который аудитор оценил в 90–108 млрд руб. без учета услуг по доставке пенсий и пособий (которые в 2010 г. принесли компании 23 млрд руб., или 21,8% совокупной выручки). Объективно стоимость финансового бизнеса очень высока (примерно половина от той суммы, в которую недавно был оценен Банк Москвы), что, на наш взгляд, существенно сужает число потенциальных партнеров по почтовому банку, ограничивая его только крупными финансовыми организациями. До настоящего момента среди возможных партнеров назывались НОМОС-БАНК и Банк «Русский стандарт». Однако процесс создания почтового банка тормозится тем, что до сих пор не определена схема его создания и функционирования. На встрече с инвесторами менеджмент Почты заявил о неприемлемости такого варианта взаимодействия с партнерами, при котором компания, по сути, лишится доходов от финансовых услуг (то есть трети своих доходов), но в таком случае остается вопрос: станет ли банк-партнер платить столь высокую цену за участие, если оно будет экономически неоправданным? Видимо, пока вопрос о схеме участия остается открытым, серьезного прогресса в создании почтового банка ждать не следует, и для Почты это скорее благоприятное обстоятельство. С одной стороны, отсутствие партнера не позволит серьезно увеличить выручку от финансовых услуг, но с другой – эта выручка гарантированно останется у Почты, тогда как при создании банка на это нельзя рассчитывать со 100-процентной уверенностью.

Без субсидий от государства компания была бы убыточной. Уязвимым местом компании является ее низкая операционная эффективность, которую не удалось повысить с советских времен. Основной статьей затрат Почты являются расходы на персонал (69,3 млрд руб. в 2010 г., или 60% совокупных затрат), производительность которого крайне невысо-

Выручка более или менее равномерно распределена по сегментам услуг

Структура выручки по источникам, 2010 г.



Источники: данные компании

Дебютный выпуск на 7 млрд руб.

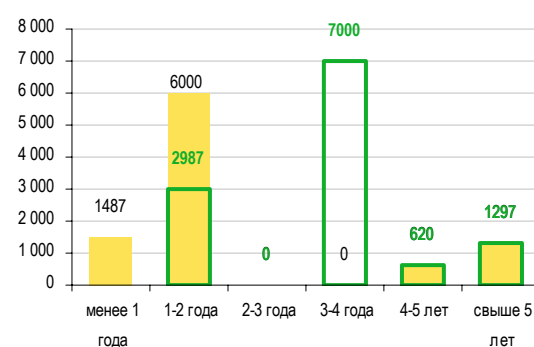
ка. Как следствие, компания обычно работает с очень низкой рентабельностью (рентабельность EBITDA по итогам 2010 г. составила только 1,6%), которая без учета государственных субсидий и вовсе была бы отрицательной. Более того, по итогам 2010 г. Почта осталась прибыльной исключительно за счет учета отложенных налоговых активов (1,8 млрд руб.), получив чистую прибыль в размере 483 млн руб. Таким образом, очевидно, что компании предстоит пройти через масштабную модернизацию, что потребует от нее серьезных капвложений. До 2009 г. Почта практически не осуществляла инвестиций, в 2010 г. ее капитальные затраты составили 8,1 млрд руб., а на последующие четыре года запланированы в диапазоне 14,0–16,3 млрд руб. ежегодно. Однако риск роста долговой нагрузки компании остается умеренным, поскольку капитальные вложения планируется на 80% финансировать за счет собственных средств. В 2010 г. это оказалось возможным: операционный денежный поток Почты по итогам года составил 9,05 млрд руб. (с учетом государственных субсидий) против инвестиционных расходов в размере 8,1 млрд руб.

Низкая долговая нагрузка, которая сохранится после размещения облигаций.

На конец 2010 г. долговая нагрузка Почты, выраженная отношением Чистый долг/EBITDA, была консервативной на уровне 0,1. Несмотря на невысокую EBITDA, компания располагает внушительным запасом собственных денежных средств: согласно представленной Почтой информации, на конец 2010 г. он составлял 10,4 млрд руб., без которых уровень левереджа был бы близким к опасному (Долг/EBITDA 6,2 в 2010 г.). Этот показатель не совпадает с отраженным в отчетности – 120,6 млрд руб., поскольку в последний включены обязательства компании по переводам и доставке пенсий и пособий). По состоянию на 28 февраля 2011 г. совокупный размер долга Почты составлял 9,4 млрд руб. (-32% относительно конца 2009 г.), из которых 4,9 млрд руб. приходилось на кредиты банков (включая кредит Связь-Банка на сумму 1,5 млрд руб. от), а остальные 4,5 млрд руб. – обязательства перед держателями векселей Почты, которые подлежат погашению в следующем году. Средства, привлекаемые путем выпуска облигаций, будут направлены на рефинансирование оставшейся части вексельных кредитов (4,5 млрд руб.) и восполнение денежных средств, потраченных на погашение кредитов в конце прошлого года (2,5 млрд руб.). Согласно представленной компанией информации, в текущем году она не планирует новых заимствований, и, таким образом, уровень чистого долга за 2011 г. увеличится не более чем на 2,5 млрд руб., зато существенно улучшится структура долга. После привлечения займа с учетом рефинансирования только 25% совокупного долга будет подлежать погашению в ближайшие три года – более чем комфортная ситуация.

После размещения облигаций временная структура долга улучшится

График погашения долга до и после размещения облигаций, на 28 февраля 2011 г.



Источники: данные компании

Падающая рентабельность на фоне низкой долговой нагрузки

Основные финансовые показатели Почты России по РСБУ, млн руб.

	2008	2009	2010	2011П
Выручка	86,5	96,3	105,4	128,3
- услуги почтовой связи	67,1	74,3	80,0	
- торговая деятельность	9,9	11,2	12,9	
- денежное посредничество	6,3	7,4	8,9	
- прочая деятельность	3,2	3,3	3,6	
EBITDA	2,4	3,9	1,7	3,2
Чистая прибыль	(1,5)	0,3	0,5	0,5
Совокупный долг	13,8	14,2	10,6	11,9
Краткосрочный долг	-	0,0	-	
Денежные средства*	9,5	13,0	10,4	9,4
Чистый долг	4,3	1,2	0,2	2,5
Собственный капитал	4,2	4,9	6,5	
Активы	110,3	153,4	187,4	
Кoeffициенты				
Рентабельность по EBITDA, %	2,8	4,0	1,6	2,5
EBITDA/Процентные расходы	3,2	25,0	10,1	
Долг/EBITDA	5,7	3,6	6,2	3,7
Чистый долг/EBITDA	1,8	0,3	0,1	0,8
Долг/Собственный капитал	3,3	2,9	1,6	

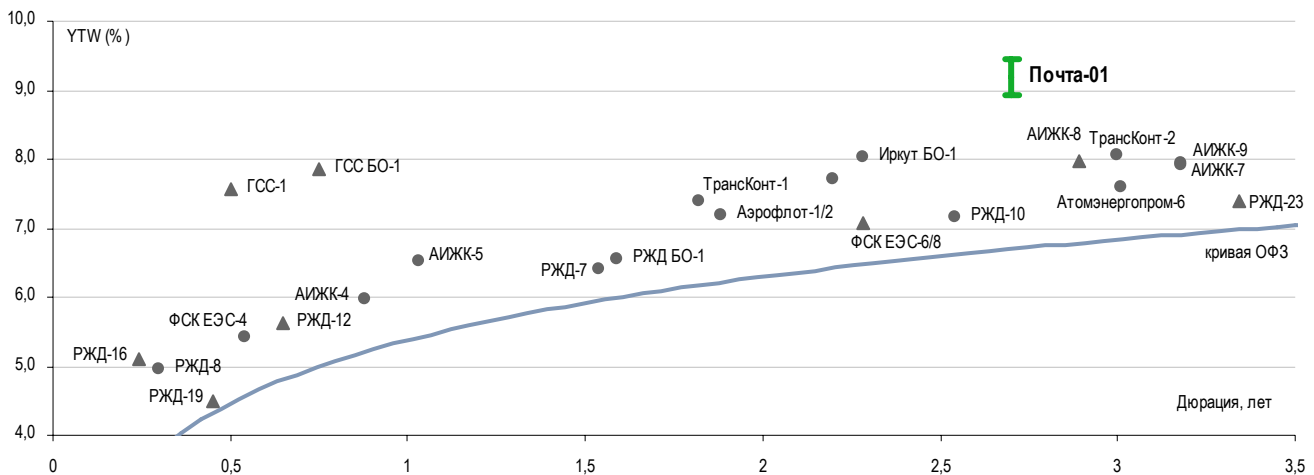
* без учета обязательств по переводам и доставке пенсий и пособий

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Предложение привлекательно на всем диапазоне предлагаемой доходности. В целом кредитный профиль компании содержит ряд изъятий, которые не позволяют признать его безусловно устойчивым. Обладая низкой операционной эффективностью, компания остается прибыльной только за счет получения государственных субсидий. В то же время указанные 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 государства. Таким образом, при определении справедливой доходности выпуска Почта-01 мы считаем оправданным предоставление эмитентом премии к выпускам облигаций других российских естественных монополий (РЖД, ФСК), поскольку последние и без учета господдержки обладают устойчивым финансовым профилем и к тому же в разы превосходят Почту по масштабам деятельности. Облигации РЖД и ФСК торгуются со средним спредом в размере 50–60 б.п. к кривой ОФЗ, выпуски АИЖК (также финансово устойчивой компании) предлагают спред порядка 110–130 б.п. к ОФЗ. Ориентиры по Почта-01 предполагают премию к кривой ОФЗ порядка 230 б.п. по нижней границе ориентира по доходности (8,94–9,46%), что примерно на 80 б.п. шире, чем торгуется выпуск также слабого в финансовом плане Иркутта. Правда, в сравнении с Почта-01 Иркутт БО-1 обладает тем преимуществом, что он включен в ломбардный список ЦБ, однако, на наш взгляд, это право не должно «стоять» дороже 80 б.п. в доходности. Из этого следует, что выпуск Почта-01 привлекателен на всем диапазоне предложенной доходности, а размещение даже по нижней границе обеспечит инвесторам премию в размере порядка 170–180 б.п. к выпускам РЖД и ФСК и 100–120 б.п. к бондам АИЖК.

Предложение привлекательно на всем диапазоне предлагаемой доходности

Облигации российских естественных монополий и прочих подконтрольных государству компаний по состоянию на 21 марта 2011 г.



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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
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, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@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 Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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