

**ПАДЕНИЕ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ, ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОСТАЕТСЯ КОНСЕРВАТИВНОЙ****Опубликована отчетность за 1 п/г 2011 г. по МСФО**

**Умеренный рост выручки и снижение рентабельности...** Вчера РЖД представила в целом нейтральную отчетность по МСФО за 1 п/г 2011 г., актуальность которой невелика в силу большого промежутка времени, прошедшего с отчетной даты. Выручка перевозчика за первые шесть месяцев года увеличилась на 9,2% до 692 млрд руб. При этом выручка от грузовых перевозок возросла на 9,4% до 543 млрд руб. ввиду роста грузооборота на 6,9% и грузовых тарифов на 8%, а поступления от пассажирских перевозок снизились на 2,7% на фоне роста пассажирооборота на 2,3%. EBITDA компании по итогам отчетного периода снизилась на 19,7% до 165 млрд руб., что привело к падению рентабельности до 23,9% с 33,3% в 2010 г. и 32,5% в 1 п/г 2010 г. Чистая прибыль сократилась на 29,2% до 67 млрд руб. По итогам 2011 г. (как и 2012 г.) прирост выручки, скорее всего, будет еще более скромным, если судить по операционным показателям РЖД: так, в указанный период грузооборот увеличился только на 5,7% (на 2012 г. планируется порядка 3%), а пассажирооборот – лишь на 0,6%. Однако чистую прибыль РЖД поддержат субсидии из бюджета, которые на 2012 г. одобрены в размере 80,6 млрд руб. (34,7 млрд руб. в 1 п/г 2011 г.).

**...на фоне существенного роста себестоимости.** Основной причиной падения рентабельности в 1 п/г 2011 г. стал рост операционных расходов на 19,5%, в частности расходов на заработную плату и социальные отчисления (+17,0%), ремонт и обслуживание (+25,2%), электроэнергию (+24,4). Столь стремительный рост расходов компания объясняет тем, что в 2009–2010 гг. для преодоления кризиса она прибегала к жесткому сокращению расходов, в частности уменьшению фонда оплаты труда за счет введения неполного рабочего дня, и по мере восстановления экономической активности от данных мер отказалась. В итоге при корректировке EBITDA на величину полученных от государства субсидий собственная рентабельность компании опустилась на самый низкий с 1 п/г 2009 г. уровень 18,9%. Несмотря на показанные высокие темпы роста расходов РЖД не ожидает дальнейшего снижения нормы EBITDA, которую прогнозирует на уровне порядка 25% (с учетом субсидий).

**Долговая нагрузка остается консервативной, но будет расти под влиянием капитальных расходов.** В отчетном периоде совокупный долг РЖД увеличился на 6,7% до 382 млрд руб. (с учетом лизинговых обязательств), что в условиях снижения рентабельности и относительно стабильного объема денежных средств на балансе привело к росту показателя Чистый долг/EBITDA на 0,1 п.п. до 0,7 – в целом консервативного уровня. Структура долга достаточно благоприятна, краткосрочный долг составляет 25% совокупной задолженности и, ко всему прочему, покрывается имеющимися у компании денежными средствами.

**Обращающиеся выпуски**

RU RAIL (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц/Пог.	Доходн., %
Red Arrow '12	12 570 R	8,38	30 июн 12	7,30
RZD '17	1 500 \$	5,74	3 апр 17	4,46
RZD '31 GBP	65 0J	7,49	25 мар 31	7,33
РЖД-14	15 000 R	9,98	12 апр 12	6,86
РЖД-07	5 000 R	7,55	7 ноя 12	7,05
РЖД БО-1	15 000 R	9,40	5 дек 12	7,33
РЖД-15	15 000 R	10,38	26 дек 12	7,71
РЖД-17	15 000 R	10,62	23 июл 13	7,52
РЖД-09	15 000 R	6,90	13 ноя 13	7,44
РЖД-10	15 000 R	15,00	6 мар 14	7,51
РЖД-13	15 000 R	0,10	6 мар 14	
РЖД-18	15 000 R	10,82	23 июл 14	8,38
РЖД-23	15 000 R	9,00	5 фев 15	8,02
РЖД-11	15 000 R	7,80	18 ноя 15	8,36
РЖД-16	15 000 R	7,90	7 июн 16	8,39
РЖД-19	10 000 R	8,15	18 июл 18	8,74
РЖД-12	15 000 R	0,10	16 май 19	

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

**Падение рентабельности продолжается, долговая нагрузка остается консервативной**

Финансовые показатели РЖД по МСФО, млн руб.

	2010	6 мес.11	Изм. за год, %
Выручка	1 334	691	9,2
ЕБИТДА	444	165	(19,7)
Чистая прибыль	208	67	(29,2)
			<b>Изм. отн. 2010 г., %</b>
Совокупный долг	358	382	6,7
<i>Краткосрочный долг</i>	120	97	(19,6)
<i>Долг по средству</i>	100	92	(7,9)
Чистый долг	258	290	12,4
Собственный капитал	1 804	1 901	5,4
Активы	2 761	2 895	4,9
<b>Кoeffициенты</b>			
Рентабельность по EBITDA, %	33,3	23,9	
Рент-ть по EBITDA юр р., %	27,1	18,9	
EBITDA/проц. расх	53,5	88,1	
Долг/EBITDA	0,8	0,9	
Чистый долг/EBITDA	0,6	0,7	
Долг/Собственный капитал	0,2	0,2	

\* Скорректировано на величину государственных субсидий.

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Мы ожидаем, что в ближайшие годы долговая нагрузка будет расти под влиянием масштабных капитальных расходов, которые на 2012–2014 гг. утверждены в размере 1,1 трлн руб. (из них около 1,0 трлн руб. будет направлено на собственные проекты), в том числе 428,4 млрд руб. (353,5 млрд руб. на собственные проекты) в 2012 г. Для их финансирования только в 2012 г. компания планирует увеличить чистый долг на 100 млрд руб. (поскольку, в отличие от 2011 г., капитальные затраты не будут покрываться за счет операционного денежного потока), что, по нашим расчетам, приведет к увеличению показателя Чистый долг/ЕБИТДА до 1,1. По информации компании, целевым для нее коридором по данному показателю является 1,5–2,0, и мы полагаем, что ей вполне по силам в нем удержаться, поскольку, как показала практика, РЖД с большей готовностью сокращает инвестиционную программу, нежели наращивает долг.

**Рост долга будет профинансирован за счет выпуска облигаций.** С учетом потребностей в рефинансировании в размере около 40 млрд руб., в нынешнем году РЖД намерена занять порядка 140 млрд руб., причем всю сумму на рынке облигаций. Из них эквивалент 1 млрд долл. планируется привлечь на рынке еврооблигаций (решение относительно валюты пока не принято) уже в апреле этого года, а оставшуюся сумму – на локальном рынке. При этом если компания продолжит успешно реализовывать активы (в частности оставшийся пакет ТрансКредитБанка), то последняя сумма может измениться в сторону уменьшения. Среди долговых инструментов, предполагаемых к размещению на локальном рынке, рассматриваются как биржевые облигации, так и классические с фиксированным и плавающим купоном. В марте на утверждение совета директоров будет вынесена новая программа заимствований объемом 90 млрд руб., а в мае РЖД намерена предложить рынку выпуск рублевых облигаций на 10–15 млрд руб. сроком обращения 15 лет с плавающей ставкой купона, привязанной к инфляции. Планируется, что основными покупателями последних станут пенсионные фонды. Но, в любом случае, давление на вторичный рынок со стороны первичного предложения возникнет.

#### Основные финансовые показатели РЖД по МСФО, млрд руб.

	2008	6 мес.09	2009 (корр.)	6 мес.10 (корр.)	2010	6 мес.11	Изм. за год, %
Выручка	1 203	532	1 126	633	1 334	691	9,2
ЕБИТДА	235	111	342	206	444	165	(19,7)
Чистая прибыль	76	23	121	95	208	67	(29,2)
							<b>Изм. отн. 2010 г., %</b>
Совокупный долг	457	449	451	429	358	382	6,7
Краткосрочный долг	250	214	129	97	120	97	(19,6)
Денежные средства	117	60	74	73	100	92	(7,9)
Чистый долг	340	389	377	356	258	290	12,4
Собственный капитал	1 526	1 550	1 499	1 863	1 804	1 901	5,4
Активы	2 601	2 637	2 558	3 027	2 761	2 895	4,9
<i>Коэффициенты</i>							
Рентабельность по ЕБИТДА, %	19,5	20,8	30,4	32,5	33,3	23,9	
Рентабельность по ЕБИТДА корр*, %	17,7	17,5	20,3	27,2	27,1	18,9	
ЕБИТДА/Процентные расходы	17,7	17,5	14,9	37,3	53,5	88,1	
Долг/ЕБИТДА	1,9	2,0	1,3	1,0	0,8	0,9	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,4	1,8	1,1	0,8	0,6	0,7	
Долг/Собственный капитал	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	

\* Скорректировано на величину государственных субсидий.

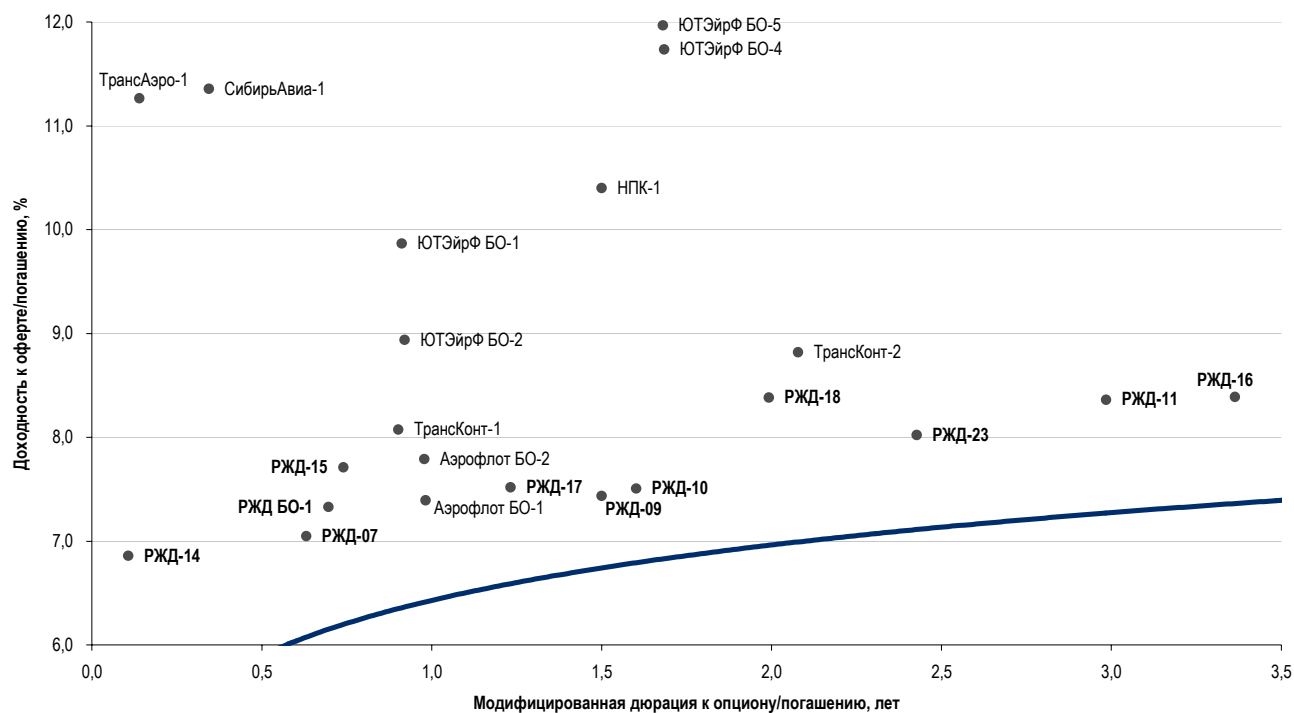
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Продажа ПГК несущественно сказалась на показателях компании.** По информации РЖД, на долю проданной в декабре 2011 г. ПГК (было продано 75% минус две акции за 125 млрд руб. транспортному холдингу UCLH Владимира Лисина) приходилось около 8% совокупной выручки РЖД, около 7% ЕБИТДА и около 2% чистого долга. Таким образом, эффект от ее деконсолидации из отчетности РЖД будет незначительным.

**Заслуживают внимания облигации с плавающим купоном и евробонды в фунтах.** Рублевые облигации компании с фиксированным купоном торгуются в рамках одной кривой и со спредом к ОФЗ в размере порядка 100–130 б.п., то есть на уровне выпусков прочих госкомпаний. Принимая во внимание большой навес первичных размещений, мы считаем данную оценку справедливой. В то же время мы считаем привлекательными находящиеся в обращении выпуски с плавающим купоном, привязанным к ставке прямого РЕПО, которые при текущих купонах на уровне 10–15% позволяют получить вполне привлекательную купонную доходность. Долларовые евробонды компании RURAIL '17 (YTM 4,45%, 330 б.п. к среднерыночным свопам) торгуются примерно на одном уровне с выпусками Газпрома и Транснефти, что мы также считаем справедливым, а номинированный в британских фунтах стерлингов выпуск RURAIL '17 (YTM 7,33%) предлагает наивысшую доходность среди бондов российских корпоративных эмитентов с рейтингами инвестиционного уровня, и, на наш взгляд, привлекателен для покупки.

## Привлекательны бонды с плавающим купоном

Облигации транспортных компаний по состоянию на 29 февраля 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

См. таблицу на следующей странице.

## Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Коефф. тек. ликв.	Капитал / Активы
<b>Телекоммуникации</b>											
		9 867	4 486	45,5	2 328	1,5	8 349	1,9	1,3	1,0	0,3
		8 703	4 273	49,1	892	3,9	7 353	1,7	1,4	0,9	0,3
		8 406	3 240	38,5	1 428	1,9	3 462	1,1	0,9	0,7	0,5
		18 750	7 119	38,0	3 434	1,1	15 445	2,2	1,6	1,0	0,3
		986	323	32,8	273	0,7	2 017	6,2	6,2	0,4	0,7
		1 024	101	9,9	79	1,9	756	7,5	5,9	1,1	0,3
<b>Транспорт</b>											
		1 163	262	22,5	107	2,5	519	2,0	1,4	1,4	0,6
		3 346	423	12,6	383	0,6	1 712	4,0	3,8	1,0	0,3
2009		1 222	550	45,0	449	1,1	2 643	4,8	4,2	1,1	0,5
		35 501	10 777	30,4	10 552	0,9	14 925	1,4	1,1	0,7	0,6
		517	116	22,4	98	1,0	218	1,9	1,7	0,7	0,6
<b>Развивающиеся страны</b>											
		10 390	3 089	29,7	1 335	2,5	5 215	1,7	1,4	0,7	0,62
		5 763	1 921	33,3	1 014	1,1	1 473	0,8	(0,83)	1,9	0,63
		3 261	740	22,7	687	1,0	1 163	1,6	1,1	1,2	0,66
		3 984	765	19,2	-	-	3 915	5,1	2,0	1,3	0,60
<b>Развитые страны</b>											
		90 084	27 758	30,8	10 603	2,1	71 382	2,6	2,2	0,9	0,3
		5 167	1 208	23,4	538	2,2	428	0,4	0,2	0,9	0,7
		3 876	1 135	29,3	619	0,6	4 492	4,0	3,4	1,0	0,3
		2 172	558	25,7	495	0,7	5 203	9,3	8,6	1,0	0,3
<b>Телекоммуникации</b>											
		11 293	4 863	43,1	2 647	1,4	7 150	1,5	1,3	1,0	0,3
		10 513	4 932	46,9	1 757	0,4	5 661	1,1	1,0	0,7	0,5
		8 376	3 068	36,6	1 708	1,6	4 190	1,4	1,2	0,6	0,5
		28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,2
		1 408	494	35,1	216	1,9	2 148	4,3	4,3	0,4	0,5
		1 167	123	10,5	42	4,2	753	6,1	4,0	0,9	0,2
<b>Транспорт</b>											
		1 383	385	27,9	300	1,0	418	1,1	0,7	1,3	0,6
		4 319	684	15,8	130	5,7	2 047	3,0	2,0	1,4	0,3
2010		1 313	533	40,6	557	0,8	2 956	5,5	4,6	1,5	0,5
		43 933	14 635	33,3	13 596	0,9	11 755	0,8	0,6	0,7	0,7
		752	138	18,3	133	0,9	231	1,7	1,4	1,0	0,6
<b>Развивающиеся страны</b>											
	A+/Aa2/A+	11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
	BB+/Ba2/BBB-	5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,80)	-	0,6
	BBB-/Baa3/BBB-	3 963	1 126	28,4	1 398	0,9	2 032	1,8	1,2	1,1	0,6
	BBB/Baa1/BBB	3 928	953	24,2	-	-	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
<b>Развитые страны</b>											
	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	-	0,3
	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	-	0,7
	BBB-/Baa3	4 838	1 559	32,2	705	0,7	4 340	2,8	2,6	0,9	0,4
	BB/B2	2 069	692	33,5	343	1,2	4 946	7,1	6,0	1,1	0,3
<b>Телекоммуникации</b>											
	BB/Ba2/BB+	12 517	5 148	41,1	2 879	1,4	6 232	1,2	1,1	0,7	0,5
	BB/Ba3	23 370	9 420	40,3	4 674	1,6	24 834	2,6	2,3	1,0	0,3
		10 651	3 959	37,2	2 130	1,5	5 308	1,3	1,2	0,8	0,5
		32 313	8 405	26,0	3 911	1,4	14 884	1,8	1,4	0,9	0,3
		1 760	618	35,1	229	2,0	871	1,4	1,4	0,4	0,1
		1 501	156	10,4	42	4,2	848	5,4	3,8	1,0	0,2
<b>Транспорт</b>											
2011П	/Ba3/-	1 747	500	28,6	217	1,4	379	0,8	0,5	1,4	0,6
	/-/BB+	5 210	651	12,5	119	2,1	2 225	3,4	2,1	1,7	0,3
	BBB-/Ba2/BBB-	1 401	455	32,5	550	0,7	3 278	7,2	6,1	0,9	0,5
	BBB/Baa1/BBB	46 129	10 610	23,0	13 015	0,7	11 869	1,1	0,6	0,7	0,7
	/Ba2/BB+	944	236	25,0	154	1,1	240	1,0	0,7	1,2	0,6
<b>Телекоммуникации</b>											
		13 578	5 426	40,0	3 123	1,4	5 243	1,0	0,9	0,8	0,6
		24 914	9 992	40,1	4 858	1,3	22 746	2,3	2,1	0,9	0,3
		11 474	4 342	37,8	2 295	1,6	5 055	1,2	0,8	1,2	0,6
		33 928	8 826	26,0	3 465	1,8	13 773	1,6	1,4	0,8	0,3
		2 112	741	35,1	275	2,2	958	1,3	1,2	0,4	0,1
		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2
<b>Транспорт</b>											
2012П		2 446	680	27,8	600	0,9	540	0,8	0,6	2,0	0,7
		7 160	601	8,4	170	1,6	2 617	4,4	2,3	1,8	0,3
		1 569	526	33,5	400	0,9	3 315	6,3	5,3	0,9	0,5
		47 513	11 878	25,0	14 759	0,6	15 621	1,3	1,1	0,7	0,7
		1 071	300	28,0	255	1,1	269	0,9	0,6	0,8	0,5

Источники: данные компаний, 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

## 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, grishchenkovan@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

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@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,

Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@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