

ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ХОРОШИЕ, НО ОБЛИГАЦИИ НЕИНТЕРЕСНЫ

Отчетность за 4 кв. и 2011 г. по МСФО

Высокие результаты. В пятницу Ростелеком одним из последних в отрасли опубликовал результаты за 4 кв. и весь 2011 г. Отчетный квартал был успешным для компании – по динамике выручки и показателям операционной эффективности Ростелеком заметно превзошел конкурентов. Так, выручка МТС и Вымпелкома снизилась квартал к кварталу, а год к году рост показал только Вымпелком, у МТС же продажи остались на уровне 4 кв. 2010 г. В то же время выручка Ростелекома за октябрь–декабрь увеличилась на 6% квартал к кварталу и на 8% год к году до 79 млрд руб., а по итогам всего года выросла на 7%, составив 296 млрд руб. Основными источниками роста выручки в 4 кв. 2011 г. остались услуги передачи данных (+5% год к году, выручка составила 5,3 млрд руб.), ШПД (+16% год к году; 12,3 млрд руб.) и присоединения и пропуска трафика (+4% год к году; 5,3 млрд руб.). Доля этих видов бизнеса в консолидированной выручке постепенно растет и по итогам 4 кв. составила 7%, 16% и 7% соответственно. Динамика самого большого сегмента, местной телефонной связи, положительная, хотя темпы роста довольно скромные – продажи увеличились всего на 1% год к году до 21,9 млрд руб. Слабым местом остается внутризоновая связь, а также междугородная и международная, показавшие в отчетном квартале снижение выручки соответственно на 5% и 9% год к году. Руководство компании, учитывая большой госзаказ на оснащение избирательных участков веб-камерами, планируется сохранить рост выручки в текущем году на достигнутом уровне около 7%.

Существенное улучшения контроля над издержками. Показатель OIBDA Ростелекома в 2011 г. увеличился на 9% квартал к кварталу и на 31% год к году до 32 млрд руб., а по итогам года вырос на 11% до 118 млрд руб. Соответственно, рентабельность по OIBDA в 4 кв. 2011 г. повысилась до 41% с 39% в 3 кв. 2011 г. и 34% в 4 кв. 2010 г., а по итогам всего 2011 г. составила 40% против 38% в 2010 г. Благодаря реорганизации, завершившейся в первой половине прошлого года, компания смогла существенно улучшить контроль над издержками. Расходы на персонал в отчетном квартале снизились на 8% квартал к кварталу и на 21% год к году до 17 млрд руб. Кроме того, благодаря единой системе закупок сократились расходы на связь (на 5% квартал к кварталу до 11 млрд руб.), а также на материалы и обслуживание (на 16% квартал к кварталу до 6 млрд руб. В ближайшие годы руководство Ростелекома планирует поддерживать рентабельность по OIBDA на уровне 40%.

Долговая нагрузка стабилизировалась. В 4 кв. 2011 г. Ростелеком неожиданно резко увеличил инвестиционную активность: капвложения выросли на 170% квартал к кварталу и на 150% год к году до 42 млрд руб., по итогам всего 2011 г. составили 83 млрд руб (+60% год к году). Основная часть капвложений в 2011 г. пошла на дальнейшее развитие волоконно-оптической сети передачи данных (около 30%), а также на модернизацию мобильной сети (порядка 25%). В текущем году компания планирует инвестировать примерно такие же средства, что предполагает капвложения на уровне 26–30% в процентном отношении к выручке – один из самых высоких показателей в отрасли. На фоне увели-

Обращающиеся выпуски

RTKMRRM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
РосТелеком-06	2 000 R	7,80	30 май 12	6,68
РосТелеком-05	400 R	7,60	30 май 12	7,62
РосТелеком-13	2 000 R	6,50	17 окт 12	
РосТелеком-04	2 000 R	6,50	3 апр 13	8,19
РосТелеком-10	3 000 R	8,90	21 май 13	
РосТелеком-01	2 000 R	6,60	8 авг 13	8,21
РосТелеком-08	1 800 R	6,65	3 сен 13	10,27
РосТелеком-11	3 000 R	11,70	24 июл 19	11,87

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Показатели Ростелекома

Млрд руб., МСФО

	2009	2010	2011
Выручка	265	276	296
OIBDA	102	106	118
Чистая прибыль	26	31	46
Рентабельность по OIBDA, %	38	38	40
Чистая рентабельность, %	10	11	16
Опер. денежный поток	86	85	85
Капвложения	(45)	(52)	(83)
Основные средства	293	301	328
Денежные средства	14	13	7
Дебит. задолженность	24	28	32
Кредит. задолженность	35	39	38
Собственный капитал	217	213	268
Активы	403	427	511
Долг, в т.ч.:	116	138	163
краткосрочные займы	49	50	79
долгосрочные займы	67	88	85
Чистый долг	103	125	156
Краткосрочные займы / ФД	0,4	0,4	0,5
Долг / OIBDA	1,1	1,3	1,4
Чистый долг / OIBDA	1,0	1,2	1,3
OIBDA / Проценты к уплате	6,2	9,0	9,4
Текущая ликвидность	0,7	0,6	0,4
Капитал / Активы	0,5	0,5	1,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

чения капвложений свободный денежный поток по итогам октября – декабря вышел в отрицательную зону, составив минус 18 млрд руб. С целью дальнейшего финансирования инвестпрограммы Ростелекому пришлось наращивать заимствования – суммарный долг компании вырос на 12% за квартал и на 18% за год до 163 млрд руб., чистый долг составил 156 млрд руб. на конец декабря 2011 г. Тем не менее благодаря повышению рентабельности долговая нагрузка остается на вполне комфортных уровнях: отношение Долг/OIBDA по итогам 2011 г. составило 1,4 (против 1,3 за 9 мес. 2011 г. и 1,6 на конец 2010 г.), а коэффициент Чистый долг/OIBDA – 1,3. Структуру обязательств компании нельзя оценить однозначно. Поскольку почти весь долг номинирован в рублях, валютные риски, на наш взгляд, незначительны. С другой стороны, доля краткосрочных обязательств составила по итогам года около 48%, что указывает на риски рефинансирования. Учитывая заявленные объемы инвестиционной программы и уровень операционной эффективности, мы полагаем, что Ростелекому в текущем году удастся обойтись без существенного увеличения долговой нагрузки. Однако в текущем году можно ожидать возвращения компании на долговой рынок с целью рефинансирования облигаций МРК, присоединенных в ходе реорганизации.

Облигации не представляют интереса. Отчетность Ростелекома в очередной раз подтвердила высокое кредитное качество компании. Ростелеком лишь немного уступает операторам «большой тройки» по объему бизнеса, обладает почти такой же рентабельностью, но менее чувствителен к сезонным факторам. Сейчас в обращении находится восемь выпусков облигаций эмитента, из них более или менее ликвидны только два – Ростелеком 06 и 11. Первый неинтересен в силу очень короткой дюрации – он погашается в конце мая 2012 г. Ростелеком 11, торгуясь на уровне около 101,5% от номинала, предлагает доходность к погашению в июле 2019 г. порядка 13% при модифицированной дюрации около четырех лет. Однако структура выпуска предусматривает колл-опцион в августе 2012 г., а учитывая высокую ставку купона – 11,7% и то, что компания сейчас может занять существенно дешевле, мы ожидаем, что эмитент выкупит эти бумаги. Таким образом, дюрация выпуска 11-й серии резко уменьшится, соответственно снизится и доходность, примерно до 7%, что, на наш взгляд, уже не очень привлекательный уровень.

Увеличение капвложений было компенсировано ростом рентабельности

Ключевые финансовые показатели Ростелекома по МСФО за 4 кв. и 2011 г., млрд руб.

	4 кв.10	2010	3 кв.11	4 кв.11	2011	4 кв.11/ 3 кв.11, %	4 кв.11/ 4 кв.10, %	2011/ 2010, %
Выручка	72	276	74	79	296	6	8	7
OIBDA	25	106	29	32	118	9	31	11
Чистая прибыль	2	31	10	17	46	62	580	47
Рентабельность OIBDA, %	34	38	40	41	40			
Чистая рентабельность, %	3	11	14	21	16			
Опер. ден. поток	22	85	19	24	85	25	11	(0)
Капвложения	(17)	(52)	(15)	(42)	(83)	172	150	60
Основные средства		301	311		328	5		9
Денежные средства		13	6		7	19		(43)
Дебит. задолженность		28	34		32	(5)		15
Кредит. задолженность		39	37		38	2		(3)
Собственный капитал		213	251		268	7		26
Активы		427	476		5 111	974		1 098
Долг, в т.ч.:		138	146		163	12		18
краткосрочные займы		50	67		79	17		58
долгосрочные займы		88	78		85	8		(4)
Чистый долг		125	140		156	12		25
Краткосрочные займы / ФД		0,4			0,5			
Долг / OIBDA		1,3			1,4			
Чистый долг / OIBDA		1,2			1,3			
OIBDA / Проценты к уплате	7,7	9,0	9,4	11,9	9,4			
Текущая ликвидность		0,6			0,4			
Капитал / Активы		0,5			1,1			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВТДА, млн долл.	ЕБИТДА, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / ЕБИТДА	Чистый долг / ЕБИТДА	Кэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
Телекоммуникации											
		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
Транспорт											
		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
Развивающиеся страны											
		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	na	na	3 915	5,1	2,0	1,3	0,60
Развитые страны											
		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
Телекоммуникации											
		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	0,4
		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
Транспорт											
		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
Развивающиеся страны											
	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	na	na	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
Развитые страны											
	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
Телекоммуникации											
	BB/Ba2/BB+	12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2
	BB/Ba3	23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
	/-/BB+	1 775	689	38,8	295	1,7	779	1,1	1,1	0,5	0,2
		10 070	4 004	39,8	2 816	1,0	5 077	1,3	1,2	0,4	0,5
		32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4
		1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2
Транспорт											
2011П	/Ba3/-	1 733	505	29,1	174	2,5	379	0,8	0,5	1,2	0,7
	/-/BB+	5 210	651	12,5	119	2,1	2 225	3,4	2,1	1,7	0,3
	BBB-/Ba2/BBB-	1 439	461	32,0	604	0,7	3 190	6,9	6,1	1,2	0,5
	BBB/Baa1/BBB	46 129	10 610	23,0	13 015	0,7	11 869	1,1	0,7	0,7	0,7
	/Ba2/BB+	944	236	25,0	154	1,1	240	1,0	0,7	1,2	0,6
Телекоммуникации											
		13 578	5 426	40,0	3 123	1,4	7 721	1,4	1,3	0,8	0,3
		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
		34 630	7 584	21,9	3 465	1,8	15 299	2,0	1,8	1,0	0,4
		2 112	842	39,9	275	2,2	958	1,1	1,1	0,4	0,2
		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2
Транспорт											
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

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
Дарья Васильева, vasilievada@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 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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@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
Алексей Андреев, andreevae@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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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