

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОСТАЕТСЯ КОНСЕРВАТИВНОЙ, ПРИСУТСТВИЕ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ БУДЕТ УВЕЛИЧИВАТЬСЯ

Опубликована отчетность за 2011 г. по МСФО

Умеренный рост выручки и снижение рентабельности... Вчера РЖД представила в целом нейтральную отчетность по МСФО за 2011 г., актуальность которой невелика в силу большого промежутка времени, прошедшего с отчетной даты. Показатели 2 п/г в целом соответствуют уровням 1 п/г, стоит отметить незначительное повышение темпов роста выручки от грузовых перевозок – ключевого источника доходов компании. Совокупная выручка РЖД увеличилась на 9,2% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 1,5 трлн руб., при этом выручка от грузовых перевозок возросла на 9,8% до 1,1 трлн руб. ввиду роста грузооборота на 8,0% и грузовых тарифов на 8%, тогда как поступления от пассажирских перевозок практически не изменились по сравнению с 2010 г. и составили 203,5 млрд руб. на фоне стабильного пассажирооборота. EBITDA компании по итогам 2012 г. снизилась на 23,3% до 356 млрд руб., что привело к падению рентабельности по EBITDA до 24,0% с 34,2% в 2010 г. Чистая прибыль сократилась на 12,2% до 183 млрд руб. Поддержку чистому результату РЖД оказали субсидии из бюджета в размере 61,2 млрд руб., хотя изначально они были утверждены в объеме 80,3 млрд руб. (82,3 млрд руб. в 2010 г.).

...на фоне существенного роста себестоимости. Основной причиной падения рентабельности в 2011 г. стал рост операционных расходов на 19,5%, в частности расходов на заработную плату и социальные отчисления (+16,2%), ремонт и обслуживание (+34,6%), электроэнергию (+14,3). Столь стремительный рост расходов компания объясняет тем, что в 2009–2010 гг. для преодоления кризиса ей пришлось резко сократить расходы, в частности уменьшить фонд оплаты труда за счет введения неполного рабочего дня, а по мере восстановления экономической активности эта практика была прекращена. В итоге при корректировке EBITDA на величину полученных от государства субсидий собственная рентабельность по итогам 2011 г. опустилась до 19,9% против 28,1% годом ранее, однако во 2 п/г показатель немного восстановился относительно 1 п/г (до 20,8% с 18,9%). Несмотря на высокие темпы роста расходов РЖД не ожидает дальнейшего снижения рентабельности по EBITDA, которая, по прогнозу компании, будет составлять порядка 25% (с учетом субсидий).

Обращающиеся выпуски

RURAIL (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
RZD '17	1 500 \$	5,74	3 апр 17	3,33
RZD '19	25 000 R	8,30	2 апр 19	7,97
RZD '22	1 000 \$	5,70	5 апр 22	4,23
RZD '31 GBP	650 J	7,49	25 мар 31	6,40
РЖД-13	15 000 R	0,10	6 сен 12	14,05
РЖД-07	5 000 R	7,55	7 ноя 12	5,35
РЖД-12	15 000 R	0,10	26 ноя 12	4,11
РЖД-Б0-1	15 000 R	9,40	5 дек 12	6,81
РЖД-15	15 000 R	10,02	26 дек 12	6,81
РЖД-17	15 000 R	10,30	23 июл 13	
РЖД-09	15 000 R	6,90	13 ноя 13	7,60
РЖД-10	15 000 R	15,00	6 мар 14	7,44
РЖД-18	15 000 R	10,50	23 июл 14	
РЖД-23	15 000 R	9,00	5 фев 15	8,02
РЖД-14	15 000 R	7,85	7 апр 15	8,11
РЖД-11	15 000 R	7,80	18 ноя 15	8,17
РЖД-16	15 000 R	7,90	7 июн 16	8,35
РЖД-19	10 000 R	8,15	18 июл 18	8,31
РЖД-32	10 000 R	8,95	13 июл 22	

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Рентабельность продолжает падать, долговая нагрузка остается консервативной

Финансовые показатели РЖД по МСФО, млн руб.

	6 мес.11	2011	Изм. за год, %
Выручка	691	1 481	9,2
ЕБИТДА	165	356	(23,3)
Чистая прибыль	67	183	(12,2)
			2 п/г 11 / 1 п/г 11, %
Совокупный долг	382	418	9,4
Краткосрочный долг	97	168	73,6
Денежные средства	92	218	137,0
Чистый долг	290	200	(31,1)
Собственный капитал	1 901	2 053	14,8
Активы	2 895	3 187	10,1
Коэффициенты			
Рентабельность по EBITDA, %	23,9	24,0	
Рент-ть по EBITDA, скорр*, %	18,9	19,9	
EBITDA / Проз. Расходы	88,1	96,4	
Долг / EBITDA	0,9	1,2	
Чистый долг / EBITDA	0,7	0,6	
Долг / Собственный капитал	0,2	0,2	

* Скорректировано на величину государственных субсидий

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка растет в рамках ожиданий, но остается на консервативном уровне. Во 2 п/г совокупный долг РЖД увеличился еще на 9,4% до 418 млрд руб. (с учетом лизинговых обязательств), а по итогам года показатель вырос на 16,7%. В условиях снижения рентабельности это привело к росту коэффициента Долг/ЕБИТДА на 0,4 п.п. до 1,2. Поскольку вырученные от продажи 75% акций Первой грузовой компании 125 млрд руб. на конец года оставались на счетах РЖД, показатель Чистый долг/ЕБИТДА не изменился, оставшись на уровне 0,6, а за 2 п/г – даже снизился на 0,1 п.п. Однако срочная структура долга заметно ухудшилась – доля краткосрочных обязательств увеличилась с 25% до 40%, что, впрочем с запасом покрывалось денежными средствами на балансе. Капзатраты в 2011 г. составили 483,7 млрд руб. и были профинансированы за счет поступлений от операционной деятельности (333,8 млрд руб.) и от продажи активов. Как известно, у РЖД накоплен внушительный объем отложенных инвестиций (инвестпрограмма на 2012–2014 гг. утверждена в размере 1,1 трлн руб., в том числе 428,4 млрд руб. в 2012 г.), которые компания едва ли способна профинансировать исключительно из собственных средств, особенно в условиях ограничений по росту тарифов (в 2012 г. они были повышены лишь на 6% против 8% в 2011 г. и 12,4% в 2010 г.). Правительство предлагает РЖД занимать недостающие средства на долгом рынке, так как текущий низкий уровень левереджа ей это вполне позволяет. Целевой коридор данного показателя для РЖД составляет 1,5–2,0, и мы полагаем, что компании по силам в нем удержаться, поскольку, как показала практика, РЖД с большей готовностью сокращает инвестпрограмму, нежели наращивает долг.

До конца года компания займет еще 40–50 млрд руб. на локальном рынке. С учетом потребностей в рефинансировании в размере около 40 млрд руб. в нынешнем году РЖД изначально планировала занять порядка 140 млрд руб., причем всю сумму – на рынке облигаций. С начала года компания привлекла уже порядка 55 млрд руб. на внешнем рынке и 10 млрд руб. на локальном рынке, а до конца года (предположительно в октябре-ноябре) РЖД намерена разместить классические или биржевые облигации еще на 40–50 млрд руб. на срок от трех до семи лет, таким образом, суммарный объем заимствований окажется даже ниже изначально запланированного. Ранее мы прогнозировали, что на конец 2012 г. коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА компании поднимется до 1,1 однако с учетом сокращения плана заимствований теперь мы ожидаем, что его значение не превысит 1.

Основные финансовые показатели РЖД по МСФО, млрд руб.

	6 мес.09	2009 (скор.)	6 мес.10 (скор.)	2010 (скор.)	6 мес.11	2011	Изм. за год, %
Выручка	532	1 126	633	1 356	691	1 481	9,2
ЕБИТДА	111	342	206	464	165	356	(23,3)
Чистая прибыль	23	121	95	208	67	183	(12,2)
							2 п/г 11 / 1 п/г 11, %
Совокупный долг	449	451	429	358	382	418	9,4
Краткосрочный долг	214	129	97	120	97	168	73,6
Денежные средства	60	74	73	100	92	218	137,0
Чистый долг	389	377	356	258	290	200	(31,1)
Собственный капитал	1 550	1 499	1 863	1 789	1 901	2 053	14,8
Активы	2 637	2 558	3 027	2 761	2 895	3 187	10,1
Коэффициенты							
Рентабельность по ЕБИТДА, %	20,8	30,4	32,5	34,2	23,9	24,0	
Рентабельность по ЕБИТДА, скор*, %	17,5	20,3	27,2	28,1	18,9	19,9	
ЕБИТДА / Процентные расходы	17,5	14,9	37,3	55,8	88,1	96,4	
Долг / ЕБИТДА	2,0	1,3	1,0	0,8	0,9	1,2	
Чистый долг / ЕБИТДА	1,8	1,1	0,8	0,6	0,7	0,6	
Долг / Собственный капитал	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	

* Скорректировано на величину государственных субсидий.

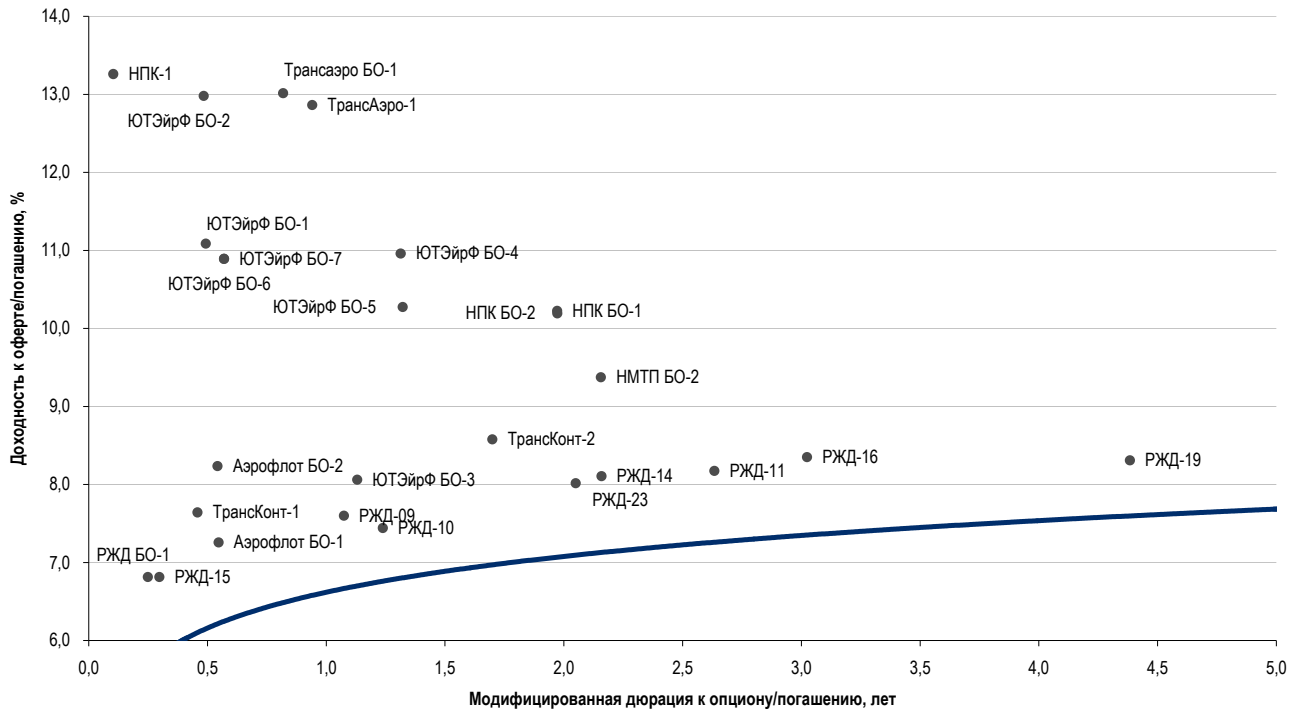
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации оценены справедливо, однако их ликвидность невысокая. Рублевые облигации с фиксированным купоном торгуются на одной кривой и со спредом к ОФЗ в размере порядка 100–130 б.п., то есть на уровне выпусков прочих госкомпаний. Недостатком рублевых обязательств компании является низкая ликвидность, что делает их приемлемыми для покупки в основном для управляющих компаний с длительным горизонтом инвестирования. Долларовые евробонды компании RURAIL '17 (YTM 3,33%) и RURAIL '22 (YTM 4,23%) торгуются примерно на одном уровне с выпусками Газпрома и Транснефти, что мы также считаем справедливым, а номинированный в фунтах стерлингов выпуск RURAIL '31 (YTM 6,40%) предлагает наивысшую доходность среди бондов российских корпоративных эмитентов с рейтингами инвестиционного уровня, и, на наш взгляд, привлекателен для покупки.

См. карты доходностей и таблицу на следующих страницах.

Облигации РЖД низколиквидны и котируются в рамках одной кривой

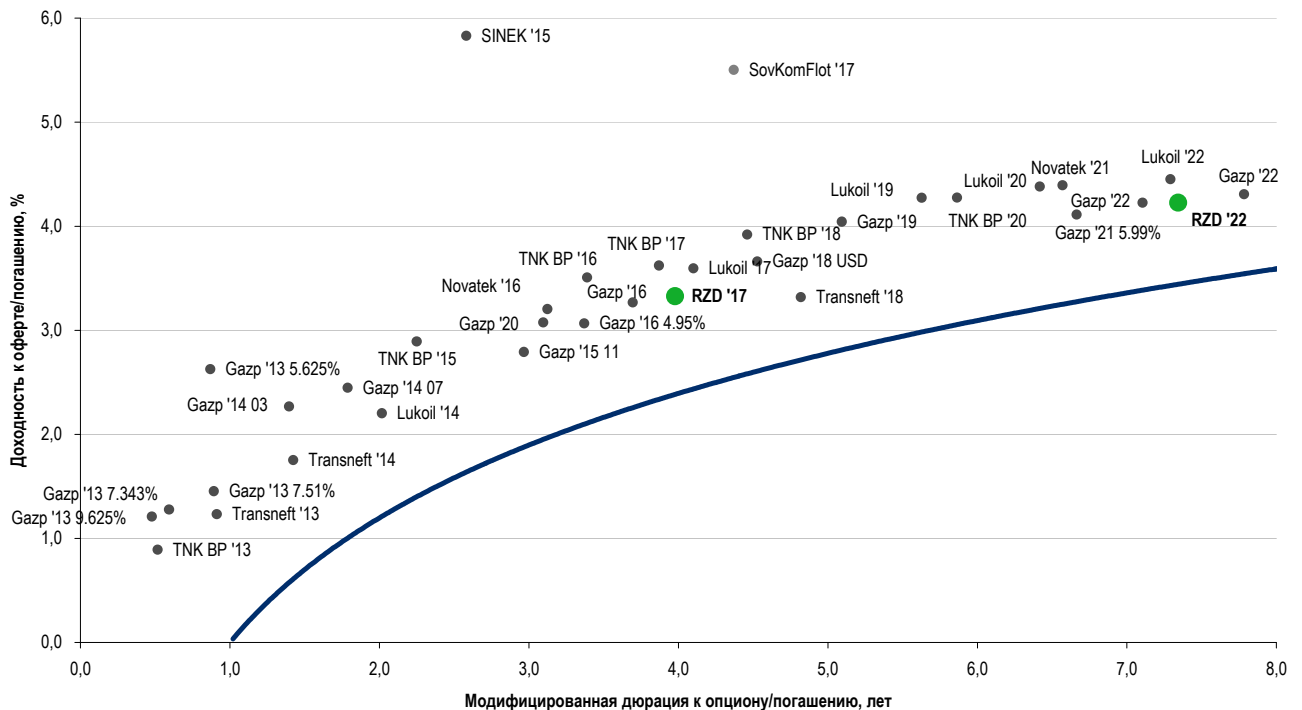
Облигации транспортных компаний по состоянию на 31 августа 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Евробонды РЖД торгуются на одном уровне с облигациями Газпрома

Евроблигации отдельных компаний по состоянию на 31 августа 2012 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Рентаб. 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	-	-	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	216	3,4	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											
		11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
		5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,80)	2,4	0,6
		3 963	1 126	28,4	1 398	0,9	2 032	1,8	1,2	1,1	0,6
		3 928	953	24,2	-	-	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
Развитые страны											
		82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	0,6	0,3
		5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	0,9	0,7
		4 838	1 559	32,2	705	0,7	4 340	2,8	2,6	0,9	0,4
		2 069	692	33,5	343	1,2	4 946	7,1	6,0	1,1	0,3
Телекоммуникации											
		12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2
		23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
		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											
		1 733	505	29,1	174	2,5	379	0,8	0,5	1,2	0,7
		5 378	646	12,0	517	0,7	2 266	3,5	2,9	1,0	0,3
		1 439	461	32,0	604	0,7	3 190	6,9	6,1	1,2	0,5
		49 317	11 851	24,0	15 885	0,7	13 003	1,1	0,6	0,7	0,7
		944	236	25,0	157	1,1	240	1,0	0,7	1,2	0,6
Развивающиеся страны											
		13 587	3 820	28,1	1 507	2,9	4 823	1,4	0,9	0,8	0,6
		5 603	1 742	31,1	747	1,6	1 892	1,2	(1,0)	2,4	0,6
		3 963	1 126	28,4	1 398	0,9	2 032	1,8	1,2	1,1	0,6
		3 928	953	24,2	-	-	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
Развитые страны											
		81 669	26 459	32,4	9 147	2,5	67 054	2,8	2,5	0,6	0,3
		6 284	1 654	26,3	667	2,1	365	1,3	1,2	0,9	0,5
		4 838	1 559	32,2	705	0,7	4 340	2,8	2,6	0,9	0,4
		2 069	692	33,5	343	1,2	4 946	7,1	6,0	1,1	0,3
Телекоммуникации											
1 п/г12		6 136	2 634	42,9	1 125	2,0	7 754	1,4	1,2	0,7	0,2
		11 364	4 708	41,4	1 780	1,7	28 611	3,0	2,7	0,8	0,3
		5 230	2 121	40,6	1 366	-	-	-	1,5	-	-
Телекоммуникации											
		13 518	5 535	40,9	3 123	1,4	7 884	1,4	1,3	0,9	0,3
		25 261	10 131	40,1	4 953	1,3	24 455	2,4	2,2	0,8	0,3
		10 829	4 363	40,3	2 295	1,6	4 560	1,0	0,7	0,6	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											
		2 446	680	27,8	1 400	2,1	1 521	1,6	1,5	2,0	0,7
		7 160	601	8,4	620	0,4	2 617	4,4	3,7	1,8	0,3
		1 569	526	33,5	400	0,9	3 315	6,3	5,3	0,9	0,5
		50 796	12 699	25,0	14 759	0,6	15 621	1,1	1,0	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

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, kondratievsd@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 oferta или предложение делать oferty. 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