

### ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА СТАБИЛЬНА, ОЧЕВИДНЫХ ВОЗМОЖНОСТЕЙ В ОБЛИГАЦИЯХ НЕТ

#### Неплохие финансовые результаты 3 кв. 2012 г. по US GAAP

**Выручка выросла, рентабельность снизилась.** Вчера Ростелеком опубликовал достаточно неплохие финансовые результаты за 3 кв. 2012 г. по МСФО, которые соответствуют ожиданиям. Выручка компании возросла на 2% (здесь и далее – к показателю 3 кв. 2011 г., если не указано иное) до 77,0 млрд руб. Показатель EBITDA в 3 кв. 2012 г., наоборот, снизился на 2% до 29,4 млрд руб., что привело к падению рентабельности на 1,7 п.п. до 38,2%. На EBITDA повлиял рост операционных расходов, связанный, помимо прочего, с увеличением выплат по налогу на имущество и ростом расходов Скай Линк. Чистая прибыль выросла на 8% до 9,9 млрд руб., что отчасти обусловлено влиянием курсовых разниц.

**Сегмент ШПД и передачи данных компенсировал снижение выручки от традиционных услуг связи.** Рост консолидированной выручки стал следствием 10-процентного увеличения поступлений от сдачи в аренду каналов связи (показатель составил 3,0 млрд руб.), а также 6-процентного повышения выручки от услуг передачи данных (которая достигла 5,1 млрд руб.). Кроме того, выручка от услуг платного телевидения возросла на 40% до 2,3 млрд руб. на фоне 11-процентного увеличения абонентской базы, а также роста доли абонентов IPTV. Выручка от ШПД возросла на 9% до 12,4 млрд руб. – это указывает на то, что потенциал роста в этом сегменте еще не исчерпан. Выручка от традиционных услуг связи продолжила снижаться, в том числе выручка от услуг местной связи упала на 2% до 21,1 млрд руб., от внутризональной – на 14% до 4,6 млрд руб. и от дальней – также на 14% до 4,9 млрд руб. Таким образом, в сегменте традиционных услуг связи наблюдается стагнация.

**Свободный денежный поток положительный.** Чистый операционный денежный поток компании по итогам 3 кв. 2012 г. вырос на 33% до 28,9 млрд руб. Объем капвложений рос сопоставимыми темпами и, прибавив год к году 36%, увеличился до 21,6 млрд руб. в 3 кв. Эта сумма соответствует 28,1% выручки, что существенно выше, чем в 3 кв. 2011 г. (21,1%), однако чуть ниже показателя 2 кв. 2012 г. (28,3%). В целом за 9 мес. 2012 г. объем инвестиций составил 63,5 млрд руб. (26,6% от выручки). Средства были в основном направлены на реализацию системы видеонаблюдения за выборами, модернизацию инфраструктуры широкополосного доступа в Интернет и развертывание сетей 3G. Намеченную инвестиционную программу компания планирует реализовать в 2011–2015 гг., среднегодовая величина капвложений должна составить 20% от выручки. При этом на 2011–2013 гг., по планам, приходится наиболее интенсивный период, и тогда этот показатель будет, насколько мы понимаем, выше. По итогам 3 кв. 2012 г. Ростелеком продемонстрировал положительный свободный денежный поток на уровне 7,2 млрд руб., а по итогам 9 мес. 2012 г.

#### Обращающиеся выпуски

RTKMRRM (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Ростелеком-04	1000 R	6,50	3 апр 13	8,19
Ростелеком-10	1500 R		21 май 13	
Ростелеком-01	2000 R	6,60	8 авг 13	8,24
Ростелеком-08	1200 R	6,65	3 сен 13	8,45
Ростелеком-17	10000 R	8,55	11 ноя 15	8,67

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые финансовые показатели Ростелекома

US GAAP, млн руб.			
	3 кв. 11	9 мес. 12	3 кв. 12
Выручка	75 250	238 691	76 985
Операционная прибыль	14 775	45 871	13 434
OIBDA	30 060	93 972	29 426
Чистая прибыль	9 203	30 626	9 902
Долг			201 618
Чистый долг			198 249
Капитал			252 208
Активы			551 911
Рентабельность по EBITDA, %	39,9	39,4	38,2
Долг/EBITDA			1,6
Чистый долг/EBITDA			1,6
Акционерный капитал/Активы			0,5
Акционерный капитал/Долг			1,3
Кэфф. текущей ликвидности			0,4
Доля краткоср. долга, %			36,7
ОДП	21 683	73 176	28 879
Ден. поток от инв. деятельности	(18 328)	(58 183)	(17 614)
Ден. поток от фин. деятельности	(6 076)	(18 993)	(17 363)
Капзатраты	(15 902)	(63 460)	(21 602)
СДП	5 781	9 716	7 277
ОДП/Капзатраты	1,4	1,2	1,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка стабильна, очевидных возможностей в облигациях нет

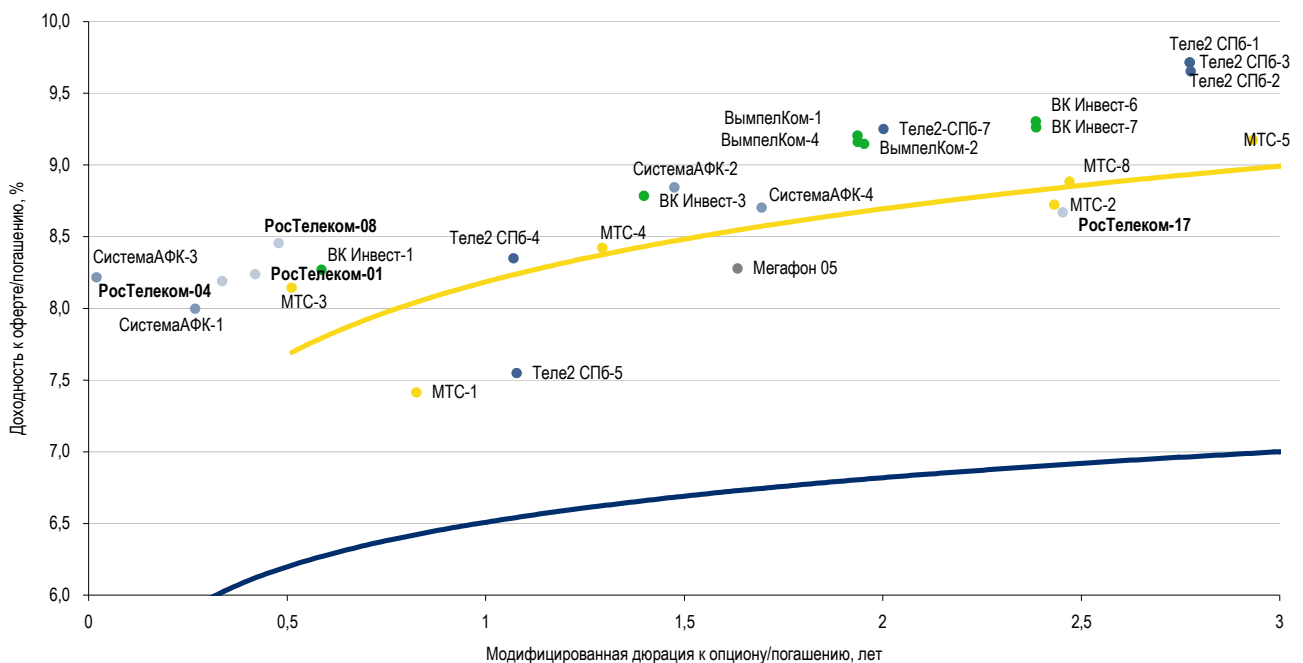
– на уровне 9,7 млрд руб., что свидетельствует о способности компании самостоятельно финансировать свои потребности. Однако выкуп акций в течение 2012 г. и активность в сфере M&A Ростелеком финансирует по большей части за счет долга.

**Долговая нагрузка стабильна.** Общий долг компании к концу 3 кв. 2012 г. вырос на 2% относительно показателя 2 кв. 2012 г. до 202 млрд руб. Чистый долг за тот же период увеличился на 5% и составил 198 млрд руб. Коэффициент Чистый долг/OIBDA, таким образом, повысился с 1,5 до 1,6 на конец 3 кв. 2012 г., что, тем не менее, выглядит комфортным уровнем. Более 98% обязательств – рублевые. Доля краткосрочного долга по-прежнему существенна, к концу 3 кв. 2012 г. она увеличилась до 37% – в ближайший год компании предстоит рефинансировать задолженность на общую сумму в 74 млрд руб. При этом после отчетной даты, в октябре нынешнего года, компания разместила выпуск рублевых облигаций на 10 млрд руб., частично рефинансировав долги. В целом, учитывая кредитное качество Ростелекома, его инвестиционный рейтинг и тесную связь с государством, мы не ожидаем, что компания столкнется с трудностями при рефинансировании.

**Потенциал сужения спреда ограничен.** На вторичном рынке в настоящее время обращаются четыре выпуска Ростелекома общим объемом 14,2 млрд руб. При этом, по сути, компания дебютировала на публичном рынке лишь месяц назад, разместив облигации 17-й серии на 10 млрд руб. Предыдущие выпуски стали результатом конвертации ценных бумаг, ранее присоединенных к Ростелекому межрегиональных компаний связи. Все старые выпуски характеризуются короткой дюрацией (модифицированная дюрация – не более 0,5) и практически полным отсутствием ликвидности. Новый выпуск, торги по которому на вторичном рынке начались буквально вчера, предлагают премию к кривой ОФЗ в размере 170 б.п., или на 20 б.п. больше, чем бонды Мегафона, обладающего такими же кредитными рейтингами. Инвестиции в бумаги Ростелекома выглядят надежными, однако потенциал сужения спреда, на наш взгляд, ограничен 10–20 б.п. Также надо иметь в виду, что из-за высокой величины краткосрочной задолженности компания, скорее всего, будет наращивать присутствие на рынке публичного долга – в марте совет директоров Ростелекома принял решение о размещении облигаций на 100 млрд руб., а в октябре компания определилась с организаторами.

### Очевидных возможностей в облигациях Ростелекома нет

Рублевые облигации компаний телекоммуникационного сектора, 21.11.2012 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

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

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@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

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

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