

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Кредитный комментарий

Ростелеком (BB+/-/BBB-): отчетность по МСФО за 9M12

На этой неделе Ростелеком, национальный оператор фиксированной связи, опубликовал финансовую отчетность за 9M12, которую мы оцениваем, в целом, нейтрально.

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

- Выручка Ростелекома за 9M12 выросла на 7.6% г/г и составила 238.7 млрд. руб. Основными факторами, обеспечившими увеличение выручки в отчетном периоде стали рост прочих доходов (+89.9% г/г, в основном за счет реализации проекта по установке веб-камер на избирательных участках), а также рост доходов от услуг ШПД (+7.5% г/г), платного телевидения (+35.9% г/г) и сдачи в аренду инфраструктуры (+16.8% г/г). Операционная прибыль компании за 9M12 выросла на 9.8% г/г и составила 45.9 млрд. руб., показатель OIBDA увеличился на 8.2% г/г – до 94 млрд. руб. Рост финансовых результатов был обусловлен опережающим темпом роста выручки по сравнению с операционными расходами (выросли на 7.1% г/г), которые компания сейчас оптимизирует. В результате операционная рентабельность Ростелекома за 9M12 выросла до 19.2% (+0.4 пп г/г), рентабельность по OIBDA – до 39.4 (+0.2 пп г/г).
- Капитальные расходы Ростелекома по итогам 9M12 составили 63.5 млрд. руб. или 26.6% от выручки компании за период, сохранившись на уровне 2011 г. (0.7x OIBDA). Средства были направлены в основном на развитие широкополосной сети передачи данных и ИТ-инфраструктуры, развитие собственной 3G-сети, а также на создание и модернизацию передающей инфраструктуры в рамках реализации проекта по установке веб-камер на избирательных участках. Отметим, что 2012 и 2013 гг. будут CAPEX-интенсивными для компании, а капвложения превысят 20% годовой выручки.
- На конец 3К12 долг Ростелекома вырос до 201.6 млрд. руб. (+17% к 2011 г.), что, наряду со снижением величины ликвидных активов на балансе компании, привело к росту долговой нагрузки, которая на конец отчетного периода составила 1.6x в терминах Чистый долг/OIBDA LTM (против 1.4x на начало года). Несмотря на рост, долговая нагрузка сохранилась на достаточно умеренном уровне и в пределах максимального целевого уровня компании (2x Ч. Долг/OIBDA LTM). Определенное беспокойство вызывает все еще достаточно высокая доля короткого долга в структуре обязательств компании, которая на конец составила 36.7% (против 47.3% на конец 2011 г.). Отметим, что Ростелеком уже выбрал организаторов размещения рублевых облигаций на сумму до 100 млрд. руб., что свидетельствует о том, что компания намерена активно использовать рублевый долговой рынок для рефинансирования долга в условиях, когда операционный денежный поток будет по-прежнему направляться преимущественно на финансирование CAPEX, выкуп акций и миноритариев и выплату дивидендов.

Новый выпуск Ростелеком 17 (УТР 8.63/D 2.66 г.) вышел на вторичные торги 2 дня назад и торгуется сейчас немного выше номинала. Спрэд выпуска к ОФЗ составляет около 190 бп – на уровне кривой МТС (BB/Va2/BB+), что, на наш взгляд, справедливо, учитывая, что Ростелеком уступает МТС по масштабам бизнеса и отдельным кредитным метрикам (ниже рентабельность, выше долговая нагрузка), однако обладает лучшими перспективами роста бизнеса и более сильной акционерной структурой.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома по МСФО за 9M12

млн. руб.	9M12	9M11	%
Выручка	238 691	221 838	7.6%
OIBDA	93 972	86 858	8.2%
Операционная прибыль	45 871	41 779	9.8%
Чистая прибыль	30 626	27 038	13.3%
Рентабельность по OIBDA	39.4%	39.2%	0.2 пп
Операционная рентабельность	19.2%	18.8%	0.4 пп
Чистая рентабельность	12.8%	12.2%	0.6 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	95 019	87 798	8.2%
Чист. инвест. в оборотн. кап. (ОК)	5 591	6 413	-12.8%
Чистый операцион. ден. поток	73 176	62 846	16.4%
Свободный денежный поток	9 716	20 199	-51.9%
	9M12	2011	%
Активы	551 911	529 621	4.2%
в т.ч. ден. ср-ва и ликвид. активы	4 025	11 306	-64.4%
Долг*	201 618	172 270	17.0%
доля краткосрочного долга	36.7%	47.3%	-10.6 пп
Чистый долг	197 593	160 964	22.8%
Капитал	252 208	273 393	-7.8%
CAPEX	63 460	82 776	-
CAPEX/OIBDA	0.7x	0.7x	-
CAPEX/Выручка	26.6%	28.0%	-
Долг/OIBDA LTM	1.6x	1.5x	-
Ч. Долг/OIBDA LTM	1.6x	1.4x	-
OIBDA/Процентные платежи	8.0x	11.3x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.6x	-

Источник: Организаторы, отчетность ОАО «Ростелеком» по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Количественный анализ
Акции

Акции
Облигации

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Андрей Пашкевич
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

ibcm@zenit.ru

d.ruchkin@zenit.ru
a.pashkevich@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2011 Банк ЗЕНИТ.