

Кредитный комментарий

Российский рынок облигаций
1 марта 2012 г.

РЖД

Умеренно-негативная отчетность за первое полугодие 2011 года. Ждем нового предложения бондов свыше 100 млрд руб. в этом году, в том числе рублевые облигации с привязкой к инфляции и евробонды.

РЖД, ликвидные выпуски

Рублевые бумаги

Серия	Цена	УТМ/УТР	Погашение
23	102,9	8,03%	янв.25
БО-1	101,69	7,20%	дек.12

Еврооблигации

RZD-17 (USD)	106,44	4,31%	мар.17
RZD- 31(GBP)	101,58	7,33%	мар.31

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Вчера компания провела встречу с аналитиками на которой раскрыла финансовые результаты за полугодие 2011 года, а также озвучила некоторые планы на 2012 год.

- **Результаты хуже, чем в 2010 году.**

Несмотря на рост консолидированных доходов монополии на 9% до 691,5 млрд руб., показатели прибыльности демонстрировали снижение. Так, показатель EBITDA сократился на 20% до 165 млрд руб. Чистая прибыль снизилась на 29% до 67 млрд руб. Как пояснил менеджмент на встрече, причиной тому стал переход от антикризисной программы, применяемой в 2010 году, к «нормальному» функционированию, то есть РЖД стали менее сдержанными в своих затратах. Так, заработная плата, которая составляет порядка 50% в структуре расходов, выросла на 17%, а наибольшее увеличение показали затраты на топливо («+28%») и на электроэнергию («+24%»). При этом объем субсидий за полугодие со стороны правительства составил 34,7 млрд руб. против 32,4 млрд годом ранее. Как важный момент отметим, что операционный денежный поток по сравнению с показателями прибыльности снизился всего на 2%. Указанный объем был ниже капитальных расходов за первые шесть месяцев 2011 года - 197,8 млрд руб., что привело к новым заимствованиям. Долговой портфель (включая обязательства по финансовой аренде) вырос на 24,2 млрд руб. до 382,5 млрд руб. Отметим, что публичные долговые бумаги составляют 60% портфеля. В структуре на долгосрочные обязательства приходится 75% обязательств. Стоит принимать во внимание запас ликвидности на конец отчетного периода в размере 92,1 млрд руб., то есть короткий долг (96,7 млрд руб.) практически полностью покрывается данными средствами. Метрика Debt/EBITDA по итогам полугодия составила чуть выше единицы - 1,17х, на начало года значение показателя было 0,8х.

Финансовые результаты РЖД, ФСК ЕЭС, 1 пол. 2011 года, МСФО

млн руб.	РЖД			ФСК ЕЭС		
	BBB/Vaa1/BBB			BBB/Vaa2/BBB-		
	пол. 2010	пол. 2011	Изм. %	пол. 2010	пол. 2011	Изм. %
Выручка	691 461	633 030	24,3	56 565	71 217	25,9
Операционный денежный поток	137 245	134 298	15,7	25 959	36 275	39,7
Свободный денежный поток	-25 902	-63 490	-17,5	-10 955	4 996	-
ЕБИТДА	205 817	165 228	6,1	32 029	45 459	41,9
Чистая прибыль	94 746	67 106	-1,4	12 636	22 810	80,5
% расходы	7 718	4 738	2,9	50	103	106,0
Рентабельность ЕБИТДА	29,8%	26,1%	-2,8 п.п.	56,6%	63,8%	7,2 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	13,7%	10,6%	-2,6 п.п.	22,3%	32,0%	9,7 п.п.
ЕБИТДА/% расходы	26,67	34,87	8,2	640,58	441,35	-
	2010	пол. 2011		2010	пол. 2011	
Активы	2 760 766	2 894 692	77,5	1 071 648	1 077 391	0,5
Денежные средства и их эквиваленты	100 010	92 134	-68,0	13 573	16 467	21,3
Финансовый долг, в т.ч.:	358 288	382 453	14,3	58 367	58 367	0,0
долгосрочный (вкл. финансовую аренду)	238 242	285 876	11,7	50 815	50 815	0,0
краткосрочный (вкл. финансовую аренду)	120 046	96 577	20,9	7 552	7 552	0,0
Чистый долг	258 278	290 319	29,7	44 794	41 900	-6,5
Фин.долг/ЕБИТДА	0,81	1,2	0,35	0,86	0,64	-0,2
Чистый долг/ЕБИТДА	0,58	0,9	0,30	0,66	0,36	-0,30
Фин. долг/Активы	0,13	0,13	0,00	0,05	0,05	0,00

- **Планы по публичным заимствованиям на 2012 год.**

Компания рассказала, что в ближайшей перспективе планирует финансировать свою деятельность преимущественно за счет публичного долга. Новацией для эмитента может быть выпуск бондов с привязкой к инфляции, которые РЖД планируют выпустить в мае 2012 года в объеме 10-15 млрд руб. Как сказал менеджмент, интерес к данным бумагам уже проявили пенсионные фонды, с которыми представители РЖД провели ряд встреч. В целом, сейчас планируется к регистрации проспект облигаций на 90 млрд руб. При этом, согласно условиям эмиссии, возможен выпуск как обычных облигаций, так и с привязкой к инфляции. Также в планах новый выпуск еврооблигаций объемом 1 млрд долл. При этом конечная валюта не определена, исключается лишь вариант бумаг в евро. Напомним, что сейчас в обращении у РЖД выпуск на 1,5 млрд долл. и 650 млн британских фунтов стерлингов. Как мы поняли, размещение может состояться уже в марте. Стоит подчеркнуть, что объем заимствований может измениться, скорее в меньшую сторону, прежде всего, исходя из возможной продажи ВТБ оставшейся доли (21,8%) РЖД в ТКБ.

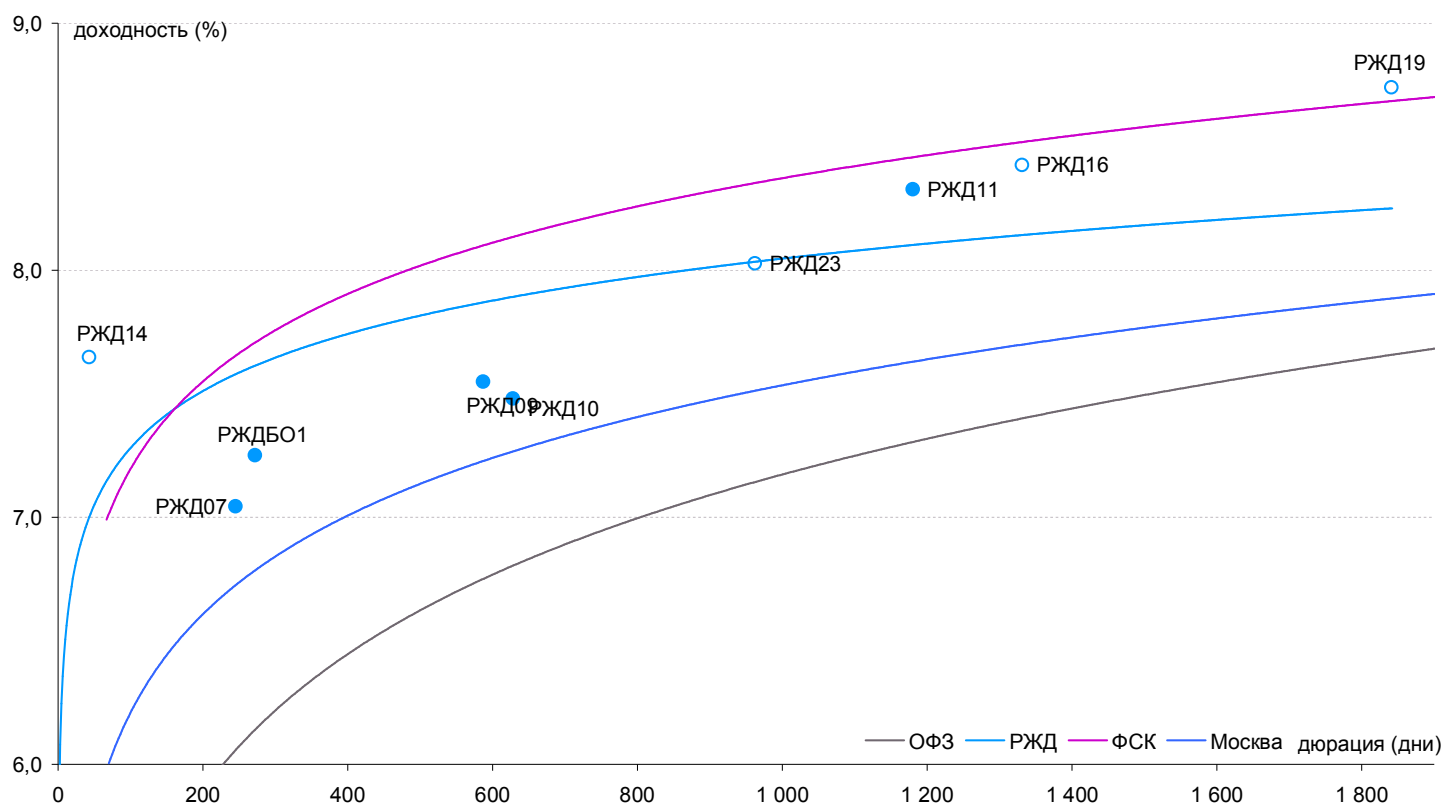
- **Окупаемые и некупаемые инвестиции.**

Как известно, РЖД, в силу своего статуса, активно участвует в различного рода инвестиционных проектах по развитию транспортной инфраструктуры. Далеко не все из них являются окупаемыми. По словам руководства РЖД, доля таких проектов в инвестиционной программе составляет порядка 50%. Финансирование осуществляется за счет субсидий и взносов в уставный капитал со стороны государства. Напомним, что на 2012 год инвестиционная программа запланирована в размере 428 млрд руб. (396,3 млрд руб. в 2011 году). Мы считаем, учитывая, что объем субсидий не всегда соответствует объему фактических затрат, не все затраты РЖД могут быть компенсированы со стороны бюджета.

- **Бумаги. Есть идеи?**

На локальном рынке на сегодняшний день обращается 14 выпусков, однако ликвидность отмечена в 9 из них. При этом наиболее ликвидными являются две серии облигаций - БО-1 и 23. По этим бумагам с начала года доходность снизилась в среднем на 40-50 б.п., что в целом было характерно для «голубых фишек». Так, аналогичная динамика была, например, у бондов ФСК. Учитывая запланированный весомый объем предложения от РЖД, мы не видим идей на сегодняшний день в бумагах эмитента.

График доходности облигаций



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48
Факс. (495) 797-52-48
research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волон, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Телекоммуникации/**Потребсектор**

Евгений Голосной
Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.