

Вадим Ведерников, vva@ufs-federation.com

РЖД дебютирует в евро: рекомендуем участие

Дебют в евро: низкий старт. Сегодня одна из крупнейших транспортных компаний мира ОАО «РЖД» открыла книгу по размещению 8-летнего дебютного выпуска в евро. Средства будут направлены на рефинансирование и инвестиционную программу. Ориентир доходности был обозначен на уровне 220–230 б. п. к среднерыночным свопам, что соответствует доходности на уровне 3,4–3,5%.

При оценке справедливого уровня доходности мы ориентировались на кривую выпусков «Газпрома» в евро и спреда между долларовыми выпусками «РЖД» и кривой «Газпрома». Выпуски РЖД-17 и РЖД-22 в долларах США торгуются с дисконтом в 15–25 б. п. к кривой «Газпрома». С учетом того, что

кривая доходности выпусков «Газпрома» в евро находится на уровне 3,2% при соответствующей дюрации нового выпуска «РЖД», справедливый уровень доходности, на наш взгляд, составляет 3,0–3,1% годовых. Таким образом, заявленный ориентир предполагает премию в размере 35–45 б. п.

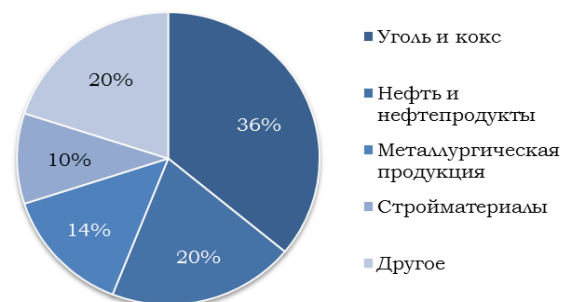
Госкомпания. ОАО «Российские Железные Дороги» является одним из крупнейших перевозчиков мира и на 100% принадлежит государству. Приватизация компании ожидается не ранее 2014-2016 годов. «РЖД» широко пользуется господдержкой, в частности, прямыми взносами в акционерный капитал и субсидиями. При этом компанию хорошо знают на международном рынке капитала, а ее кредитный рейтинг совпадает с суверенным уровнем на отметке

Baa1/BBB/BBB. Среди негативных для компании моментов можно отметить отсутствие долгосрочных тарифов на перевозки, что снижает предсказуемость будущих денежных потоков. Однако компания принимает действия в этом направлении в прошлом году начала заключать договоры с клиентами о представлении ими долгосрочных планов по перевозке грузов, что, по крайней мере, дало возможность эффективно планировать капитальные затраты. Относительно объема перевозок компании, стоит сказать, что он, в среднем рос на 6% последние 4 года, достигнув в 2012 г. 2,2 млрд тонно-километров. Более трети перевозимых «РЖД» грузов составляет уголь, а пятую часть — нефть и нефтепродукты, при этом в общем объеме перевозок 48% связано с экспортом сырья, а 44% пришлось на внутренние перевозки.

Параметры выпуска

Эмитент	RZD Capital P.L.C
Заемщик	ОАО "РЖД"
Рейтинг заемщика	Baa1/BBB/BBB
Валюта	Евро
Срок обращения	8 лет
Ориентир доходности	MS + 220-230bp
Объем (оценка UFS IC)	750-1000 млн

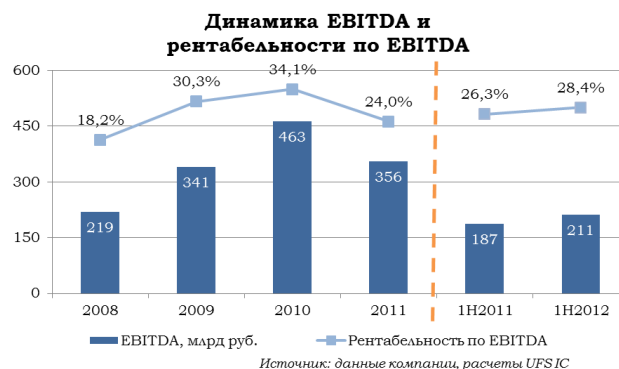
Грузооборот по видам грузов



Источник: данные компании



Доходы и устойчивость. Чистая прибыль «РЖД» за первое полугодие 2012 г. выросла на 11% до 74 млрд руб. в сравнении с аналогичным периодом 2011 г., а выручка увеличилась на 5% до 745 млрд руб., при этом показатель EBITDA вырос на 13% до 211 млрд руб. В целом, выручка компании показывала рост в среднем на 7,2% с 2008-го по 2011 г. (до 1,48 трлн руб.). Показатель рентабельности по EBITDA увеличился до 34,1% в 2010 г., но в 2011-м составил уже 24,0%. В первом полугодии 2012 г. показатель был равен 28,4%, тогда как годом ранее составлял 26,3%. Чистый долг компании снизился до 200 млрд руб. в 2011 г., тем не менее, на конец 1-го полугодия 2012 г. поднявшись до 284 млрд руб., что, впрочем, несколько ниже значения 1-го полугодия 2011 г. Показатель чистый долг к EBITDA, снизившись до 0,6х в 2011 г. с 2,0х в 2008 году, в первом полугодии 2012 г. составил 0,7х, как и в аналогичном периоде 2011 г. В целом, кредитные метрики компании последние годы непрерывно улучшались, а динамика первого квартала 2012 г. говорит о возможности продолжения этой тенденции.



Структура долга: РЖД переходит на евробонды. За последние 4 года доля локальных облигаций в структуре совокупного долга компании сократилась до 41% на конец 2012 г. с 66% в 2008 году, тогда как доля займов в евробондах выросла до 38% с нулевой отметки. Компания продолжает стратегию на диверсификацию источников финансирования и пользуется низкими ставками на рынке еврооблигаций для привлечения ликвидности. В конце января 2013 года «РЖД» разместила 5-летние евробонды на 525 млн швейцарских франков под 2,18% годовых и 8-летние еврооблигации на 150 млн франков под 2,73% годовых. До этого компания выходила на международный рынок капитала в октябре 2012 года с доразмещением рублевых евробондов на сумму в 12,5 млрд руб. под 8% годовых и размещением евробондов в долларах на \$400 млн под 4,05% годовых. В «РЖД» демонстрируют хорошую способность управлять структурой долга, что потребуется



«РЖД» разместить евробонды на 525 млн швейцарских франков под 2,18% годовых и 8-летние еврооблигации на 150 млн франков под 2,73% годовых. До этого компания выходила на международный рынок капитала в октябре 2012 года с доразмещением рублевых евробондов на сумму в 12,5 млрд руб. под 8% годовых и размещением евробондов в долларах на \$400 млн под 4,05% годовых. В «РЖД» демонстрируют хорошую способность управлять структурой долга, что потребуется



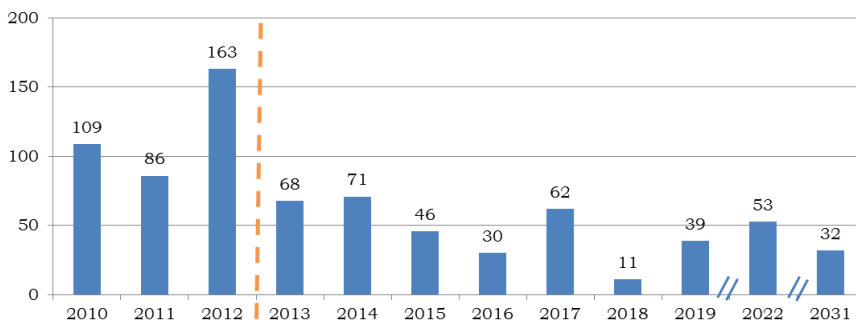
компании после окончания Олимпийских игр в Сочи, когда субсидирование государством постепенно начнет сокращаться.

Предстоящие выплаты: плавность с хорошим запасом.

Выплаты компании по займам в прошлом году составили рекордные 163 млрд руб., однако дальнейшая динамика выплат будет намного более плавной. До 2021 года, когда состоится погашение нового займа,

компании предстоит выплатить 288 млрд руб., причем объем выплат в год не превысит 71 млрд руб. На этом фоне, хотя объем наличности и ее эквивалентов на счетах компании и уменьшился в 2 раза до 113 млрд руб. на конец 2012 г., объем доступных кредитных линий составлял при этом 238 млрд руб. Таким образом, общий запас доступной для компании ликвидности легко покрывает все предстоящие в следующие 8 лет выплаты, что позитивно для кредитных метрик эмитента.

График погашения долга, млрд рублей



Источник: данные компании

Рекомендуем участие. Мы ожидаем высокого интереса инвесторов к размещению евробондов компании в единой валюте, особенно учитывая повышенный спрос на отечественные евробонды последних двух недель и размещение «Металлоинвеста» в среду почти без премии к рынку. Компания сильно зависит от темпов развития экономики, но мы не считаем, что снижение ВВП РФ 2 квартала подряд окажет негативное влияние на интерес инвесторов к евробондам госкомпании. Ориентируясь на динамику выпуска «Металлоинвеста» в четверг, мы ожидаем, что даже несмотря на возможность размещения нового выпуска РЖД-21 без премии к рынку, его цена может подняться выше номинала уже к концу следующей недели. Таким образом, мы оцениваем данное размещение как интересное и рекомендуем инвесторам участие.

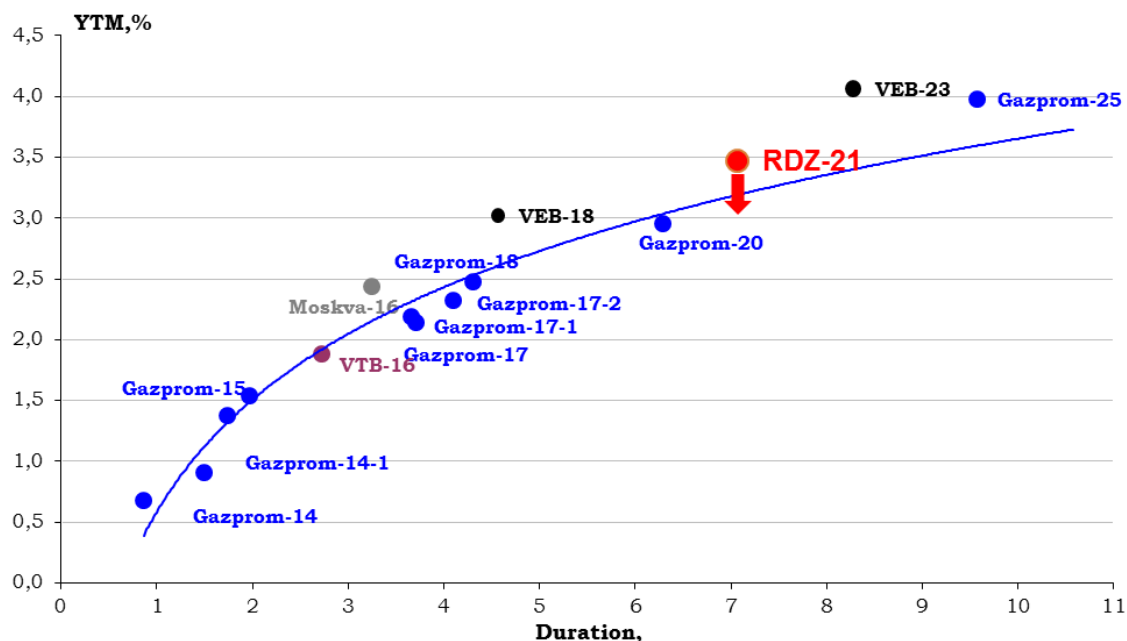
Предыдущий специальный комментарий по компании:

[Специальный комментарий к размещению еврооблигаций ОАО "РЖД"](#)

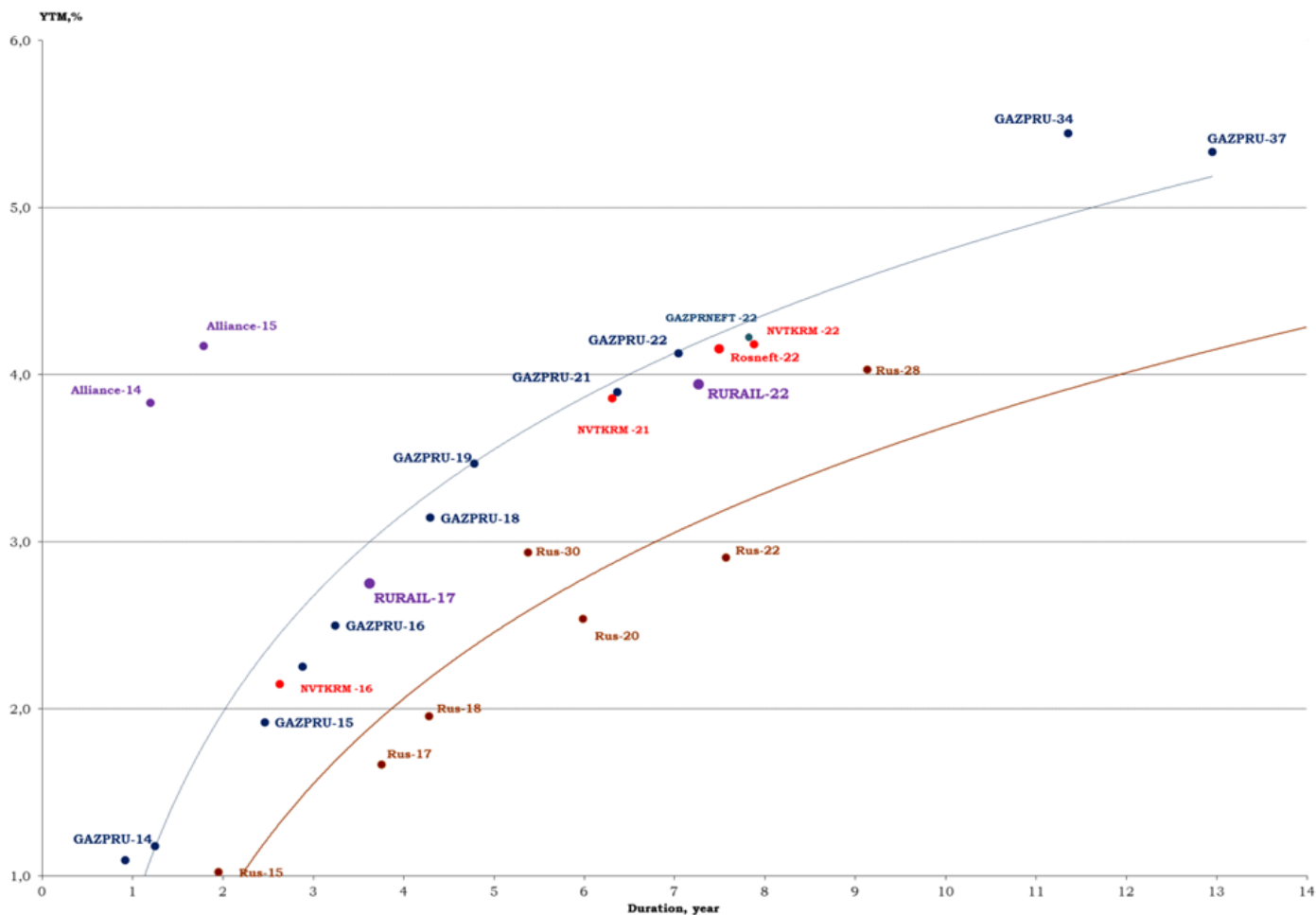
Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, [перейдя по ссылке](#).



Еврооблигации российских эмитентов в евро на 12 апреля 2013 года



Еврооблигации российских эмитентов в долларах на 12 апреля 2013 года



Департамент Аналитики

Павел Василяди Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Вадим Ведерников Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
Александр Черкасов Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 caa@ufs-federation.com
Анна Милостнова Аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Каролина Беломестнова Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 bkv@ufs-federation.com
Елена Селезнева Переводчик	Тел. +7 (495) 781 02 02 evs@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
Илья Хомяков Начальник отдела Репо	Тел. +7 (495) 781 73 05 him@ufs-federation.com
Алексей Куц FI Sales and Trading	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com
Николай Полторанов Репо-Треjder	Тел. +7 (495) 781 73 04 pnv@ufs-federation.com
Игорь Ким Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 05 kim@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 32 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его 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 обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании 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. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его 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. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств 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 ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности 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 ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

