

РАСЧЕТ НА ГОСБАНКИ

Кредитное заключение. Мы по-прежнему считаем риски рефинансирования межрегиональных компаний связи (МПК) умеренными, а обращающиеся облигации этих эмитентов, включенные в список РЕПО ЦБ, – относительно надежными инвестиционными инструментами во втором эшелоне.

Агентство S&P подстраховалось. В начале текущей недели агентство S&P поместило рейтинги ЮТК («В») и Уралсвязьинформа («BB-») в список «credit watch», изменив прогноз их рейтингов со «стабильного» на «негативный». Напомним, что ВолгаТелеком (S&P: «BB-») был первым межрегиональным оператором, прогноз кредитного рейтинга которого агентство изменило со «стабильного» на «негативный» в октябре прошлого года. S&P объяснило пересмотр рейтинга каждой из компаний сходными причинами: повышением рисков, связанных с рефинансированием долга в условиях неблагоприятной конъюнктуры на кредитных рынках. В то же время агентство подтвердило текущие кредитные рейтинги ЦентрТелекома на уровне «В+» и Северо-Западного Телекома («BB-») с прогнозом «стабильный». У Дальсвязи и Сибирьтелекома кредитные рейтинги по версии S&P отсутствуют.

Хотя в целом мы разделяем мнение S&P о повышении рисков рефинансирования для МПК, нам представляется, что агентство просто подстраховалось. По нашему мнению, в среднесрочной перспективе (или до тех пор пока не начнут восстанавливаться кредитные рынки) операторы смогут успешно обслуживать свои долговые портфели, а в роли их основных кредиторов будут выступать госбанки.

Кредитное качество ЮТК и Уралсвязьинформа самое низкое среди всех МПК. У ЮТК и Уралсвязьинформа самая высокая долговая нагрузка среди всех МПК – по нашей оценке, отношение Чистый долг/ЕБИТДА на конец 2008 г. составляло у этих компаний 3,2 и 2,0 соответственно. При этом у Уралсвязьинформа самый большой объем долга в абсолютном выражении: на конец 2008 г. мы оцениваем его в 28 млрд руб. ЮТК же предстоят самые крупные выплаты по публичным заимствованиям среди МПК в 2009 г. – по нашим расчетам, 9,5 млрд руб.

Долговое бремя растет

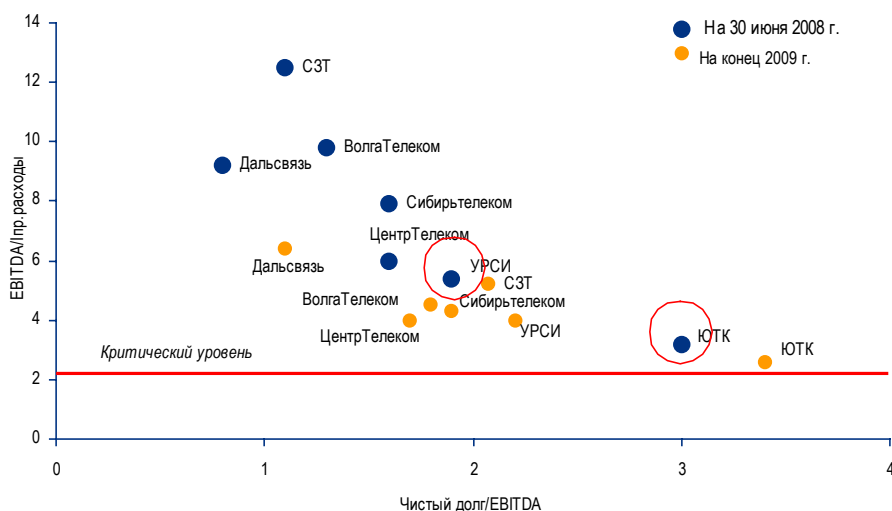
Основные финансовые коэффициенты МПК

		I п/г 08	08П	09П
ЦентрТелеком (В+/NR/В)	Норма ЕБИТДА, %	38,5	37,4	35,9
	Чистый долг/ЕБИТДА	1,6	1,6	1,7
СЗТ (BB-/NR/BB-)	ЕБИТДА/пр. расходы	6,0	4,7	4,0
	Норма ЕБИТДА, %	43,8	38,3	36,5
ВолгаТелеком (BB-/NR/BB-)	Чистый долг/ЕБИТДА	1,1	1,8	2,0
	ЕБИТДА/пр. расходы	12,5	6,2	5,2
ЮТК (В/В1/NR)	Норма ЕБИТДА, %	39,3	37,9	35,2
	Чистый долг/ЕБИТДА	1,3	1,6	1,8
Сибирьтелеком (NR/NR/В+)	ЕБИТДА/пр. расходы	9,2	5,6	4,5
	Норма ЕБИТДА, %	32,3	34,7	33,5
УРСИ (BB-/NR/В+)	Чистый долг/ЕБИТДА	3,0	3,2	3,4
	ЕБИТДА/пр. расходы	3,2	3,0	2,6
Дальсвязь (NR/NR/В+)	Норма ЕБИТДА, %	37,6	35,6	33,5
	Чистый долг/ЕБИТДА	1,6	1,8	1,9
ЮТК	ЕБИТДА/пр. расходы	7,9	6,7	4,3
	Норма ЕБИТДА, %	35,9	32,4	30,6
ЮТК	Чистый долг/ЕБИТДА	1,9	2,0	2,2
	ЕБИТДА/пр. расходы	5,4	4,9	4,0
ЮТК	Норма ЕБИТДА, %	36,8	32,5	30,5
	Чистый долг/ЕБИТДА	0,8	1,1	1,1
ЮТК	ЕБИТДА/пр. расходы	9,2	7,4	6,4

Источники: отчетность компаний по МСФО, оценка УРАЛСИБа

Кредитный профиль ЮТК самый уязвимый среди МПК

Кредитное качество МПК ухудшается



Источники: отчетность компаний по МСФО, оценка УРАЛСИБа

РАСЧЕТ НА ГОСБАНКИ

Действия S&P вполне закономерны. Согласно комментариям S&P, ликвидная позиция Уралсвязьинформа (включая кредитные линии, доступные компании в настоящее время) не покрывает объем задолженности, подлежащий погашению в ближайшие шесть месяцев. Если Уралсвязьинформу не удастся привлечь долгосрочное финансирование для прохождения 19 марта 2009 г. oferty по выпуску УРСИ-7 на сумму 3 млрд руб., рейтинг компании может быть понижен до уровня «B+». Рейтинг ЮТК может быть снижен на одну или несколько ступеней, если компания не сможет рефинансировать обязательства с наступающими сроками погашения: ЮТК необходимо погасить 11 млрд руб. во II полугодии 2009 г. и, по информации компании, в настоящее время у нее недостаточно денежных средств и невыбранных подтвержденных кредитных линий для выполнения данных обязательств. Несмотря на комментарии S&P, мы не испытываем особого беспокойства по поводу кредитоспособности Уралсвязьинформа, ЮТК, равно как и других МРК.

У ЮТК самый большой объем выплат по публичному долгу в 2009 г.

График погашения долга МРК, млн руб.

	Март	Апр	Май	Июнь	Июль	Авг	Сент	Окт	Нов	Дек	2010	Позже
Уралсвязьинформ	3 000								2 000		2 000	
Сибирьтелеком			2 000					3 240				6 250
ЮТК				3 500				3 500		2 500	2 000	
Северо-Западный Телеком												4 800
Дальсвязь				450								2 000
ВолгаТелеком							3 000			2 400	1 840	
ЦентрТелеком						5 623					4 140	3 000

Источники: Sбonds, оценка УРАЛСИБа

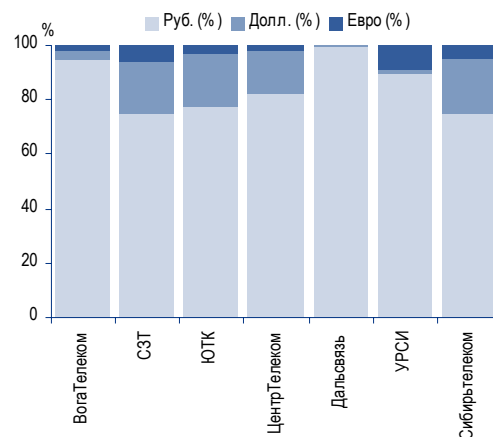
Условные обозначения:

Рублевые облигации
Еврооблигации

Обесценение рубля – не повод для беспокойства. В связи с обесценением рубля относительно бивалютной корзины многие российские компании, активно привлекавшие дешевое внешнее финансирование, но получающие в основном рублевую выручку, столкнулись с возросшими валютными рисками. Но, хотя МРК получают 100% доходов в рублях, погашение валютного долга не должно создать для них серьезных проблем. По состоянию на конец I полугодия 2008 г. наиболее высоким валютным рискам были подвержены СЗТ и Сибирьтелеком, 25% задолженности которых, по нашей оценке, было номинировано в иностранной валюте. У остальных операторов этот показатель составлял менее 20%. По нашим расчетам, ввиду 35-процентного обесценения рубля относительно бивалютной корзины с июля 2008 г. размер процентных выплат МРК может увеличиться в среднем на 15%, однако мы считаем возросший объем процентных платежей вполне для них посильным. С наибольшими трудностями по обслуживанию процентных выплат может столкнуться ЮТК. По нашим оценкам, возникновение сложностей у МРК вероятно в случае, если покрытие EBITDA процентных платежей снизится до 2,2, учитывая, что в среднем третью часть EBITDA компаниям необходимо направлять на инвестиции для поддержания сетей в рабочем состоянии.

Рынок рублевых облигаций «на замке». До обострения кредитного кризиса МРК успешно привлекали финансирование на рынке рублевых облигаций, и на долю этих инструментов приходится значительная часть их долговых портфелей (в среднем 33%). В настоящий момент рынок рублевых облигаций закрыт для всех категорий заемщиков, если, конечно, не рассматривать возможность технических размещений. Текущий уровень доходностей наиболее ликвидных облигаций МРК с дюрацией более года превышает 20%. По существу, это означает, что для формирования рыночного спроса при размещении бумаг новых серий операторы должны предложить премию к рынку, то есть установить ставку купона выше 20%. Несмотря на то что усредненный кредитный профиль МРК позволяет, согласно нашим оценкам, привлекать долговое финансирование и продолжать операционную деятельность даже при ставке заимствований выше 30%, мы сомневаемся,

Низкие валютные риски
Валютная структура долгов МРК (на 30 июня 2008 г.)



Источники: отчетность компаний по МСФО, оценка УРАЛСИБа

РАСЧЕТ НА ГОСБАНКИ

что операторы готовы принять эти условия, по крайней мере до тех пор, пока у них остаются более приемлемые источники привлечения кредитных ресурсов.

Госбанки в роли основных кредиторов. Подконтрольные государственному холдингу «Связьинвест» (включенному в правительственный список системообразующих организаций), МРК обладают схожими характеристиками кредитного качества. У всех компаний высокие показатели рентабельности (согласно данным отчетности по МФО за I полугодие 2008 г. средняя норма EBITDA составляла у них 37%) и прогнозируемые денежные потоки, поскольку существенная часть выручки операторов (в среднем 40%) обеспечена индексированными тарифами за услуги фиксированной связи. Согласно нашей оценке, средний коэффициент Долг/ЕБИТДА МРК на конец 2008 г. составляет 1,9, что мы считаем умеренным показателем. По нашему мнению, совокупность данных факторов повышает привлекательность МРК как заемщиков с точки зрения банков-кредиторов. Неудивительно, что госбанки достаточно охотно предоставляют им кредитные средства. Только за первые два месяца 2009 г. ВТБ по итогам открытого аукциона предоставил Уралсвязьинформу кредитную линию объемом 1 млрд руб., а Сбербанк и Связьбанк (недавно приобретенный ВЭБом) открыли кредитные линии ВолгаТелекому в объеме 500 млн руб. и 300 млн руб. соответственно. В ходе аукциона верхний предел ставок для Уралсвязьинформа был установлен на уровне 19% годовых (мы полагаем, что фактически средства были привлечены по более низкой ставке), для ВолгаТелекома – на уровне 15,5–16%, что позволяет судить о диапазоне процентных ставок, приемлемом для МРК в сложившихся рыночных условиях. Мы полагаем, что госбанки будут выступать основными кредиторами МРК, по крайней мере в среднесрочной перспективе, особенно учитывая рекомендации правительства банкам с государственным участием в капитале наращивать кредитные портфели не менее чем на 2% ежемесячно.

Основные финансовые показатели МРК

Высокая рентабельность и умеренная долговая нагрузка

	УРСИ (BB-/NR/B+)		Сибирьтелеком (NR/NR/B+)		ЮТК (B/B1/NR)		СЗТ (BB-/NR/BB-)		Дальсвязь (NR/NR/B+)		ВолгаТелеком (BB-/NR/BB-)		ЦентрТелеком (B+/NR/B)	
	I n/r 08	2008П	I n/r 08	2008П	I n/r 08	2008П	I n/r 08	2008П	I n/r 08	2008П	I n/r 08	2008П	I n/r 08	2008П
МСФО, млн руб.														
Выручка	20 019	41 473	18 461	39 181	10 446	22 118	12 455	26 255	7 774	15 455	15 764	31 917	16 937	34 437
ЕБИТДА	7 185	13 425	6 942	13 959	3 374	7 672	5 461	10 060	2 859	5 018	6 202	12 093	6 522	12 892
Чистая прибыль	1 691		2 005		813		2 036		1 115		1 721		2 431	
Совокупный долг	26 043	28 076	22 179	25 341	21 216	25 232	12 819	19 106	5 885	5 982	16 586	19 754	21 446	21 142
Чистый долг	25 505	27 500	19 897	24 444	20 249	24 392	12 129	17 966	4 794	5 700	15 419	19 097	20 434	20 550
Собственный капитал	22 111		19 637		10 139		29 345		9 350		26 732		18 635	
Активы	59 616		52 880		38 046		52 432		19 964		54 323		50 558	
<i>Коэффициенты</i>														
Норма EBITDA (%)	35,9	32,4	37,6	35,6	32,3	34,7	43,8	38,3	36,8	32,5	39,3	37,9	38,5	37,4
EBITDA/проц. расходы	5,4	4,9	7,9	6,7	3,2	3,0	12,5	6,2	9,2	7,4	9,2	5,6	6,0	4,7
Долг/EBITDA	1,9	2,1	1,8	1,8	3,1	3,3	1,2	1,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6
Чистый долг/EBITDA	1,9	2,0	1,6	1,8	3,0	3,2	1,1	1,8	0,8	1,1	1,3	1,6	1,6	1,6
Долг/собств. капитал	1,2		1,1		2,1		0,4		0,6		0,6		1,2	

Источники: отчетность компаний по МСФО, оценка УРАЛСИБА

Биржевые облигации могут стать популярными среди МРК. Мы полагаем, что в нынешнем году и в дальнейшем МРК будут активно использовать биржевые облигации для привлечения долгового финансирования. Биржевые облигации разрешено выпускать компаниям, акции или облигации которых уже обращаются на российских биржах. Процесс регистрации данных бумаг отличается сравнительной простотой и не занимает много времени. В конце 2008 г. сроки обращения биржевых облигаций были увеличены с одного года до трех лет, а в феврале текущего года было принято решение о возможности включения биржевых облигаций, размещенных эмитентами с достаточно высоким кредитным рейтингом (этому критерию в настоящий момент отвечают все МРК), в список РЕПО ЦБ. Все это делает данные бумаги весьма удобным кредитным

РАСЧЕТ НА ГОСБАНКИ

инструментом, в том числе и с точки зрения банков-кредиторов. По сути дела, их размещение может стать удобной формой секьюритизации банковских кредитов и позволит банкам получать под залог данных бумаг фондирование в ЦБ. К настоящему моменту ЮТК уже объявил о планах размещения биржевых облигаций на сумму 10 млрд руб.; СЗТ и Сибирьтелеком планируют выпустить биржевые облигации объемом 4 млрд руб. каждая. Опять-таки, основными покупателями в ходе готовящихся размещений, скорее всего, станут госбанки. Необходимо отметить, что, если ЮТК успешно разместит зарегистрированный объем биржевых облигаций, проблема рефинансирования краткосрочного долга компании будет решена.

Связьинвест может поддержать МРК через другие свои дочерние компании. В начале 2009 г. Связьинвест объявил, что рассматривает возможность оказания поддержки МРК через другие свои дочерние компании. Самым вероятным кандидатом, на наш взгляд, является Ростелеком, денежная позиция которого в настоящий момент равна приблизительно 575 млн долл., благодаря чему он может стать кредитором межрегиональных операторов. Однако в этом случае Ростелеком не сможет провести сделку по приобретению Скай Линка, так что вопрос остается открытым. Возможны и иные варианты поддержки: Связьинвест ведет переговоры с госбанками о возможности предоставления МРК комплексного рефинансирования. По нашему мнению, вероятность того, что Связьинвест сумеет найти решение, взаимоприемлемое для обеих сторон (т.е. для банков и операторов), достаточно велика, особенно в свете того, что в настоящий момент обсуждается возможность консолидации государством 100% акций холдинга.

Облигации ЮТК: самая высокая доходность среди МРК. Среди обращающихся выпусков МРК облигации ЮТК предлагают самую привлекательную доходность (20% и выше в зависимости от дюрации), что отражает более низкое кредитное качество эмитента по сравнению с остальными региональными операторами. На текущих уровнях доходностей мы считаем облигации ЮТК хорошим выбором среди бумаг второго эшелона для инвесторов, обладающих избытком рублевой ликвидности. Мы полагаем, что эти бумаги, скорее всего, останутся в списке РЕПО ЦБ, даже если кредитные рейтинги эмитента будут снижены.

Рублевые облигации МРК
Выпуски ЮТК торгуются с самой высокой доходностью



Источники: ММВБ

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Екатерина Губина, ст. вице-президент, gubinaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bog_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Ксения Харитоновна, аналитик, kharitonovko@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Олеся Власова, vlasovaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Недвижимость

Эльдар Вагабов, vagabovem@uralsib.ru

Промышленный сектор

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru
Наталья Сорокина, sorokinani@uralsib.ru

Потребительский сектор

Наталья Смирнова, smirnovana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Натан Гарденер (англ. яз.), gardenern@uralsib.ru
Кэролайн Мессекер, messekkark@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru,
Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru,
Юлия Прокопенко, pro_ja@uralsib.ru, Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение сделать 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 2008