



10 августа 2009 г.

Аналитический обзор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Синтерра: комментарий к оферте

Сегодня состоится оферта по дебютному выпуску рублевых облигаций Синтерры

Сегодня состоится оферта по дебютному облигационному выпуску Синтерры (3 млрд руб) – заявленная ставка купона 17.5%, что соответствует доходности 18.3% к следующей оферте в августе 2010 года. По нашим подсчетам, «в рынке» может оставаться не менее трети выпуска, и ввиду достаточно привлекательной заявленной доходности мы решили проанализировать положение дел в компании и оценить ее перспективы. Мы пришли к выводу, что сохранять позиции в выпуске может быть интересно инвесторам с большим аппетитом к риску по причине существенного потенциала роста цены.

Синтерра – один из крупнейших операторов фиксированной связи в стране

Синтерра контролируется бенефициарными собственниками Промсвязьбанка. Компания входит в число крупнейших операторов связи в стране. Синтерра позиционирует себя как компанию со второй по протяженности после Ростелекома наземной оптико-волоконной сетью (75 тыс км; у Ростелекома - 150 тыс км). Система спутниковой связи компании состоит из 13.5 тыс абонентских терминалов во всех регионах страны. Финансовый профиль компании характеризуется стабильным денежным потоком и достаточно высокой рентабельностью.

Финансовые результаты группы Синтерра по МСФО (млн.\$)

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA	Маржа EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	Чистый долг / EBITDA, раз
2007	449	41%	205	46%	381	1.9	1.8
2008	527	27%	189	36%	429	2.3	2.1
1п2009*	6 512	н.д.	2 690	41%	12 485	2.3	2.0

Источник: данные банков по МСФО, оценки Райффайзенбанка

* По данным управленческой отчетности компании (млн. рублей)

Рентабельность остается на достаточно высоком уровне несмотря на некоторое снижение в 2008 году

Снижение рентабельности по EBITDA в 2008 году произошло по причине запланированного компанией увеличения инвестиций в инфраструктуру, но, по данным управленческой отчетности, в 1п2009 рентабельность Синтерры уже вернулась на прежний достаточно высокий для операторов дальней связи уровень. Стоит отметить, что помимо курсовых разниц, на снижение фактического объема EBITDA в 2008 году повлияла деконсолидация результатов дочернего провайдера РТКомм.ру. Тем не менее, по результатам 2009 года компания ожидает получить выручку в 15 млрд рублей, EBITDA 6 млрд при объеме инвестиционной программы в 3.5 млрд рублей.

Долговая нагрузка умеренная, но в долгосрочной перспективе существуют валютные риски

Долговая нагрузка компании остается на умеренном уровне – 2.3x Долг/EBITDA. Основными кредиторами компании являются Сбербанк и Юникредит банк – причем кредит последнего объемом \$150 млн. с погашением в конце 2011 года может вызывать некоторые опасения с точки зрения валютного риска. По заявлениям менеджмента, структура кредитного соглашения подразумевает, что до начала 2011 года платежи компании привязаны к фиксированному курсу, что несколько смягчает риски компании в краткосрочной перспективе.

M&A активность в 2009 году не сказалась на показателях Синтерры

Как и ожидалось, мы не увидели существенного влияния на показатели Синтерры от сделки по продаже во 2кв2008 года дочернего провайдера РТКомм.ру из-за достаточно низкой рентабельности последнего (маржа EBITDA – 7%). Также, анонсированная в 2008 году сделка по приобретению 100% акций Межрегионального транзиттелекома (МТТ), не привела к росту долговой нагрузки Синтерры. Сделка осуществляется акционерами компании напрямую через кипрский оффшор Synterra Cyprus Limited, который является акционером самой Синтерры.

Более половины магистральных сетей компании на самом деле ей не принадлежат...

Весьма важным с кредитной точки зрения мы находим тот факт, что значительная часть магистральных сетей Синтерры арендуется компанией у других операторов. Синтерра не раскрывает долю арендованных сетей, но, по нашим грубым подсчетам, в собственности компании находится не более половины от их заявленной протяженности, что ставит ее бизнес в зависимость от желания арендодателей продлевать контракты, а также фиксировать арендную плату.

...что является существенным риском для Синтерры...

Примером такой «уязвимости» служит недавний отказ Ростелекома от предоставления Синтерре с 2010 года доступа к своим магистральным сетям в Северо-Западном и пяти других регионах страны. Оценить, в какой степени этот факт может сказаться на показателях Синтерры, представляется достаточно сложным. В структуре выручки Синтерры доминируют услуги телефонии и передачи данных (64%), а 31% приходится на доходы от аренды каналов связи, однако остается неизвестным, какая доля арендованных каналов используется компанией для предоставления услуг связи, а какая – для субаренды.

...последствия реализации которого оценить с точностью не представляется возможным.

Для приблизительной оценки масштаба такого события для Синтерры, отметим, что одновременное снижение чистого дохода от аренды каналов на 50% и доходов по услугам телефонии на 20% в 2008 году привело бы к снижению рентабельности по EBITDA до уровня 21% и росту долговой нагрузки до уровня 3.8 Долг/EBITDA. Однако мы полагаем, что с учетом значительного роста рентабельности компании в 2009 году сокращение арендованной сети компании повлечет менее негативные последствия.

Позитивный момент – высокая вероятность покупки Синтерры оператором «большой тройки»

Ввиду развернувшегося в России процесса консолидации активов сотовой и фиксированной связи, в 2009 году компания испытывает повышенный интерес со стороны операторов большой тройки. Все три оператора находятся в разных стадиях проведения процедуры due diligence Синтерры, в то время как Мегафон уже успел получить одобрение ФАС на приобретение компании. Мы считаем, что на фоне достаточного «скудного» выбора российских активов в области фиксированной связи, вероятность того, что Синтерра будет продана уже в 2009 году, достаточно велика.

Консервативным инвесторам стоит предъявить облигации к оферте,...

В целом мы полагаем, что кредитный профиль компании выглядит довольно устойчиво, однако долгосрочные перспективы бизнеса Синтерры подвергаются существенным рискам, как из-за неопределенности в отношениях с основными арендодателями магистральных сетей, так и относительно высоких валютных рисков. С учетом кредитной линии Сбербанка (агент по оферте) объемом 1.5 млрд рублей, компания обладает достаточным запасом ликвидности для успешного прохождения оферты – и консервативным инвесторам мы рекомендуем воспользоваться этой возможностью.

... однако для инвесторов с большим аппетитом к риску есть хороший шанс заработать

Инвесторам с большим аппетитом к риску стоит сохранить позиции в выпуске Синтерра-1 - в случае, если компания будет продана одному из операторов большой тройки, они могут рассчитывать на существенный ценовой рост облигаций (порядка 400 б.п.). Также, если сокращение бизнеса Синтерры в 2010 году будет умеренным и не повлечет ускоренной амортизации ее кредитного портфеля, то держатели рублевых облигаций окажутся в несколько более привилегированном положении перед банками-кредиторами. Учитывая, что выплаты по наиболее крупным кредитным обязательствам Синтерры приходятся на 2011 год, требования держателей должны быть исполнены в первую очередь – в ходе оферты в августе 2010 года.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaiкова@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.