

## РАЗВЕДКА БОЕМ

### НОВЫЙ ЗАЕМ СТАРОГО ЭМИТЕНТА

УРСИ тестирует рынок облигаций. В четверг, 5 ноября, Уралсвязьинформ (УРСИ) проведет размещение выпуска биржевых облигаций УРСИ БО-1 объемом 1 млрд руб., параметры которого приведены в таблице справа. Напомним, что всего у эмитента к настоящему моменту зарегистрировано десять выпусков биржевых облигаций общим объемом 10 млрд руб. Мы полагаем, что при помощи первого размещения небольшого объема УРСИ лишь оценивает рыночную конъюнктуру и в случае успешного результата, скорее всего, предложит инвесторам более значительный объем бумаг. Привлеченные средства эмитент намерен целиком направить на рефинансирование задолженности, в частности на замещение краткосрочных займов. Ориентир организатора по доходности выпуска находится в диапазоне УТР 11,3–11,8% к двухлетней оферте. Исходя из нашей оценки, справедливый уровень доходности УРСИ БО-1 составляет 11,5–11,6%.

**Заемщик среднего кредитного качества по меркам МРК.** Среди межрегиональных компаний связи (МРК), входящих в холдинг «Связьинвест», УРСИ характеризуется наиболее крупным масштабом бизнеса и превосходит других операторов по объему выручки, но отличается и наиболее высокой долговой нагрузкой в абсолютном выражении. Долговая нагрузка УРСИ, выраженная показателем Чистый долг/ЕБИТДА – также самая высокая среди МРК, за исключением ЮТК (на основании результатов I полугодия 2009 г. по МСФО). При этом по уровню кредитных рейтингов УРСИ можно квалифицировать как заемщика среднего качества – по меркам МРК. Рейтинги компании находятся на одной ступени с рейтингами Сибирьтелекома, Дальсвязи и ЦентрТелекома. Необходимо отметить, что УРСИ – единственный оператор МРК, кредитный рейтинг которого был понижен после начала мирового экономического кризиса (не считая изменений прогнозов по рейтингам). В июне 2009 г. S&P понизило рейтинг компании на одну ступень до уровня «B+» (прогноз по рейтингу – «Стабильный»), указывая в числе основных негативных факторов на низкие показатели ликвидности эмитента.

## ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

### Информация о выпусках

Выпуски	УРСИ БО-1
Объем	1 млрд руб
Дата погашения	01.11.2012
Оферта	09.11.2011 (пут)
Купон	полугодовой
Дата размещения	05.11.2009
Ориентир организатора по доходности (к оферте)	УТР 11,3 - 11,8%
Справедливая доходность*	УТР11,5 - 11,6%

\*Оценка УРАЛСИБа

### Уралсвязьинформ - заемщик среднего кредитного качества по меркам МРК

#### Основные финансовые показатели МРК

	УРСИ (B+/NR/B+)		ЮТК (B/B1/NR)		Сибирьтелеком (NR/NR/B+)		СЗТ (BB-/NR/BB-)		Дальсвязь (NR/NR/B+)		ВолгаТелеком (BB-/NR/BB-)		ЦентрТелеком (BB-/NR/B+)	
	2008	I п/г 09	2008	I п/г 09	2008	I п/г 09	2008	I п/г 09	2008	I п/г 09	2008	I п/г 09	2008	I п/г 09
МСФО, млн руб.														
Выручка	40 691	20 102	21 300	10 898	37 674	19 070	25 176	13 035	16 109	8 544	32 063	16 112	34 794	18 212
ЕБИТДА	13 792	7 899	4 930	3 917	13 095	7 407	10 110	6 083	5 734	3 243	12 004	7 055	14 270	8 686
Чистая прибыль	2 535	1 658	(671)	525	1 529	851	2 561	1 219	2 267	1 435	2 936	1 845	4 220	2 927
Совокупный долг	27 691	26 704	23 322	21 804	24 022	21 987	16 092	15 649	5 687	5 245	17 027	14 992	24 335	25 114
Краткосрочный долг	10 357	12 117	13 740	8 951	11 220	10 178	2 726	7 222	2 481	2 851	7 541	7 100	11 577	10 653
Денежные средства	1 095	1 570	1 541	2 012	1 109	804	1 001	932	554	401	1 678	2 388	570	3 750
Чистый долг	26 596	25 134	21 781	19 792	22 913	21 183	15 091	14 717	5 133	4 844	15 349	12 604	23 765	21 364
Собственный капитал	22 690	23 680	8 557	8 943	19 111	19 456	29 719	30 074	10 500	11 400	27 238	28 345	20 561	22 842
Активы	62 333	63 029	38 161	37 067	54 885	52 579	54 186	54 134	20 885	21 618	54 813	53 677	55 091	59 917
<i>Коэффициенты</i>														
Норма ЕБИТДА (%)	33,9	39,3	23,1	35,9	34,8	38,8	40,2	46,7	35,6	40,0	41,2	43,8	41,0	47,7
ЕБИТДА/проц. расходы	4,8	4,5	2,2	3,3	6,1	4,4	9,5	8,6	9,2	11,5	6,7	6,2	5,3	5,8
Долг/ЕБИТДА	2,0	1,9	4,7	2,9	1,8	1,7	1,6	1,3	1,0	0,9	1,4	1,1	1,7	1,6
Чистый долг/ЕБИТДА	1,9	1,7	4,4	2,6	1,7	1,6	1,5	1,2	0,9	0,8	1,3	0,9	1,7	1,4
Долг/собств. капитал	1,2	1,1	2,7	2,4	1,3	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	1,2	1,1

Источники: результаты компаний по МСФО, оценка УРАЛСИБа

## НОВЫЙ ЗАЕМ СТАРОГО ЭМИТЕНТА

**Существенная доля короткого долга – не причина для беспокойства.**

Краткосрочный долг УРСИ по состоянию на конец I полугодия 2009 г. составлял 12 млрд руб. при денежной позиции, равной 1,6 млрд руб. Именно на значительный объем краткосрочной задолженности указывало S&P в качестве одной из основных причин понижения рейтинга эмитента. В то же время, как отмечало рейтинговое агентство, точку зрения которого мы полностью разделяем, риски рефинансирования УРСИ компенсируются значительным операционным денежным потоком: по итогам I полугодия 2009 г. он составил 7,6 млрд руб. против 7,3 млрд руб. годом ранее. Кроме того, для УРСИ, как и для прочих МРК, остается широко открытым рынок банковского кредитования. Компания поддерживает тесные отношения с гобанками – по состоянию на конец I полугодия 2009 года около 70% банковского долга эмитента приходилось на кредиты Сбербанка и Газпромбанка, а в августе нынешнего года Связь-Банк открыл УРСИ кредитную линию объемом 1 млрд руб. Мы и ранее неоднократно указывали на привлекательность МРК как заемщиков с точки зрения банков-кредиторов, отмечая в частности высокую рентабельность данных компаний, предсказуемость их денежных потоков, которую обеспечивают индексируемые тарифы на услуги фиксированной связи, а также умеренную долговую нагрузку и контроль со стороны государственного холдинга «Связьинвест».

**Продвижение на рынок широкополосного доступа – основной фактор роста.**

Как и у прочих МРК Связьинвеста, доходы от предоставления услуг широкополосного доступа (ШПД) внесли основной вклад в рост выручки УРСИ в I полугодии 2009 г., увеличившись почти на 34% относительно того же периода предыдущего года. При этом их доля в совокупной выручке компании возросла до 15,9% против 11,9% в I полугодии 2008 г. В условиях незначительного охвата населения услугами широкополосного интернет-доступа в России (19% от числа домохозяйств) рынок ШПД в среднесрочной перспективе будет и дальше уверенно расти. Услуги ШПД останутся основным фактором увеличения выручки МРК, которые смогли захватить в этом сегменте лидирующие позиции на региональных рынках и добиться значительного увеличения абонентской базы. В частности, в I полугодии 2009 г. база абонентов широкополосного доступа выросла у МРК в среднем на 70% относительно уровня годичной давности, а выручка от услуг ШПД составила в среднем 19% от ее совокупного объема. При этом необходимо отметить, что в будущем конкуренция со стороны федеральных операторов связи, таких как МТС и Вымпелком, на региональных рынках ШПД вероятно, усилится, особенно в крупных городах.

**Преимущества заимствований на облигационном рынке очевидны.**

Хотя УРСИ и прочие компании МРК могут без особых затруднений привлекать банковское финансирование, региональные операторы связи заметно активизировались на первичном рынке облигаций сразу после того как он вновь открылся для качественных заемщиков второго эшелона. С июля 2009 г. улучшающейся конъюнктурой рынка уже поспешили воспользоваться Дальсвязь, СЗТ и совсем недавно ЮТК. Это неудивительно, ведь в настоящий момент рублевый облигационный рынок позволяет эмитентам, выпуски которых удовлетворяют критериям включения в список РЕПО ЦБ, привлекать кредитные ресурсы на более привлекательных условиях по сравнению с банковским кредитованием. В настоящее время спред к ставкам РЕПО превышает 350 б.п. по большинству корпоративных выпусков качественных эмитентов, что создает для банков хорошие возможности реализации стратегии carry-trade и определяет привлекательность данных инструментов. В качестве примера можно привести недавнее размещение ЮТК – компании удалось привлечь средства на облигационном рынке сроком на два-три года дешевле

*Риски рефинансирования УРСИ компенсируются значительным операционным денежным потоком*

*Услуги ШПД останутся основным фактором увеличения выручки МРК*

## НОВЫЙ ЗАЕМ СТАРОГО ЭМИТЕНТА

11,5% годовых, в то время как незадолго до размещения наиболее низкие ставки по банковским кредитам для компании предлагались на уровне 13,8% годовых.

**Основной риск для инвесторов – навес со стороны «первички».** Необходимо обратить внимание на то, что практически все компании МРК сейчас имеют новые зарегистрированные к размещению выпуски. В случае УРСИ это еще девять выпусков, помимо размещаемого, совокупным объемом 9 млрд руб. Мы полагаем, что межрегиональные операторы связи, как и другие качественные заемщики, планирующие новые облигационные займы, но пока не испытывающие острой необходимости в привлечении финансирования, продолжают выжидать в расчете на дальнейшее улучшение конъюнктуры рынка рублевых облигаций. Однако они, как нам кажется, рискуют просчитаться. Хотя мы не исключаем, что до конца года доходности качественных рублевых облигаций могут снизиться еще приблизительно на 100 б.п. – главным образом благодаря продолжающемуся понижению ключевых ставок ЦБ, давление со стороны первичного рынка нарастает. По нашей оценке, общий объем первичного предложения в бумагах эмитентов высокого кредитного качества до конца года может составить внушительную сумму – 500 млрд руб., пусть и не все из них будут размещаться в «рынок». Навес первичных размещений может уменьшить потенциал снижения доходностей, несмотря на широкие спреды к ставкам РЕПО, а эмитентам вновь придется предоставлять инвесторам премию к рынку, размер которой будет зависеть от объема выпуска. Таким образом, инвесторам, в частности вкладывающим средства в облигации МРК, мы рекомендуем при оценке рисков учитывать также и потенциальный навес со стороны «первички».

**Справедливая доходность УРСИ БО-1 – 11,5–11,6%.** Ввиду короткой дюрации и низкой ликвидности находящиеся в обращении облигации УРСИ не могут служить адекватным ориентиром при оценке справедливой доходности нового выпуска эмитента. Для этих целей мы выбрали относительно недавно размещенные выпуски **СЗТ-6** и **Дальсвязь-БО-5**, которые в настоящий момент торгуются с доходностью около УТР11%, а также совсем «свежие» выпуски ЮТК (УТW 11,2–11,8%). В настоящий момент облигации ЮТК представляются нам слишком дорогими, и мы полагаем, что в момент их размещения в доходности бумаг уже был заложен фактор дальнейшего снижения ЦБ ключевых ставок, пока не учтенный в текущих уровнях доходностей выпусков **СЗТ-6** и **Дальсвязь-БО-5**. Отметим, что кредитные рейтинги ЮТК на две ступени ниже, чем у СЗТ, что делает очевидным необоснованность нулевого спреда между выпусками **ЮТК-БО 1** и более коротким **СЗТ-6**. На наш взгляд, выпуск **УРСИ БО-1** должен предлагать премию по доходности в размере 30–40 б.п. к выпускам эмитентов более высокого кредитного качества – СЗТ и Дальсвязи. Несмотря на одинаковый уровень кредитного рейтинга УРСИ и Дальсвязи по версии Fitch, основные финансовые коэффициенты последнего все же выглядят предпочтительнее. Отметим, что, хотя стартовавший процесс реорганизации Связьинвеста со временем должен привести к сужению спредов между выпусками облигаций МРК до нуля, пока мы считаем это делом достаточно отдаленного будущего. Таким образом, с корректировкой премии на дюрацию мы оцениваем справедливую доходность **УРСИ БО-1** в 11,5–11,6%, что находится в рамках ориентиров, заявленных организатором. Данный уровень доходности предлагает премию в размере около 200 б.п. к кривой облигаций Москвы, что представляется нам справедливой компенсацией за кредитные риски эмитента. В то же время, учитывая небольшой объем размещаемых бумаг, мы полагаем, что УРСИ, как и ЮТК, вполне в состоянии реализовать новый выпуск с доходностью ниже заявленных ориентиров.

См. диаграмму доходностей на следующей странице.

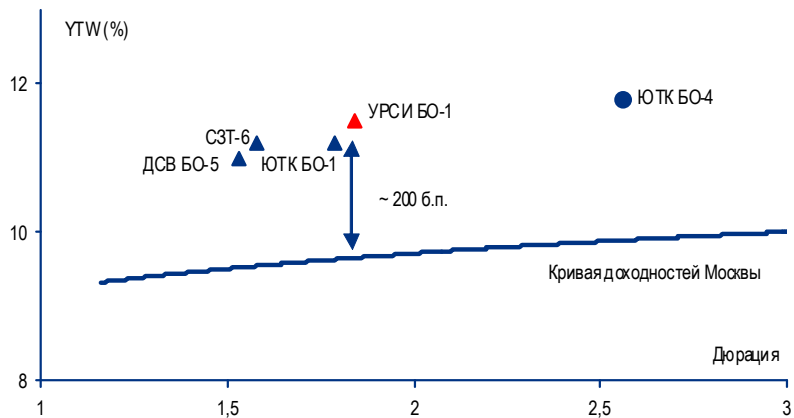
*Навес первичных размещений может уменьшить потенциал снижения доходностей рублевых облигаций, несмотря на широкие спреды к ставкам РЕПО*

*Выпуск УРСИ БО-1 должен предлагать премию по доходности в размере 30–40 б.п. к выпускам эмитентов более высокого кредитного качества – СЗТ и Дальсвязи*

## НОВЫЙ ЗАЕМ СТАРОГО ЭМИТЕНТА

### Справедливая доходность УРСИ БО-1 не ниже УТР 11,5%

Диаграмма доходностей облигаций МРК



Источники ММВБ, оценка УРАЛСИБа

# 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  
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor\_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, grischenkovan@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  
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

# Аналитическое управление

**Руководитель управления**  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myr\_nv@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@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, mishnyakovv@uralsib.ru  
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

### Энергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

### Телекоммуникации/Медиа/

### Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Кирилл Бахтин, baktinkv@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

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

## Редактирование/полиграфия/перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрук, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

## Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. 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 2009