

## НЕ САМОЕ ЩЕДРОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЮТК ИСПОЛЬЗУЕТ МОМЕНТ

ЮТК выходит на публичный долговой рынок с новыми займами. На нынешней неделе Южная телекоммуникационная компания (ЮТК) планирует разместить два выпуска биржевых облигаций общим объемом 3 млрд руб., параметры которых приведены в таблице справа. Средства, привлеченные в ходе размещения, компания полностью направит на рефинансирование кредитного портфеля. Ориентир организатора размещения по доходности составляет УТР11,60–12,10% для выпуска **ЮТК БО-1** и УТМ11,84–12,34% для выпуска **ЮТК БО-4**. Исходя из нашей оценки, справедливый уровень доходности для **ЮТК БО-1** составляет не менее УТР12,5%, а для **ЮТК БО-4** – не менее УТМ13,1%.

**МРК подтвердили свою устойчивость к кризису.** Пример входящих в Связьинвест межрегиональных компаний связи (МРК) демонстрирует устойчивость телекоммуникационного бизнеса к последствиям кризисных тенденций в экономике. По итогам I полугодия 2009 г. все без исключения МРК зафиксировали прирост рублевой выручки – в среднем на 4,6% по сравнению с показателями годичной давности, увеличили EBITDA в среднем на 11% и добились повышения нормы EBITDA в среднем на 3,1 п.п. до 41,8 п.п. Единственным оператором, которому после начала глобального экономического кризиса был понижен кредитный рейтинг (не считая изменений прогнозов по рейтингам), стал Уралсвязьинформ – весной 2009 г. S&P понизило рейтинг компании на одну ступень до «B+» (прогноз по рейтингу – «Стабильный»).

## ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

### Информация о выпусках

Выпуски	ЮТК БО-1	ЮТК БО-4
Объем	2 млрд руб	1 млрд руб
Дата погашения	17.10.2012	18 октября 2012
Оферта	21.10.2011 (сут)	22.10.2011 (кол)
Купон	квартальный	квартальный
Дата размещения	21.10.2009	22.10.2009
Ориентир организатора по доходности	11,6 - 12,1%	11,84 - 12,34%
Справедливая доходность*	<b>12,50%</b>	<b>13,10%</b>

\*Оценка УРАЛСИБа

### Кредитный профиль ЮТК слабее, чем у других МРК

#### Основные финансовые показатели МРК

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

**Кредитное качество ЮТК ниже, чем у других МРК...** Кредитный профиль ЮТК был и остается самым слабым среди межрегиональных компаний связи. Несмотря на существенное улучшение положения в I полугодии 2009 г. (в частности, с конца 2008 г. компания добилась уменьшения чистого долга почти на 2 млрд руб. до 19,8 млрд руб. и снижения долговой нагрузки в терминах Чистый долг/EBITDA за тот же период с 4,4 до 2,6), в сравнении с другими МРК кредитные коэффициенты ЮТК все еще смотрятся не слишком убедительно. Это

**НЕ САМОЕ ЩЕДРОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

отражается и в кредитных рейтингах эмитента – самых низких среди семи межрегиональных операторов.

**...но риски рефинансирования невысоки.** Основу краткосрочного долга ЮТК на конец I полугодия 2009 г. составляли два облигационных займа **ЮТК-3** и **ЮТК-4** общим объемом 4,7 млрд руб. (с учетом амортизации) с погашением до конца текущего года. Выпуск **ЮТК-3** уже был погашен 13 октября, а дата погашения **ЮТК-4** – 9 декабря 2009 г. К настоящему моменту компания уже полностью решила вопрос с рефинансированием краткосрочной задолженности – по состоянию на конец I полугодия ЮТК располагала денежными средствами на балансе в размере 2 млрд руб., а во II полугодии эмитенту были открыты новые кредитные линии в Банке Москвы и ВТБ на общую сумму 6 млрд руб. Таким образом, госбанки продолжают активно кредитовать ЮТК, как и остальные МРК. Это не вызывает у нас удивления, принимая во внимание хорошие характеристики МРК как заемщиков, в частности высокую рентабельность этих компаний, предсказуемость их денежных потоков, которая обеспечивается индексируемыми тарифами за услуги фиксированной связи, а также умеренную долговую нагрузку и контроль со стороны государственного холдинга «Связьинвест». О том, что партнерство между МРК и госбанками становится более тесным, мы писали еще в марте 2009 г. в нашем специальном обзоре «МРК: расчет на госбанки»: ([http://st.finam.ru/ipo/comments/\\_090306\\_FI\\_IRs.pdf](http://st.finam.ru/ipo/comments/_090306_FI_IRs.pdf)).

**Компания прогнозирует улучшение финансового положения.** Исходя из представленных ЮТК финансовых прогнозов, в 2010–2011 г. компания намерена снижать объем своего чистого долга в среднем на 3 млрд руб. ежегодно. К 2014 г. она планирует сократить чистый долг почти вдвое с уровня 2009 г. (до 12,8 млрд руб.), а долговую нагрузку в терминах чистый долг/ЕБИТДА снизить до 1,1 с 3,0 в нынешнем году. ЮТК также прогнозирует повышение рентабельности по ЕБИТДА с 35,3% в 2009 г. до 40,3% в 2014 г. Добиться улучшения показателей компания рассчитывает как за счет дальнейшего развития новых услуг связи (ШПД, Wi-Fi, Wi-Max) и сервисов нового поколения, так и благодаря сокращению операционных издержек и повышению эффективности управления оборотным капиталом.

**Ожидается улучшение кредитных метрик**

Прогноз УРАЛСИБа: финансовые показатели ЮТК в 2009-2014 гг.

РСУБ, млн руб.	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	20 884	21 892	22 737	24 066	25 695	27 128	28 349
ЕБИТДА	6 367	7 728	8 504	9 097	9 893	10 688	11 425
Чистый долг	22 981	23 415	20 154	17 284	16 026	16 460	12 796
Собственный капитал	15 325	16 374	17 079	18 387	19 785	21 947	25 591
Инвестиции	4 752*	1 755	3 974	4 420	4 239	4 327	4 714
<i>Коэффициенты</i>							
Норма ЕБИТДА (%)	30,5	35,3	37,4	37,8	38,5	39,4	40,3
Чистый долг/ЕБИТДА	3,6	3,0	2,4	1,9	1,6	1,5	1,1
Чистый долг/собств. капитал	1,5	1,4	1,2	0,9	0,8	0,8	0,5

\*Показатели отчетности по МСФО

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Экспансия на рынок ШПД – основной фактор роста.** В условиях низкого проникновения услуг широкополосного доступа в Интернет в России (19% от числа домохозяйств) рост рынка ШПД в среднесрочной перспективе будет продолжаться уверенными темпами и останется основным фактором увеличения выручки МРК. Благодаря контролю над инфраструктурой последней мили и возможности предоставлять услуги по технологии ADSL, не требующей значительных капитальных затрат, МРК смогли добиться лидерства на

## НЕ САМОЕ ЩЕДРОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

региональных рынках ШПД и продемонстрировать значительный рост абонентской базы. В частности, в I полугодие 2009 г. база пользователей широкополосного доступа выросла у МРК среднем на 70% относительно соответствующего прошлогоднего показателя, а выручка от услуг ШПД в среднем составила 19% в общей выручки МРК. На период 2009 – 2014 г. ЮТК прогнозирует средний ежегодный прирост абонентской базы ШПД на уровне 21,3%. Отметим, что в будущем конкуренция со стороны федеральных операторов связи, таких как МТС и Вымпелком, на региональных рынках ШПД должна усилиться, особенно в крупных городах.

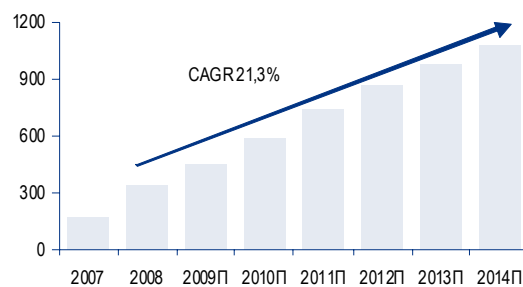
**Размещение облигаций должно помочь снизить стоимость заимствований.** Ставки по банковским кредитным линиям сроком до трех лет, открытым для ЮТК во II полугодии 2009 г., находятся в диапазоне от 13,86% до 15,64% годовых. Исходя же из наших оценок, на рынке облигаций компания сейчас способна привлечь кредитные ресурсы не дороже, чем под 13% годовых. Более низкие ставки на рынке облигаций по сравнению с банковским рынком кредитования сейчас доступны заемщикам высокого качества, имеющим кредитные рейтинги, достаточные для последующего включения их облигаций в список РЕПО ЦБ (что позволяет банкам получать по данным выпускам маржу к текущим ставкам РЕПО). По оценкам ЮТК, замещение более дорогих кредитных ресурсов в том числе за счет средств, привлекаемых в настоящее время на рынке облигаций, должно позволить компании снизить средневзвешенную ставку по рублевому кредитному портфелю в 2010 г. до 10% (на 2009 г. ориентир компании составляет 12,9%). В 2010 г. ЮТК предполагает снизить процентные выплаты по своему долговому портфелю до 2 млрд руб. с ожидающихся 2,5 млрд руб. в 2009 г.

**Реорганизация Связьинвеста должна привести к исчезновению спредов между выпусками облигаций МРК.** Процесс реорганизации Связьинвеста и формирование на базе Ростелекома новой объединенной компании может стартовать уже в ближайшее время. Необходимым условием для этого является передача в собственность государства блокирующего пакета акций «Связьинвеста», находящегося сейчас у АФК «Система». Принципиальная договоренность между сторонами на этот счет уже достигнута и сделка получила одобрение на высшем правительственном уровне. Согласно последним заявлениям министра связи и массовых коммуникаций РФ Игоря Щеголева, завершение мероприятий по реорганизации Связьинвеста ожидается к весне 2011 г. У нас не вызывает сомнений, что кредитное качество объединенной компании будет выше, чем у любой отдельно взятой МРК. С точки зрения держателей облигаций МРК, реорганизация Связьинвеста может привести к тому, что у инвесторов появится дополнительный пут-опцион. Однако это возможность остается лишь теоретической, учитывая, что юридические детали предстоящей реорганизации пока остаются неизвестными. В то же время процесс объединения МРК определенно должен привести к исчезновению спредов между выпусками их облигаций. Таким образом, облигации ЮТК, которые в силу более низких кредитных метрик эмитента традиционно предлагали самую высокую премию к кривой доходности МРК, имеют наибольший потенциал снижения доходности по мере реорганизации Связьинвеста.

**Справедливая доходность новых облигаций ЮТК – не менее 12,5%.** Ввиду короткой дюрации и низкой ликвидности облигаций ЮТК, находящихся в обращении, мы для оценки справедливой доходности новых выпусков выбрали в качестве ориентиров недавно размещенные выпуски **СЗТ-6** (УТР 11,2%) и **Дальсвязь-БО-5** (11,9%). Премию за более низкое кредитное качество ЮТК мы оцениваем не менее чем в 50 б.п. по отношению к долговым обязательствам

## ШПД-доступ в числе приоритетных направлений развития

Динамика роста абонентов ШПД-доступа ЮТК



Источники: данные компании

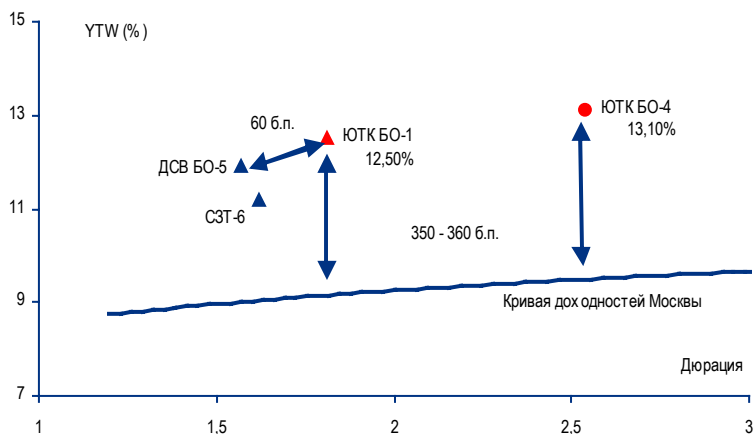
**Облигации ЮТК обладают наибольшим потенциалом снижения доходности по мере реорганизации Связьинвеста**

**НЕ САМОЕ ЩЕДРОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

Дальсвязи. Исходя из этого, справедливую доходность к оферте по выпуску **ЮТК БО-1** (с поправкой на дюрацию) мы оцениваем на уровне УТР12,5%, а по более длинному выпуску **ЮТК БО-4** – на уровне УТМ13,1%. Данный уровень доходностей предполагает премию размером около 350–360 б.п. к кривой доходностей облигаций Москвы и на 40–65 б.п. выше верхних ориентиров доходностей, представленных организатором размещения. В то же время, учитывая относительно небольшой объем размещаемых бумаг и высокий спрос на выпуски, удовлетворяющие критериям включения в список РЕПО ЦБ, мы считаем, что ЮТК в состоянии реализовать новые облигации в рамках ориентиров, заявленных организатором. При всем при том, инвесторам, на наш взгляд, не стоит забывать про существующий навес первичных размещений со стороны эмитента – общий объем зарегистрированных новых серий облигаций ЮТК сейчас составляет 10 млрд руб.

**Премия за более низкое кредитное качество ЮТК – не менее 50 б.п.**

Диаграмма доходностей облигаций МРК



# 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 оферта или предложение сделать оферты. 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