

## Монитор первичного рынка

### Таттелеком: очевидно высокая премия Выпуск облигаций серии 04

Залесская Анастасия  
Zalesskaya\_AV@mmbank.ru

| Эмитент                           | ОАО «Таттелеком»  |
|-----------------------------------|-------------------|
| Серия выпуска                     | 4                 |
| Объем выпуска, млн. руб.          | 1500              |
| Гос. номер                        | 4-04-50049-A      |
| Дата начала размещения            | 08.11.2007        |
| Срок погашения/ оферта, лет       | 1 год/ 5 лет      |
| Дата погашения                    | 01.11.2012        |
| Организатор(ы)                    | ММБ               |
| Место обращения (Listing)         | ММВБ              |
| Web                               | www.tattelecom.ru |
| Прогноз                           |                   |
| Ставка купона, % год.             | 9.52-9.76         |
| Доходность к оферте/ погашению, % | 9.75-10.00        |
| Спрэд к бескупонной кривой, б.п.  | 399-424           |

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Таттелеком является крупнейшим на территории Республики Татарстан оператором проводной электросвязи, предоставляющим услуги зоновой и местной телефонной связи, документальной связи, проводного вещания, Интернет-услуги, а также телематические услуги. Телекоммуникационная сеть Таттелекома охватывает всю территорию республики площадью 68 тыс. кв. км с населением более 3 млн человек. В настоящий момент Таттелеком занимает 73 % рынка фиксированной связи Татарстана и является одним из ведущих Интернет-провайдеров в республике.

Таттелеком отличается высоким уровнем цифровизации (84.2 % по состоянию на середину 2007 г.); для сравнения: значение этого показателя у других МРК в среднем составляет около 70 %. Высокий уровень цифровизации благоприятно отражается на рентабельности оператора, поскольку означает меньшие затраты на персонал.

Разбивка выручки Таттелекома:

- городская и сельская телефонная связь (45.2 %);
- внутризоновая связь (25.5 %);
- услуги присоединения и пропуск трафика (12.4 %);
- новые услуги, в том числе IP-телефония и Интернет (10 %);
- прочее (6.9 %).

В отличие от межрегиональных операторов Таттелеком не входит в состав государственного Связьинвеста: 87.2 % акций компании принадлежит ОАО «Связьинвестнефтехим» (далее сокращенно Синек), которое, в свою очередь, на 100 % контролируется Минимуществом республики Татарстан.

#### Финансовые показатели

Компания не готовит промежуточную отчетность по МСФО, поэтому для целей сравнения мы используем отчетность Таттелекома по МСФО за 2006 г.

Рентабельность по EBITDA Таттелекома (37.8 %) находится у верхней границы рентабельности среди МРК. Объем долга компании составляет всего \$ 54 млн, при этом показатель долг/EBITDA лишь недавно превысил 1X.

В то же время, по объему годовой выручки Таттелеком почти в 3 раза уступает Дальсвязи – самой маленькой по оборотам компании МРК.

Другим отличием от операторов фиксированной связи, входящих в Связьинвест, мы считаем существенно более низкую финансовую и информационную прозрачность Таттелекома (компания Связьинвеста отчитываются по МСФО на полугодовой основе и имеют рейтинги по версии как минимум одного международного рейтингового агентства).

Ввиду перечисленных нами преимуществ компаний Связьинвеста, мы считаем, что облигации Таттелекома должны торговаться с премией не менее 50 б. п. по сравнению с наиболее слабым по кредитному качеству ЮТК и не менее 100-125 б. п. премии к наиболее качественному заемщику среди МРК – Волгателекому. Следует отметить также, что часть выпусков этих эмитентов (ВолгаТел, Дальсвязь, Сибирьтелеком) включены в список «А1»,

#### Плюсы

- Короткий и доходный производный инструмент на риски Республики Татарстан
- Высокая рентабельность по EBITDA и самая низкая долговая нагрузка среди МРК
- Быстрый выход на вторичный рынок (список «В»)

#### Минусы

- Небольшой масштаб бизнеса
- Невысокая финансовая и информационная прозрачность
- Отсутствие кредитных рейтингов

#### Финансовые показатели Таттелекома, \$ млн.

| Показатель          | 2005  | 2006  | H1 2007 |
|---------------------|-------|-------|---------|
| Выручка             | 119.6 | 143.6 | 91.7    |
| EBITDA              | 37.9  | 54.2  | 34.1    |
| Чистая прибыль      | 16.8  | 24.9  | 14.9    |
| Активы              | 266.5 | 317.9 | 288.7   |
| Долг                | 46.5  | 54.6  | 67.7    |
| СК                  | 137.8 | 170.2 | 154.6   |
| Рент-ть по EBITDA   | 31.7% | 37.8% | 37.2%   |
| Чистая рент-ть      | 14.1% | 17.3% | 16.2%   |
| Долг/Выручка*       | 38.9% | 38.0% | 33%     |
| Долг/EBITDA*        | 1.2   | 1.0   | 1.2     |
| EBITDA/Проценты     | 44.4  | 50.1  | 11.2    |
| Долг/Активы         | 17%   | 17%   | 23%     |
| Долг/СК             | 34%   | 32%   | 44%     |
| Долгоср. долг/ Долг | 88%   | 47%   | 60%     |

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

2005-2006 - аудированная отчетность по МСФО

1H07 - неаудированная отчетность по РСБУ

\* в годовом выражении

что также существенно повышает привлекательность данных инструментов.

**Основные финансовые показатели МРК, 2006, МСФО, \$ млн.**

|                     | СибирьТел | Таттелеком   | Дальсвязь | УрСИ    | ВолгаТел | ЦентрТел | ЮТК     | СЗТ     | Среднее |
|---------------------|-----------|--------------|-----------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|
| Выручка             | 1 112.0   | <b>143.6</b> | 401.1     | 1 250.2 | 915.7    | 1 086.5  | 661.8   | 761.0   | 791.5   |
| ЕБИТДА              | 276.7     | <b>54.2</b>  | 100.6     | 346.4   | 321.2    | 396.7    | 236.2   | 244.5   | 247.1   |
| Чистая прибыль      | 42.7      | <b>24.9</b>  | 12.5      | 30.6    | 78.7     | 67.6     | 12.8    | 46.8    | 39.6    |
| Активы              | 1 762.5   | <b>317.9</b> | 658.9     | 2 070.1 | 1 550.5  | 1 573.3  | 1 437.1 | 1 707.5 | 1 384.7 |
| Долг                | 640.0     | <b>54.6</b>  | 216.2     | 876.1   | 447.7    | 760.2    | 728.9   | 364.5   | 511.0   |
| СК                  | 667.1     | <b>170.2</b> | 266.5     | 765.7   | 765.0    | 399.0    | 382.4   | 1 003.3 | 552.4   |
| Рент-ть по ЕБИТДА   | 24.9%     | <b>37.8%</b> | 25.1%     | 27.7%   | 35.1%    | 36.5%    | 35.7%   | 32.1%   | 31.9%   |
| Чистая рент-ть      | 3.8%      | <b>17.3%</b> | 3.1%      | 2.4%    | 8.6%     | 6.2%     | 1.9%    | 6.2%    | 6.2%    |
| Долг/Выручка        | 58%       | <b>38%</b>   | 54%       | 70.1%   | 48.9%    | 70.0%    | 110.1%  | 47.9%   | 62.1%   |
| Долг/ЕБИТДА         | 2.3       | <b>1.0</b>   | 2.1       | 2.5     | 1.4      | 1.9      | 3.1     | 1.5     | 2.0     |
| ЕБИТДА/Проценты     | 5.7       | <b>50.1</b>  | 5.0       | 3.8     | 0.0      | 4.1      | 2.8     | 9.6     | 10.1    |
| Долг/Активы         | 36%       | <b>17%</b>   | 33%       | 42%     | 29%      | 48%      | 51%     | 21%     | 35%     |
| Долг/СК             | 1.0       | <b>0.3</b>   | 0.8       | 1.1     | 0.6      | 1.9      | 1.9     | 0.4     | 1.0     |
| Долгоср. долг/ Долг | 67%       | <b>47%</b>   | 57%       | 74%     | 81%      | 80%      | 33%     | 79%     | 65%     |

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Позиционирование выпуска

Предыдущий рублевый выпуск Таттелекома объемом 600 млн руб. был погашен в мае этого года. Накануне погашения доходность выпуска находилась на уровне 8.5-8.7 %, что на тот момент соответствовало спреду в 280-300 б. п. к кривой ОФЗ и 100 б. п. – к облигациям Дальсвязи.

Поскольку Таттелеком-3 погашен и мы более не располагаем рыночной оценкой долга компании, мы считаем, что прайсинг нового рублевого выпуска должен отталкиваться от доходности выпуска еврооблигаций Связьинвестнефтехим, которые в настоящий момент находятся в обращении.

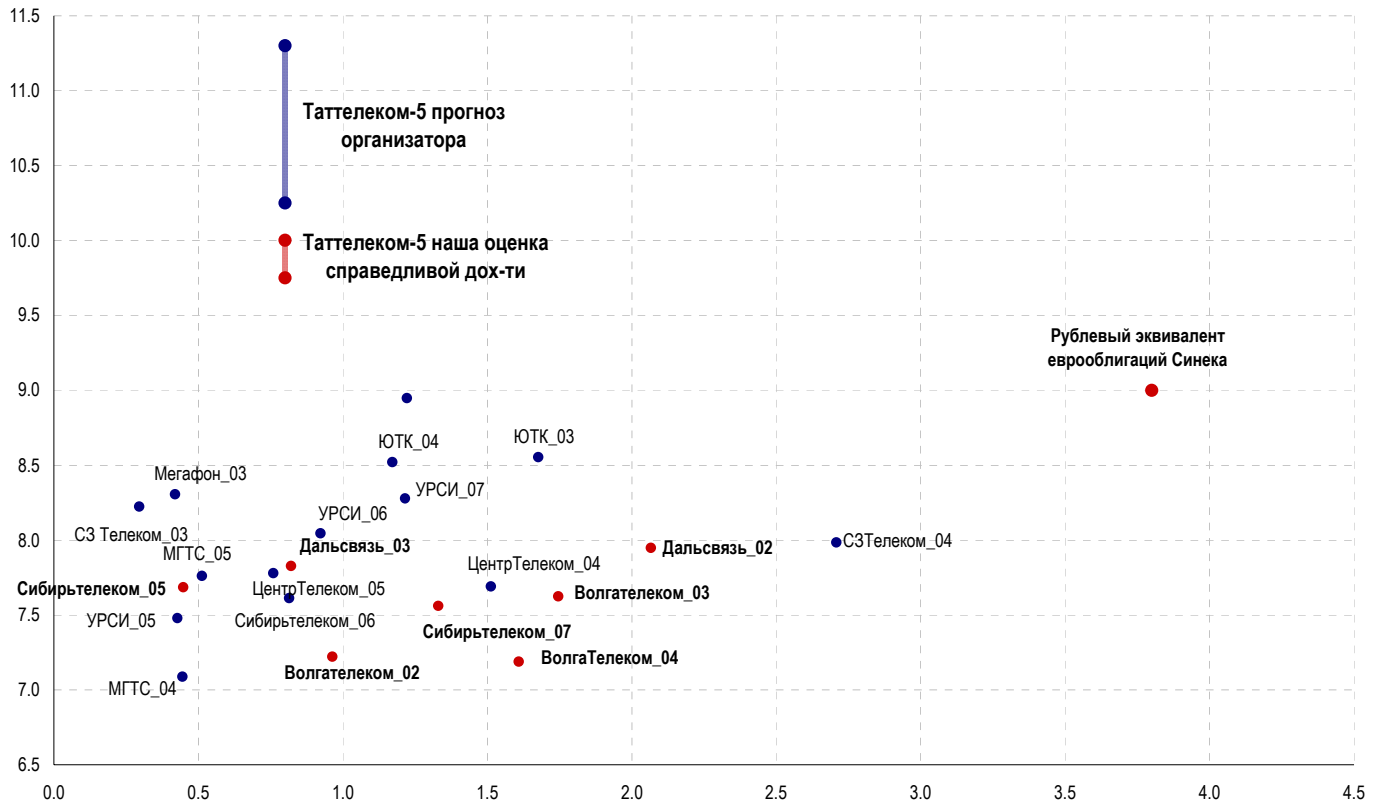
Выпуск объемом \$ 250 млн в настоящий момент торгуется с доходностью 6.94 % к оферте при дюрации 3.85 года. Бумага обладает высокой ликвидностью и довольно популярна среди западных инвесторов в качестве квазисуверенного риска. К тому же, данный выпуск имеет полную гарантию правительства республики.

Помимо Таттелекома, Синеку также принадлежат акции Казаньоргсинтеза, Татнефти, НКНХ, Татэнерго и других крупнейших компаний Татарстана. Наличие довольно высоких рейтингов («Ва1» от Moody's и «BB+» от Fitch – находятся на одном уровне с рейтингами Республики Татарстан) и других привлекательных активов в портфеле Синека делают необходимым наличие премии Таттелекома к Синеку. В то же время мы считаем, что облигации Таттелеком могут считаться производным инструментом на квазисуверенный риск Синека. Справедливую премию между этими эмитентами мы оцениваем в размере 100-150 б. п.

С учетом стоимости хеджирования рублевого риска на 4 года в размере около 200 б. п., доходность 4-летнего рублевого выпуска Синека должна была составить около 9 %. Прибавляя к данному уровню уже посчитанную нами премию, получаем справедливую доходность 4-летнего выпуска в размере 10.25-10.5 %. Поскольку 5-летний выпуск Таттелекома будет иметь годовую оферту, привлекательный диапазон доходности снижается до более низкого диапазона, который мы оцениваем в размере 9.75-10.0 %. Даже эти уровни доходности предоставляют солидную премию к остальным выпускам МРК.

Организатор займа ранее анонсировал довольно широкий диапазон по ставке купона – 10-11 %, что соответствует доходности на уровне 10.25-11.3 %. Мы считаем интересным участие в аукционе, даже в случае если размещение пройдет по нижней границе диапазона, и рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе. По нашему мнению, справедливая доходность годового выпуска Таттелеком-5 с учетом текущих рыночных условий составляет не более 9.75-10.0 %.

Телекоммуникации



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

**Аналитический департамент**  
Тел: +7 495 624 00 80  
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_FI\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)**Химия, минеральные удобрения**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Стратегия**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Отдел анализа рынка облигаций****Стратегия/ кредитный анализ**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)**Стратегия**

Ковалева Наталья

[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)**Кредитный анализ**

Залеская Анастасия

[Zaleskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Zaleskaya_AV@mmbank.ru)**Стратегия**

Чупрына Татьяна

[Chupryna\\_TV@mmbank.ru](mailto:Chupryna_TV@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, 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 документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка 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.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства 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 российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских 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 Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.