

Монитор первичного рынка

Синтерра: дебют в стиле WiMax

Леонид Игнатьев
ignatiev_LA@mmbank.ru

Об эмитенте в несколько строк

Группа «Синтерра» (далее – Синтерра, Группа, компания) – высокотехнологичная телекоммуникационная компания, предоставляющая услуги передачи данных и пропуск трафика в Интернет через собственную волоконно-оптическую сеть и линии спутниковой связи для институциональных клиентов (операторы связи, корпоративные клиенты, государственные организации). В этом году компания начинает работать в сегментах «фиксированная междугородняя/международная связь» и «беспроводной широкополосный Интернет». Бенефициарами компании являются братья Ананьевы, совладельцы холдинга «Промсвязькапитал», основным активом которого является Промсвязьбанк (BB-/Ba2/B+).

Облигационный займ

Компания выпускает 5-летние облигации на сумму 3 млрд руб., предоставляя годовую оферту. Эмитентом выступает непосредственно ключевая операционная и одновременно холдинговая компания Группы – ЗАО «Синтерра» (54% консолидированной EBITDA), а не «пустая» SPV. Поручителем по займу является вторая по значимости (с точки зрения генерации денежных потоков) компания Группы – ЗАО «Петерстар» (23% консолидированной EBITDA). С учетом выбытия РТКом.РУ, на эти две компании приходится более 4/5 EBITDA Группы. На эмитента и поручителя приходится около 70-80% совокупных активов и 50% основных средств Синтерры.

Операционный профиль

Основное отличие Синтерры от прочих компаний телекоммуникационного сектора, присутствующих на долговом рынке, заключается в том, что компания специализируется на сравнительно новых и очень высокотехнологичных телекоммуникационных услугах, которые не подвержены тарифному регулированию (пример эмитентов - МРК Связьинвеста) и не настолько известны обывателю и среднестатистическому инвестору, как, скажем, сотовая связь (пример эмитентов – «большая тройка» сотовых компаний).

Синтерру можно отнести к альтернативным операторам телекоммуникационного сектора, которые действуют на быстрорастущем рынке высокомаржинальных услуг, нерегулируемых государством и, как следствие, потенциально подверженных рискам значительной конкуренции. Ниши рынка, в которых работает или планирует работать компания, трудно назвать зрелыми, что несколько затрудняет анализ отраслевых кредитных рисков Синтерры.

Среди основных видов деятельности Синтерры на текущий момент мы выделяем:

- предоставление в аренду каналов связи корпоративным клиентам, другим операторам связи, государственным клиентам;
- услуги голосовой связи (IP-телефония);
- широкополосный доступ в Интернет.

Ключевым стратегическим преимуществом Синтерры является построенная с нуля фактически за последние 1.5-2 года наземная магистральная сеть, охватывающая подавляющее большинство регионов России, более современная и технологичная, чем у Ростелекома и Транстелекома, но, правда, и менее протяженная. Основную часть денежных потоков Группы сейчас и в краткосрочной перспективе компании будет давать именно пропуск трафика по собственной федеральной сети (более 30% выручки и более 60% EBITDA Группы по итогам 2007 г.).

Доля таких видов деятельности, как построение и интеграция виртуальных сетей для компаний, предоставление услуг беспроводной связи в формате WiMax, пока невелика, однако на них делается большая ставка. Важно отметить, что Синтерра имеет большое количество лицензий на предоставление услуг WiMax в городах с населением свыше 100 тыс. человек и сопутствующее оборудование.

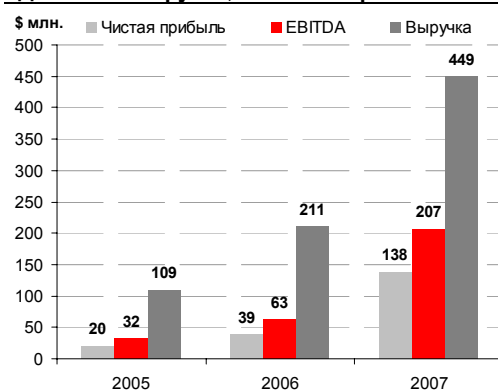
В конце 2008 г. Синтерра намеревается вслед за Ростелекомом занять активное место в предоставлении услуг международной и междугородней связи, это станет возможным благодаря покупке МТТ у АФК «Система» и компании «Гамма Капитал» Дж. Гальмонда, распродающего свои телекоммуникационные активы в России (см. раздел «Инвестиционная программа»).

Параметры выпуска

| | |
|-------------------------------|---------------------------|
| Эмитент | ЗАО "Синтерра" |
| Поручитель | ЗАО "Петерстар" |
| Гос. рег. номер | 4-01-38189-Н |
| Объем выпуска | 3 млрд. руб. |
| Срок обращения | 5 лет |
| Оферта | 1 год |
| Организаторы | Промсвязьбанк, Дойче Банк |
| Листинг | котировальный список "B" |
| Ориентир по доходности | УТР 11.00-11.50% |

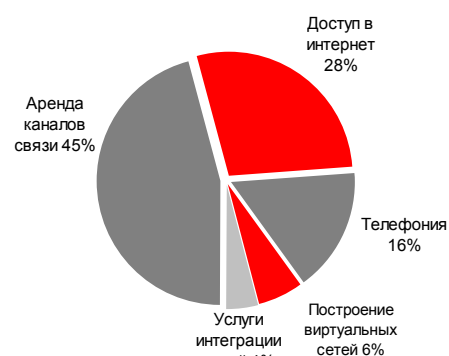
Источник: данные организатора

Динамика выручки, EBITDA и прибыли



Источник: данные компании, расчеты Банка Москвы

Структура выручки в 2007 г. (по видам предоставляемых услуг)*



* - с учетом ОАО «РТКомм.РУ»

Источник: данные компании

В зависимости от основных бизнес-направлений наиболее близкими конкурентами Синтерры в текущем моменте мы считаем РТК, Golden Telecom, Транстелеком, Комстар.

МРК Связьинвеста, ключевая доля выручки и EBITDA которых формируется пока за счет услуг фиксированной связи, в перспективе не являются конкурентами Синтерры, так как даже те альтернативные услуги, которые они развивают, рассчитаны на конечных пользователей (т.н. услуги в сетях «последней мили»). У Синтерры нет цели предоставлять услуги в сетях «последней мили», где конкуренция, как нам представляется, будет наиболее ожесточенной.

Краткий обзор финансового состояния

Синтерра составляет консолидированную отчетность по МСФО. Ее аудитором является представитель Big4. Организатором займа нам была представлена полная отчетность по международным стандартам за 2005-2006 гг. (аудированная) и 2007 год (предварительная, неаудированная).

Беглый взгляд на финансовые показатели Синтерры дает представление о том, что компания очень рентабельна (EBITDA margin выше 45% в 2007 г.) и характеризуется высокими темпами роста выручки (почти 2-кратный рост ежегодно). Такой прирост и в выручке, и в рентабельности вызван преимущественно завершением строительства магистральной сети и ввода ее в эксплуатацию уже в 2007 г. Рентабельность сдачи в аренду каналов связи – самый высокомаржинальный вид услуг (EBITDA margin более 70%): достаточно взглянуть на отчетность ЗАО «Синтерра», которая владеет магистральными сетями и генерирует почти весь денежный поток от сдачи их в аренду. Кстати, именно по причине низкой рентабельности (7% по EBITDA) был продан РТККом.РУ – оператор услуг передачи данных.

Если судить по отчетности, органическое наращивание и покупка новых активов Синтерры происходит в пропорции «1 к 2» за счет собственных средств и заемных ресурсов. На конец 2007 г. долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» не представляла большой угрозы – всего 1.8х.

Мы обращаем внимание, что компания не очень капитализирована: при активах в \$800 млн капитал компании составляет всего \$171 млн, что в 2.3 раза ниже долга. Однако у нас нет оснований полагать, что данный факт говорит о слабости акционерной поддержки Синтерры.

На эмитента и поручителя приходится около \$200 млн основных средств и почти вся внешняя задолженность по кредитам. Насколько мы понимаем, залогом обременено около 66% основных средств юрлиц, участвующих в облигационном займе.

Для удобства инвесторов мы составили pro-forma отчетность Синтерры за 2007 год (см. столбец 2007adj*), как если бы ЗАО «Петерстар» (куплена в середине 2007 г.) и прочие активы были в составе Группы с 1 января 2007 г., а ОАО «РТКомм.РУ» в ней отсутствовала (реально продана Группой во 2 квартале 2008 г.). Как видно, рентабельность Синтерры практически не меняется, а долговая нагрузка при этом почти в 1.5 раза ниже.

Структура выручки в 2007 (по типам клиентов)



Источник: данные компании

EBITDA margin отдельных видов деятельности Синтерры (2007 год)



Источник: данные компании

Основные финансовые показатели ГК «Синтерра», эмитента и поручителя по займу

| \$ млн | ГК «Синтерра» | | | | | 2007 | 2007 |
|--------------------------|---------------|-----------|-------------|----------|-----------|-------|-------|
| | 2005 ауд. | 2006 ауд. | 2007 неауд. | 2007adj* | 2007/2006 | | |
| Отчетность | МСФО | МСФО | МСФО | МСФО | у-о-у, % | РСБУ | РСБУ |
| Выручка | 109 | 211 | 449 | 550 | 113% | 195 | 100 |
| EBITDA | 32 | 63 | 207 | 259 | 230% | 131 | 51 |
| Чистая прибыль | 20 | 39 | 138 | 208 | 251% | 85 | 34 |
| Чистые проценты | 1 | 3 | 18 | 18 | 434% | 8 | - |
| ОСФ | 26 | 68 | 97 | 122 | 43% | 91 | 31 |
| Активы | 114 | 228 | 795 | 770 | 249% | 671 | 292 |
| Основные средства | 48 | 79 | 389 | 370 | 392% | 136 | 57 |
| Долг | 13 | 72 | 388 | 388 | 437% | 254 | 111 |
| Чистый долг | 5 | 32 | 373 | 308 | 1055% | 252 | 109 |
| Собственный капитал | 33 | 60 | 171 | 171 | 185% | 107 | 169 |
| EBITDA margin | 29.0% | 29.7% | 46.1% | 47.1% | | 67.2% | 51.0% |
| Долг/EBITDA | 0.4 | 1.2 | 1.9 | 1.5 | | 1.9 | 2.2 |
| Чистый долг/EBITDA | 0.1 | 0.5 | 1.8 | 1.2 | | 1.9 | 2.1 |
| EBITDA/Проценты | 29.0 | 18.8 | 11.6 | 14.5 | | 16.4 | - |
| Долг/Активы | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | | 0.4 | 0.4 |
| Долг/Собственный капитал | 0.4 | 1.2 | 2.3 | 2.3 | | 2.4 | 0.7 |

* - МСФО 2007adj представляет собой pro-forma отчетность по МСФО, как если бы ЗАО «Петерстар» было в составе Группы с 1 января 2007 г. и без учета результатов ОАО «РТКомм.РУ», проданном во 2-ом кв. 2008 г.

Источник: данные компании, расчеты Банка Москвы

Инвестиционная программа

Синтерра является динамично растущей компанией, с амбициями достичь уровня выручки в \$1.5 млрд в перспективе буквально пары лет, что невозможно без масштабной программы по приобретению новых активов. Компанию интересуют операторы связи, активно пользующиеся услугами Синтерры. На M&A-сделки предусмотрен бюджет \$300-400 млн на 2008-2009 гг., однако, учитывая покупку МТТ, информация о которой просочилась в Коммерсантъ на прошлой неделе (см. выпуск от 23 июля 2008 г.), компании придется увеличить инвестпрограмму как минимум в части M&A. Дело в том, что наша оценка рыночной стоимости МТТ почти вдвое превышает бюджет Синтерры на M&A.

Мы располагаем информацией, что на настоящий момент в ФАС пока подана заявка о покупке 51% МТТ непосредственно Синтеррой. Мы не исключаем, что бенефициары Группы могут оставшуюся часть акций выкупить на себя и внести их в качестве вклада в уставный капитал компании. Такая логика может относиться и к прочим потенциально интересным для Синтерры активам. Данный сценарий был бы позитивно воспринят кредиторами Группы: ведь его реализация избавила бы компанию от дополнительной долговой нагрузки.

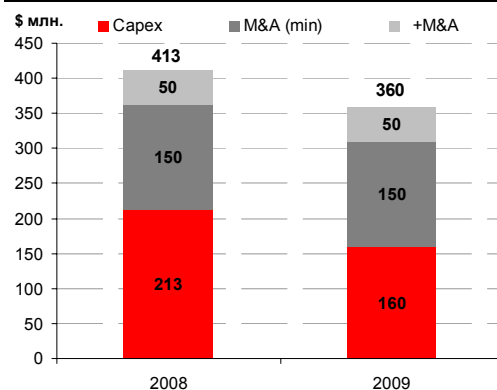
Сарех Синтерры заявлен в размере \$213 млн и \$130-160 млн на 2008-й и 2009 гг. соответственно. Сопоставляя эти цифры с размером OCF за 2007 г. и прогнозом этого показателя за 2008 г., мы приходим к выводу, что даже для обеспечения органического роста в 2008-2009 гг., компания вынуждена будет прибегнуть к заемным средствам.

Если учесть еще сделки M&A, то даже при самом оптимистичном раскладе (см. абзац выше) показатель Чистый долг/ЕБИТДА вплотную приблизится к 3.0x, а при условии, что все покупки (включая МТТ) будут осуществляться непосредственно Синтеррой (базовый сценарий), то ее долговая нагрузка может оказаться значительно более высокой (не ниже 4.5x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА и не более 4.0x в части покрытия процентных выплат). К сожалению, некоторая неопределенность в отношении инвестпрограммы Синтерры делает затруднительной точную оценку долговой нагрузки компании даже на конец 2008 г.

Основные кредитные риски

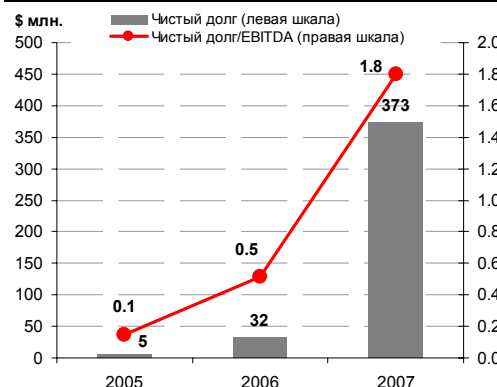
- **Неопределенные «аппетиты» к покупке новых активов** могут привести к значительному росту долговой нагрузки компании. По итогам 2008 г., как мы предполагаем, долговая нагрузка Синтерры вырастет как минимум вдвое.
- **Большая доля основных средств в залоге.** По нашей оценке, стоимость оборудования и основных средств эмитента и поручителя, не обремененных залогом, не покрывает и половины займа.
- **Риски конкуренции в новых сегментах работы Синтерры.** Насколько мы понимаем, в основном сегменте работы компании (пропуск трафика по собственным сетям) после покупки МТТ ключевыми конкурентами Группы станут Ростелеком и Транстелеком – фактически квазигосударственные монополисты. В остальных секторах конкуренция нам видится на порядок более высокой.
- **Небольшой размер компании.** Выручка компании пока не превышает \$500 млн, что на фоне усиливающейся консолидации рынка телекоммуникаций и уже присутствующих там игроков может ослаблять конкурентные возможности Группы.
- **Отсутствие кредитных рейтингов** закрывает выпуск Синтерры дорогу в ломбардный список ЦБ РФ и лишает инвесторов возможности провести формальный сравнительный анализ кредитных рисков различных компаний из сектора телекоммуникации. Последнее особенно важно с учетом того, что кредитного риска, подобного Синтерре, российский долговой рынок еще не предлагал. Из разговора с организатором займа мы поняли, что работа с рейтинговыми агентствами ведется, однако находится в самой начальной стадии, то есть реально появление рейтинга у компании возможно лишь ко времени оферты по займу.
- Новые виды услуг, на которые делает ставку Синтерра, еще требуют значительного времени для технического и финансового освоения, следовательно, существуют **риски значительной задержки начала фактического предоставления тех или иных услуг.**
- **Низкий уровень известности компании.** Для компании, представляющей сферу услуг, данный риск может выражаться в невысоком охвате целевой аудитории либо уходе уже имеющихся клиентов более сильными известными игроками, имеющими государственное лобби (например, Ростелеком и Транстелеком).
- **Очень короткая история компании в ее нынешнем статусе** федерального оператора связи.

Заявленная инвестпрограмма Синтерры на 2008-2009 гг.



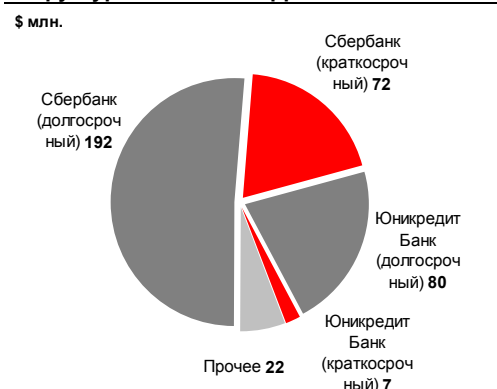
Источник: данные компании

Динамика роста долга и долговой нагрузки Синтерры



Источник: данные компании

Структура долга Синтерры на 01.01.2008 г.

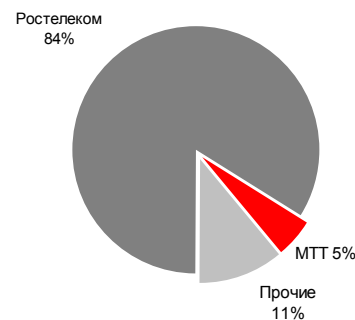


Источник: данные компании

Ключевые факторы поддержки кредитного качества

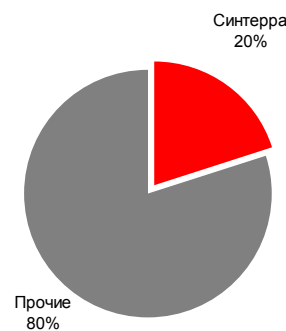
- **Сильные акционеры компании – братья Ананьевы.** По итогам 2007 г. Forbes оценивает их совокупное состояние в \$4.6 млрд. Мы выражаем мнение, что в случае стресс-сценария поддержка компании со стороны акционеров будет очень высока. Наша убежденность подкрепляется тем, что бенефициары Синтерры – известные публичные люди, к тому же, работающие в банковском системе (Промсвязьбанк), где деловая репутация ценится очень высоко.
- **Хорошие рыночные позиции.** Группа «Синтерра», по собственным оценкам, занимает около 20% российского рынка магистральных каналов связи и порядка 45% отечественного рынка услуг операторского доступа в интернет.
- **Высокая операционная рентабельность.** EBITDA margin компании превышает 45% и может сравниться разве что с рентабельностью сотовых компаний. По основному виду деятельности, доля которого в выручке в 2008 г. прогнозируется еще выше, EBITDA margin очень велика (около 70%). Компания генерирует значительный положительный собственный денежный поток (OCF) и не испытывает проблем с разрастанием оборотного капитала.
- **Стройная и понятная холдинговая структура.** Несмотря на то что бизнес Группы, по сути, крайне молод, у Синтерры уже есть ясная холдинговая структура с четким раскрытием бенефициаров.
- **Консолидированная отчетность по МСФО.** С одной стороны, для компании, скорее, 3-го эшелона, коей пока является Синтерра, факт наличия отчетности по МСФО от представителя Big4 представляется хорошим плюсом. С другой стороны, активная деятельность Группы в области слияний и поглощений делает ее недостаточно репрезентативной. Pro-forma отчетность от аудиторов значительно упростила бы анализ финансов Синтерры.
- **Наличие собственной федеральной магистральной сети.** Главный актив – магистральная федеральная цифровая сеть, построенная всего несколько лет назад, – дает Синтерре важное конкурентное преимущество в виде сильной переговорной позиции с компаниями-клиентами. Кроме того, в случае стресс-сценарии такой актив нам представляется достаточно ликвидным и привлекательным для компаний телекоммуникационной сферы, так как сети Ростелекома и Транстелекома морально более устаревшие и менее технологичные.
- **Впечатляющая клиентская база.** В информационном меморандуме к займу приводится внушительный список клиентов Синтерры в части органов законодательной и исполнительной власти, известных операторов связи, компаний, банков.
- **Участие в федеральных программах.** Синтерра задействована в реализации приоритетного национального проекта «Образование» и уже обеспечила цифровизацию и доступ к Интернету более 50 тыс. образовательных учреждений. Насколько мы понимаем, у компании есть предварительные договоренности об участии в стратегически значимых для государства проектах.
- **Эмитентом выступает ключевая операционная компания Группы, а не SPV.**

Расстановка сил на рынке услуг дальней связи (МГ/МН связь) в 2006 г.



Источник: BusinessVision

Доля Синтерры на рынке магистральных каналов связи



Источник: данные компании

Резюме и позиционирование выпуска

В целом мы считаем Синтерру интересным, а самое главное, новым на рынке рублевого долга кредитным риском.

Ключевыми недостатками кредитоспособности компании являются отсутствие рейтинга (по нашим ощущениям, компания может претендовать на рейтинг уровня В+/В1, достаточный для вхождения в ломбардный список), риски роста долговой нагрузки вследствие экстенсивной политики развития и сложно прогнозируемые отраслевые риски в силу высоких темпов роста рынка альтернативных телекоммуникационных услуг и быстрого морального устаревания используемых технологий. Низкий уровень известности компании также не играет на руку эмитенту.

Учитывая продолжающуюся переоценку рисков на рублевом рынке, при определении уровня справедливой доходности выпуска мы в большей мере ориентировались на новые размещения корпоративных заемщиков, новые oferty по выпускам на рублевом рынке, чуть в меньшей степени – на существующую кривую МРК Связьинвеста (9-10% в горизонте 1 года) и выпуск Ситроникса (10.46%), которые кажутся нам переоцененными.

Мы обратили внимание на недавно размещенные биржевые облигации РБК (10.55%). Также

мы принимали в расчет доходность относительно ликвидного выпуска АиФ (12.91%) – эмитента, имеющего тех же бенефициаров, что и Синтерра.

Кроме того, при оценке справедливой доходности Синтерры как частной компании мы обращали внимание, как рынком оценены отдельные квазисуверенные риски, которые при очень слабом финансовом профиле, могут похвастаться таким неоспоримым преимуществом как высокий уровень господдержки. Такие бумаги можно при схожей доходности можно рассматривать как своего рода альтернативу Синтерре. Мы, в частности, ориентировались на одни из максимальных уровней доходности в сегменте «кредитный риск с госучастием» – ПМЗ (12.35%), МиГ (11.44%).

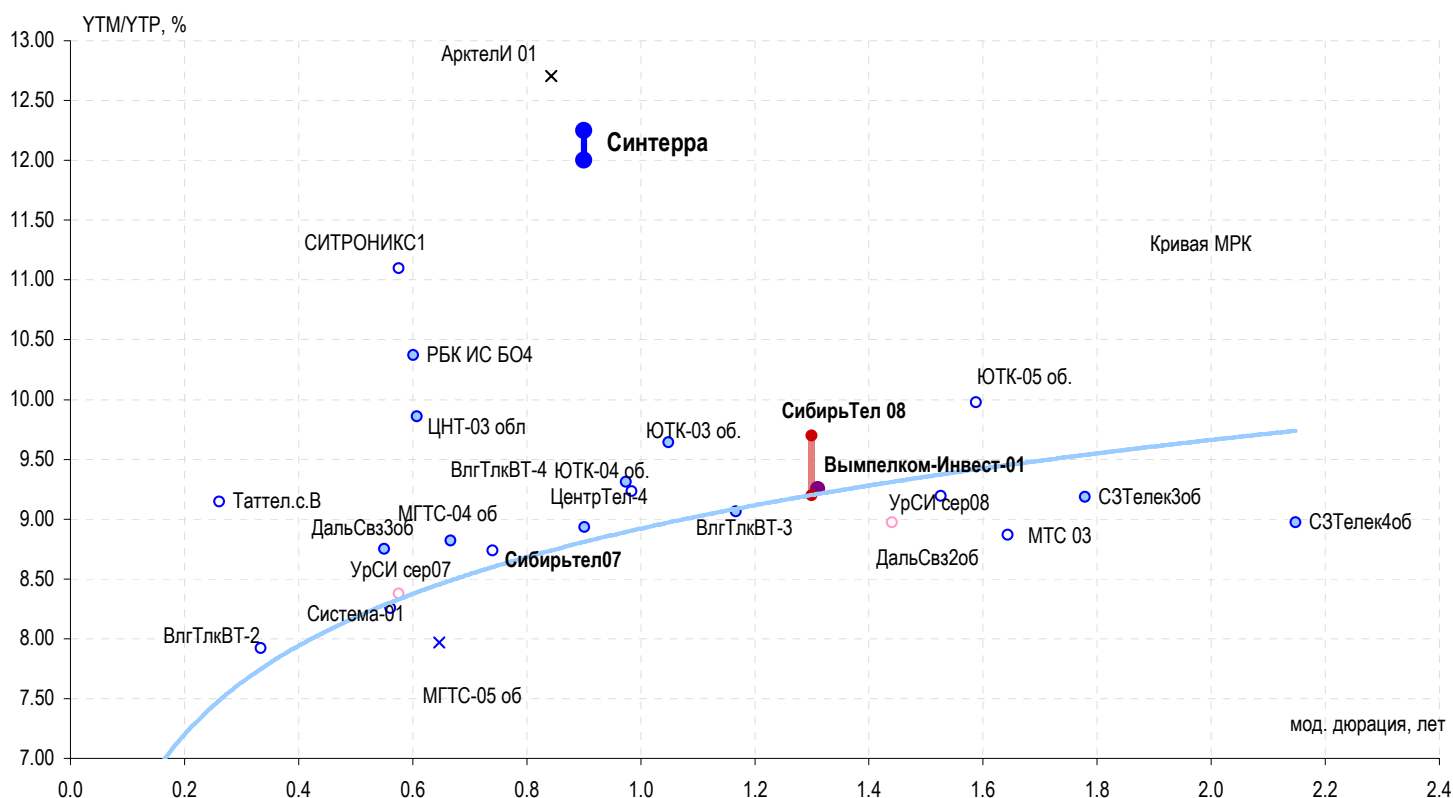
Все вышеуказанные выпуски сопоставимы по дюрации (около 1 года).

Наконец, мы приняли в расчет пятничное размещение Вымпелком-Инвест-1 (9.26% к 1.5-годовой оферте) и свежие ориентиры по доходности нового выпуска Сибирьтелеком-8 (9.2-9.73% к 1.5-годовой оферте).

Мы оцениваем справедливый уровень доходности по облигациям Синтерры в диапазоне 12.00-12.25% по доходности.

Например, премия к анонсированной доходности выпуска Сибирьтелеком-8 в 250-270 бп объясняется более высокой долговой нагрузкой (в контексте 2008-2009 гг.), отсутствием квазисуверенного статуса, меньшими масштабами бизнеса, необходимой премией за дебют и, наконец, «неломбардностью» облигаций Синтерры.

Позиционирование выпуска облигаций Синтерры



Источники: ММВБ, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR @mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI @mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS @mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY @mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY @mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA @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 единственно 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 также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств 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.