

ОБЛИГАЦИИ СЗТ 3-ей СЕРИИ: ПРЕМЬЕРА В СЕКТОРЕ ТЕЛЕКОМОВ

- **3-млрд. выпуск Северо-Западного Телекома с дюрацией 2,6 лет и прогнозируемой эффективной доходностью к оферте 10-10,4% годовых, что соответствует ставке по 1-12-му купону в размере 9,64-10,02% годовых**
- **Высокая оценка финансовой состоятельности компании:** кредитный рейтинг от Standard&Poor's «ruBBB+», рейтинг корпоративного управления на уровне 5.0 (2 место среди МРК)
- **Долговая нагрузка Северо-Западного Телекома является одной из наиболее низких в своем секторе:** доля чистого долга в выручке за 2004 г. по предварительным данным составляет 46,2%, коэффициент Capex/Sales = 31%
- **Выпуск облигаций одной из самых эффективных региональных компаний связи**

• Эмитент, номер эмиссии	СЗТ, 3
• Номинал, валюта	1 000, RUR
• Объем эмиссии:	3 000 000 000, RUR
• Дата начала размещения:	Март 2005
• Цена первичного размещения:	100% от номинала
• Ставка купона:	1 купон устанавливается на аукционе. 2-12 купоны - равны 1 купону. 13 купон определяется до даты выплаты 12 купона. 14-24 купоны - равны 13 купону.
• Периодичность выплаты купона:	4 раз(а) в год
• Дата погашения:	Февраль 2011
• Условия досрочного выкупа:	Февраль 2008, через 5 дней после выплаты 12 купона
• Торговая площадка	ММВБ
• Агент по размещению облигаций:	Организатор - Вэб инвест Банк, со-организатор - АКБ Связь банк

Третий выпуск облигаций Северо-Западного Телекома станет одним из ведущих инструментов телекоммуникационного сегмента российского рынка облигаций. Новый выпуск имеет объем, обеспечивающий высокую ликвидность и интересные для инвесторов параметры.

Дополнительный спрос на облигации СЗТ обеспечит факт премьерного размещения компанией облигаций, которые имеют все шансы стать одной из «голубых фишек», заняв место в портфелях максимально широкого круга участников рынка.

Еще одним позитивным моментом для облигаций СЗТ 3-го выпуска является присвоение им кредитного рейтинга по российской шкале на уровне «ruBBB+» от международного рейтингового агентства Standard & Poor's.

МРК	Кредитный рейтинг международного агентства	РКУ от Standard&Poor's
ВолгаТелеком	В/Стабильный (S&P)	5.1
Северо-Западный Телеком	В-/Позитивный (S&P)	5.0
Уралсвязьинформ	В/Стабильный (S&P, Fitch)	4.9
ЦентрТелеком	ССС+/Стабильный (S&P)	4.8
Дальсвязь	В/Позитивный (Fitch)	4.8
Сибирьтелеком	В+/Позитивный (Fitch)	4.7
ЮТК	ССС+/Негативный (S&P)	4.4

Несмотря на высокую потребность в инвестиционных ресурсах СЗТ до недавнего времени мало использовал возможности облигационного рынка. Финансирование инвестиционных проектов происходило за счет собственных средств (60%) и привлеченных кредитов и займов (40%), в которых доля рыночного долга не превышала 21%. С выпуском шестилетних облигаций ситуация изменится, показатель рыночного долга в общей долговой структуре вырастет до среднего среди телекоммуникационных компаний уровня 31%.

Долговая нагрузка (РСБУ), млн. долл.	2001	2002	2003	3 кв. 2004
Чистый долг	33.9	64.1	107.2	146.5
Краткосрочный долг	3.6	18.5	31.4	47.9
Долгосрочный долг	30.3	45.6	75.8	98.6
Процентные расходы	0.3	6.5	6.5	6.8
Доля долгосрочного долга в обязательствах	89.5%	71.2%	70.7%	67.3%
Капиталовложения (Сарех)	25.3	55.2	117.3	163.1

Финансовое состояние компании оценивается на высоком уровне. В отличие от большинства телекомов СЗТ не обременен долгами: на конец 3 кв. 2004 г.

показатель независимости капитала составляет 64%, отношение чистого долга к выручке не превышает 41%. Прогнозируется, что присоединение к СЗТ ОАО «Ленсвязь» и ОАО «Связь Республики Коми», которое произошло в 3 кв. 2004 г., приведет к 20% росту выручки в 2005 г. и не окажет негативного влияния на долговую нагрузку СЗТ.

	Чистый долг, млн. долл.			Чистый долг / Выручка		
	2002	2003	9 мес. 2004	2002	2003	9 мес. 2004
ЦТК	179.7	433.3	695.8	34.4%	63.6%	111.4%
Северо-Западный телеком	64.1	107.2	146.5	19.9%	26.7%	41.1%
ЮТК	78.4	442.3	761.2	23.3%	100.5%	180.8%
Волгателеком	58.2	157.8	264.3	16.6%	33.0%	57.1%
УрСИ	226.0	381.6	554.0	47.9%	60.0%	92.1%
Сибирьтелеком	64.8	208.4	300.9	62.2%	40.9%	64.2%
Дальсвязь	12.3	80.2	97.0	7.2%	35.9%	44.1%

Используются оценочные данные об объеме капиталовложений Дальсвязи, Сибирьтелекома за 9 мес. 2004 г.

Источник: МРК

	Капитальные вложения МРК, млн. долл.			Капитальные вложения / Выручка		
	2002	2003	9 мес. 2004	2002	2003	9 мес. 2004
ЦТК	153.1	247.7	184.0	29.3%	36.4%	29.5%
Северо-Западный телеком	54.2	97.8	121.5	16.8%	24.3%	34.1%
ЮТК	114.8	361.8	335.4	34.2%	82.2%	79.7%
Волгателеком	111.6	146.7	157.2	31.9%	30.7%	34.0%
УрСИ	159.5	234.7	190.9	33.8%	36.9%	31.7%
Сибирьтелеком	79.7	159.7	107.8	76.5%	31.3%	23.0%
Дальсвязь	111.6	146.7	23.1	65.6%	65.7%	10.5%

Используются оценочные данные об объеме капиталовложений Дальсвязи, Сибирьтелекома за 9 мес. 2004 г.

Источник: МРК

Эффективность финансовой деятельности компании является наиболее высокой в своем секторе, так, отношение EBITDA (по РСБУ) к выручке оценивается в 24%, рентабельность активов составляет 17%. СЗТ планирует поддерживать на высоком уровне показатели рентабельности и в 2005 г. Так, по данным управленческой отчетности на 2005 г. запланировано увеличение доходов на 15%, в то время как расходы согласно ожиданиям вырастут на 12%.

Финансовые результаты (РСБУ), млн. долл.	2001	2002	2003	2004 (предв)	2005 (прогн)
Выручка, \$	131.1	321.9	402.1	533.0	744.4
EBITDA, \$	28.3	33.4	81.9	128.1	177.8
Рентабельность EBITDA	21.6%	10.4%	20.4%	24.0%	23.9%
Операционная прибыль, \$	39.7	84.5	93.0	105.7	166.7
Операционная рентабельность	30.3%	26.2%	23.1%	19.8%	22.4%
Чистая прибыль, \$	12.1	10.4	27.3	46.6	55.6
Чистая рентабельность	9.2%	3.2%	6.8%	8.7%	7.5%
ROE	5.8%	3.0%	7.3%	10.9%	-
EPS, \$ (обыкн. и прив.)	0.0129	0.0111	0.0291	0.0412	-
Операционный денежный поток в расчете на 1 акцию (обык. и прив.), \$	0.00004	0.00004	0.00001	0.00007	-

Основные потоки денежных средств СЗТ формируются из поступлений от оказания услуг местной и дальней телефонной связи, тарифы на которые регулирует государство. Однако в последнее время наблюдается рост доходов, не зависящих от тарифной политики государства. Их вес в совокупных доходах вырос с 12% в 2003 г. до 15% в 2004 г. благодаря росту объемов транзита и приземления через сети СЗТ, а также увеличению доходов от новых услуг связи.

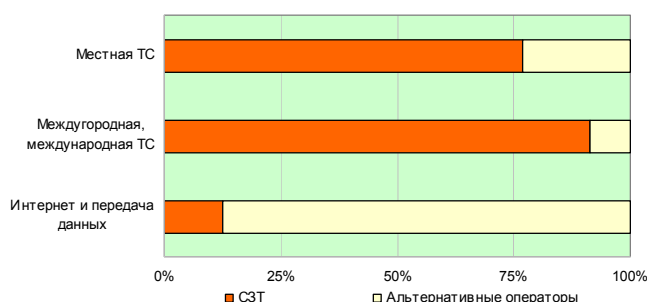
Помимо роста абсолютных значений прибыли наблюдается также улучшение показателей эффективности деятельности СЗТ: прирост доходов на одну линию в 2004 г. составил 30% (152 долл./лин), прирост доходов на одного работника составил 34% (18 300 долл./раб.). Рост эффективности бизнеса СЗТ в первую очередь связан с реализацией инвестиционной программы компании, в результате которой цифровизация сети выросла до 48% и достигла среднероссийского уровня.

Операционные показатели	2001	2002	2003	2004
Количество линий, млн.	1.92	3.61	3.75	4.187
Цифровизация	33.9%	37.1%	41.7%	48.0%
Персонал (среднее за период), чел.	32 066	30 040	27 909	34 735*
Доход на одного работника, \$	н/д	10 303	13 787	18 300
Доход на одну линию, \$	н/д	98	117	152
Чистая прибыль/Линий в эксплуатации, \$/линия	6.3	2.9	7.3	12.1

* увеличение персонала СЗТ в 2004 г. произошло за счет присоединения Ленсвязи и Связи Республики Коми

На фоне невысокой долговой нагрузки компании и последовательного наращивания выручки СЗТ в ближайшие 2 года может стать одной из ведущих компаний фиксированной связи в России. Для этого необходимо проведение достаточно агрессивной инвестиционной политики СЗТ, направленной в первую очередь на повышение уровня цифровизации местной сети и увеличения присутствия компании в сегменте высокорентабельных услуг, таких как доступ в Интернет, передача данных и др. В 2005 г. СЗТ планирует направить на реализацию инвестиционной программы около 5 млрд. руб., причем значительная часть этих средств (78%) будет использована в целях расширения бизнеса.

Доля рынка СЗТ на рынках фиксированной связи и новых услуг



Исходя из требуемых в дальнейшем крупных капиталовложений в инфраструктуру связи, ожидается рост долговой нагрузки СЗТ в последующие 5 лет. Однако на наш взгляд, увеличение размера чистого долга (4,2 млрд. руб. на конец 3 кв. 2004 г.) на 2 млрд.¹ в ходе публичного размещения облигаций не повлечет за собой изменения уровня кредитоспособности эмитента.

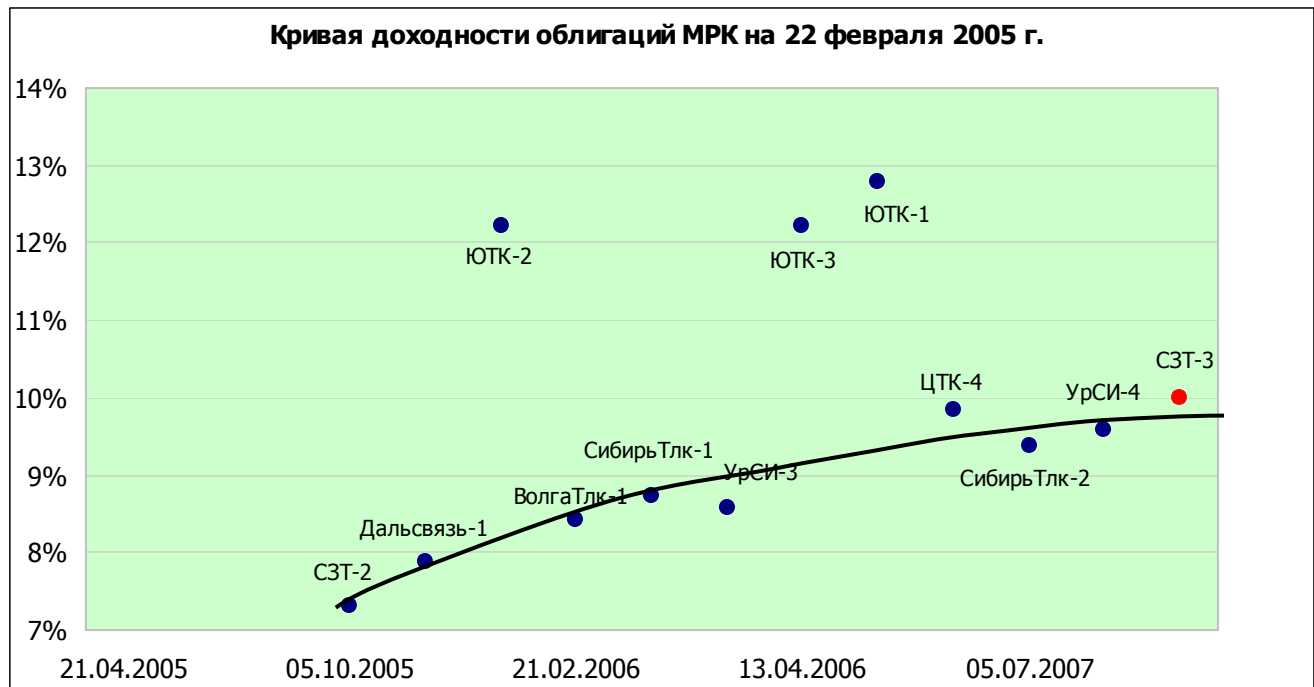
Для СЗТ привлечение 3 млрд. рублей как минимум на 3 года позволит улучшить структуру пассивов, в котором на данный момент преобладают краткосрочные обязательства (21,4% на конец 3 кв. 2004 г.), а также повысит уровень текущей ликвидности за счет пополнения оборотных средств.

Финансовые коэффициенты	2001	2002	2003	2004 (в годовом сопоставлении по данным 3кв)
Чистый долг в пассивах	12.6%	13.5%	18.7%	21.8%
Финансовый рычаг	16.2%	18.5%	28.8%	34.2%
Долг/Выручка	25.8%	19.9%	26.7%	30.8%
Чистый долг/EBITDA	119.5%	191.8%	130.9%	116.6%
Процентные расходы/Чистый долг	0.8%	10.1%	6.1%	4.7%
Долгосрочный долг/Чистая прибыль	250.8%	437.1%	277.6%	201.2%
Текущая ликвидность	142.7%	99.4%	61.9%	86.4%
Отношение операционной прибыли к краткосрочным обязательствам и процентным расходам	1040.7%	338.7%	245.2%	203.7%
Денежные средства/Краткосрочный долг	100.4%	59.9%	29.1%	10.5%
Оборотные активы/Краткосрочный долг	1238.5%	452.0%	247.6%	259.2%

На наш взгляд, выход СЗТ с 3-миллиардным длинным займом выгоден как самой компании, так и рынку в целом. Компания укрепит свою публичную кредитную историю, кроме того, у нее появится более гибкий по сравнению с банковскими кредитами инструмент. Рынок после выхода на биржу СЗТ-3 получит еще один ликвидный выпуск телекомов с большой срочностью займа. В настоящее время длинное крыло телекомов выглядит незавершенным, поскольку представлено только 4-м выпуском облигаций Уралсвязьинформа и 2-м выпуском облигаций Сибирьтелекома.

	Кол-во обращающихся выпусков облигаций	Суммарный объем, млрд. руб.
ЦТК	3	8.2
Северо-Западный телеком	1	1.5
ЮТК	3	6.5
Волгателеком	1	1.0
УрСИ	3	7.0
Сибирьтелеком	2	3.5
Дальсвязь	1	1.0
Всего	14	28.8

¹ 1 млрд. руб. из суммы займа будет направлен на рефинансирование краткосрочной задолженности СЗТ



Ориентиром для СЗТ-3 является УрСИ-4, для которого срок погашения наступит лишь на 2,8 месяца раньше оферты по 3-й серии СЗТ. Без учета того факта, что УрСИ является benchmark и обладает БОЛЬШИМ количеством рыночных выпусков по сравнению с СЗТ, облигации СЗТ-3 и УрСИ-4 не должны отличаться по доходности, поскольку кредитное качество обоих эмитентов фактически одинаково.

Однако мы ожидаем предоставления некоторой премии к рынку со стороны СЗТ в связи с размещением трехмиллиардного займа. Размер премии может составить 0,2-0,4% по доходности к сопоставимому Урси-4 на момент размещения. Кроме этого можно ожидать предоставления аукционной премии со стороны эмитента в размере 0,2-0,4% за счет риска изменения рыночной конъюнктуры в период регистрации проспекта эмиссии.

Таким образом, эффективная доходность к оферте по облигациям СЗТ-3 при размещении может составить 10-10,4% годовых. Исходя из высокого кредитного качества Эмитента и наличия аукционной премии по облигациям размещаемого выпуска мы рекомендуем ПОКУПАТЬ облигации СЗТ-3.

Аналитическую записку подготовили:

- Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств Вэб-инвест Банка

Малиновский Владимир

Тел. (812) 326-13-05 (доб. 1750), E-mail: V.Malinovskiy@web-invest.ru

- Аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств Вэб-инвест Банка

Новикова Юлия

Тел. (812) 326-13-05 (доб. 1753), E-mail: Y.Novikova@web-invest.ru

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как оферта к заключению сделок. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать вышеприведенную информацию как можно более достоверной и полезной, мы не претендуем на ее полноту и точность. Ни «Вэб-инвест Банк», ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые вложения в ценные бумаги, упоминаемые в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых операций с ценными бумагами, упомянутыми в настоящей публикации, могут изменяться вследствие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов.