

# «Южная телекоммуникационная компания» ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

20.10.2009 г.

## Календарь размещений

Анонсированная дата	Эмитент	Серия займа	Объем займа, млрд руб.	Погашение/оферта	Организаторы	Прогноз организатора	Прогноз НОМОС-БАНКА
21 октября	ЮТК	БО-1	2	3 года/ 2 года	Связь-Банк	11.6-12.1%	12.1%
22 октября	ЮТК	БО-4	1	3 года	Связь-Банк	11.84-12.34%	12.34%
27 октября	Каспийская Энергия Финанс	01	1	3 года	Нордеа Банк	17.9-19.4%	19.4%

## «Южная телекоммуникационная компания» (ЮТК)

Александр Полютков  
polyutov\_av@nomos.ru

На этой неделе, 21 и 22 октября, начнется размещение трехлетних выпусков биржевых облигаций ЮТК серии БО–01 объемом 2 млрд руб. и серии БО–04 объемом 1 млрд руб. соответственно. По выпуску серии БО–01 предусмотрена двухлетняя оферта, а по серии БО–04 – call option через 2 года после размещения. Целью привлечения денежных средств на долговом рынке, по заявлению менеджмента ЮТК, является «замещение дорогостоящих заемных средств», привлеченных в разгар кризиса, что подтверждает обозначенный организатором размещений ориентир доходности 11,6–12,1% годовых по выпуску серии БО–01 и 11,84–12,34% по выпуску серии БО–04.

На кануне размещений биржевых облигаций ЮТК провела встречу с аналитиками, на которой новое руководство Компании обозначило свое видение стратегии ее развития, а в первую очередь, решения приоритетной задачи – снижения уровня долговой нагрузки. В ближайшей перспективе менеджмент Оператора планирует сосредоточить свои усилия на повышение эффективности деятельности Компании, как за счет сокращения издержек от операционной деятельности (расходов на персонал, транспорт и пр.), снижения стоимости обслуживания долга, так и наращивания доли «новых» высокомаржинальных услуг связи в консолидированной выручке. Уже с 2010 года ЮТК намерена существенно увеличить объем инвестирования до 3,97 млрд руб. с 1,76 млрд руб. в 2009 году, направляя порядка 85% капвложений на развитие «новых» услуг связи (преимущественно ШПД), что позволит Компании в ближайшее время в условиях снизившейся из-за кризиса конкуренции со стороны федеральных игроков занять долю в данном сегменте около 65–70%. Предполагаемыми источниками финансирования возросшей инвестиционной программы Компании должны стать собственные средства и кредиты от поставщиков оборудования. Согласно прогнозам ЮТК, к 2010 году доля «новых» услуг связи в выручке Оператора должна достичь 29,1% против 21,7% по итогам 2008 года. Кроме того, менеджмент Компании ожидает, что положительный эффект на деятельность ЮТК окажет запланированная на 2014 год зимняя Олимпиада в Сочи, которая будет проходить на территории бизнеса Оператора. ЮТК рассчитывает обеспечить строящиеся Олимпийские объекты и город Сочи необходимой инфраструктурой по предоставлению услуг местной связи, ШПД и др.

### Финансовый профиль

Согласно отчетности ЮТК за 1 полугодие 2009 года в соответствии с МСФО, Компания продемонстрировала положительные результаты деятельности относительно аналогичного периода 2008 года, что проявилось в росте основных финансовых показателей (выручки, EBITDA) и эффективности деятельности, а также сокращении размера

## Облигационные выпуски ЮТК

Серия	04	05
Эмитент	ОАО «ЮТК»	
Поручители	ООО «ЮТК-Финанс»	
Объем	5 млрд руб.	2 млрд руб.
Статус	В обращении	В обращении
Размещение	15.12.05	06.06.07
Погашение	09.12.09	30.05.12
Купон	4 раза в год	2 раза в год
Оферта	-	04.06.10
Текущая ставка купона	10%	7.55%
Текущая доходность	8.19%	11.13%
Прямое РЕПО с ЦБ	Да	Да

Источник: Cbonds, данные Компании

## Рейтинги ЮТК

Рейтинговое агентство	Рейтинг	Дата пересмотра
Standard&Poor's	В/Негативный	22.06.2009
Moody's	В1/Стабильный	05.04.2007

Источник: Cbonds, данные Компании

финансового долга, снижении уровня долговой нагрузки и улучшении временной структуры долга в сравнении с началом 2009 года. Тем не менее, по кредитному качеству ЮТК уступает другим МРК, главным образом по уровню долговой нагрузки (2,8х у ЮТК против 0,9–1,9х у других МРК) и рентабельности (35,9% против 36,6–46,5%).

Финансовые результаты ЮТК в 2008-2009 гг.					
млн руб.	2008	1 пол. 2009	1 пол. 2008	1 пол. 2009/ 1 пол. 2008	1 пол. 2009/ 2008
<b>Основные показатели прибылей и убытков</b>					
Выручка	21 300	10 898	10 446	4.3%	-
Операционные расходы	18 985	8 922	8 952	-0.3%	-
ЕБИТДА	4 930	3 917	3 728	5.1%	-
Чистая прибыль	-671	525	813	-35.4%	-
% к уплате	2 202	1 191	1 218	-2.2%	-
Операционный денежный поток	5 181	3 234	n/a	-	-
<b>Основные балансовые показатели</b>					
Активы	38 161	37 067	38 046	-2.6%	-2.9%
Основные средства	30 656	29 173	31 254	-6.7%	-4.8%
Дебиторская задолженность	1 324	1 377	1 176	17.1%	4.0%
Денежные средства и их эквиваленты	1 541	2 012	967	108.1%	30.6%
Финансовый долг, в т.ч.	23 322	21 804	21 216	2.8%	-6.5%
Долгосрочные займы	9 582	12 853	12 765	0.7%	34.1%
Краткосрочные займы	13 740	8 951	8 451	5.9%	-34.9%
Кредиторская задолженность	3 793	3 695	3 579	3.2%	-2.6%
<b>Основные финансовые коэффициенты</b>					
Рентабельность ЕБИТДА	23.1%	35.9%	35.7%	0.2 п.п.	-
Рентабельность по чистой прибыли	-3.2%	4.8%	7.8%	-3.0 п.п.	-
Финансовый долг/ЕБИТДА	4.73	2.78	2.85	-	-
ЕБИТДА/% к уплате	2.24	3.29	3.06	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа

Среди наиболее значимых моментов итогов деятельности ЮТК в 1 полугодии 2009 года мы отмечаем:

- Рост выручки Оператора на 4,3% на фоне сократившихся на 0,3% операционных расходов. Увеличение размера выручки Компании произошло в основном благодаря наиболее динамичному сегменту услуг по передаче данных и Интернета на 33,5% до 2,724 млрд руб. и местной связи, поступления от которой возросли лишь на 0,9% до 4,754 млрд руб. Первостепенным драйвером роста доходов сегмента передачи данных и Интернета стало активное продвижение услуг широкополосного доступа в Интернет, благодаря чему абонентская база на конец отчетного периода составила 452,7 тыс. абонентов, прибавив с начала года 27,8% или 98,7 тыс. пользователей. Рост поступлений в сегменте местная связь был обеспечен увеличением тарифов с 1 марта 2009 года на 8%.

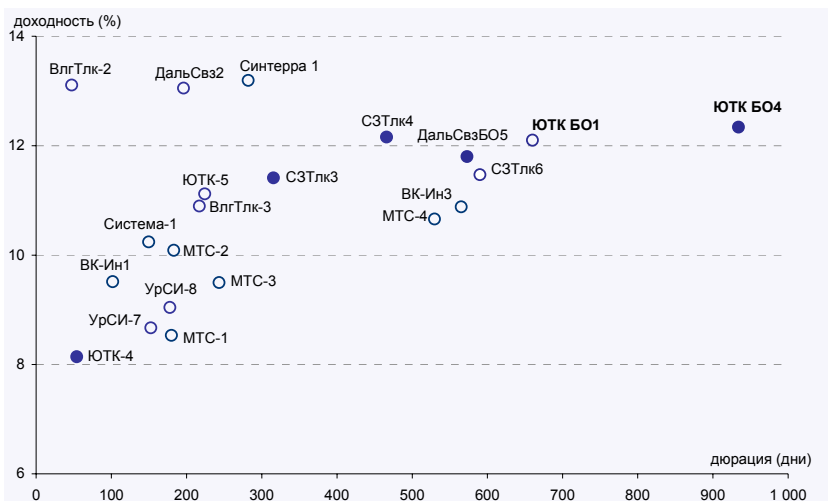
- Рост эффективности деятельности: рентабельность ЕБИТДА достигла 35,9%, прибавив за год 0,2 п.п., при этом показатель ЕБИТДА увеличился на 5,1%. Рост данных показателей стал возможным благодаря контролю за издержками и активному увеличению доли высокомаржинальных услуг связи в совокупной выручке Компании. В то же время Оператор показал значительное сокращение размера чистой прибыли на 35,4% до 525 млн руб. из-за потерь от курсовых разниц в размере 499 млн руб. после переоценки валютного долга в результате девальвации рубля. При этом рентабельность по чистой прибыли снизилась за год на 3,0 п.п. до 4,8%.

- Сокращение с начала года финансово долга Компании на 6,5% до 21,804 млрд руб. и снижение уровня долговой нагрузки по соотношению Финансовый долг/ЕБИТДА с 4,73х до 2,78х. Тем не менее, уровень долговой нагрузки ЮТК остается на самом высоком среди МРК уровне. В отчетном периоде у Оператора произошло позитивное изменение

временной структуры долга – доля краткосрочной части долга снизилась с 59,0% до 41,1% (или 8,951 млрд руб.). Следует отметить, что в текущем году вопрос рефинансирования долга, в том числе погашение двух выпусков облигаций ЮТК серий 03 и 04 общим объемом 4,673 млрд руб., Компанией решен – кроме собственных средств (операционного денежного потока в размере 3,2 млрд руб. за 1 полугодие и денежных средств в 2,012 млрд руб. на конец июня), Оператору удалось привлечь кредитные линии в Банке Москвы на 3 млрд руб. Согласно прогнозам менеджмента ЮТК, Компания в ближайшие три года планирует позитивное для кредитного профиля Оператора поступательное сокращение размера долга (по РСБУ в 2009 году на 13,9% до 20,16 млрд руб.; в 2010 году – на 13,6% до 17,42 млрд руб.; в 2011 году – на 6,8% до 16,23 млрд руб.). Вероятно, уже 2009 год станет подтверждением стремления нового руководства ЮТК снижать уровень долговой нагрузки.

В настоящее время у ЮТК в обращении находится два рублевых выпуска облигаций серии 04 объемом 5 млрд руб. с погашением в декабре 2009 года, а также серии 05 объемом 2 млрд руб. с офертой в июне 2010 года. Данные выпуски Компании являются низколиквидными и вряд ли могут выступить ориентирами доходности для новых биржевых облигаций Эмитента. Среди обращающихся на вторичном рынке выпусков МРК наиболее ликвидными и сопоставимыми по срочности являются недавно размещенные биржевые облигации Дальсвязи серии БО–05 объемом 1,5 млрд руб. и облигации СЗТ серии 06 объемом 3 млрд руб. Текущая доходность выпуска Дальсвязи составляет 12,08% (по итогам торгов на 16 октября 2009 года) к оферте в июле 2011 года и 11,04% к оферте в августе 2011 года соответственно. На наш взгляд, новые биржевые облигационные займы ЮТК должны нести премию к уже торгующимся выпускам вышеприведенных компаний в размере порядка 50–70 б.п., что является логичным, учитывая более слабое кредитное качество Эмитента. Кроме того, на сегодняшний день мы не рассматриваем кредитные риски всех МРК как одинаковые по причине их возможного объединения, поскольку отсутствует окончательная схема их реорганизации. Таким образом, мы считаем, что размещение биржевых выпусков облигаций ЮТК серии БО–1 и БО–4 пройдет по верхним границам, озвученных организатором диапазонов доходностей: 11,6–12,1% годовых и 11,84–12,34% соответственно.

## Связь и телекоммуникации



## «Каспийская Энергия Финанс»

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

В конце октября рынок рублевых бондов может пополниться еще одним именем. 27 октября выпуск на 1 млрд руб. планирует разместить SPV компания группы Каспийская Энергия (далее КЭ). Эмитент относится к третьему эшелону, при этом кредитный профиль Группы мы считаем на сегодняшний день достаточно стабильным. Тем не менее, не всегда в отношении эмитента существующая низкая долговая нагрузка и МСФО перевешивают слабую структуры выпуска, зависимость от ЛУКОЙЛа и непостоянство денежных поток. Об этом более подробно в нашем обзоре первичного рынка.

### Операционный профиль

Деятельность Группы по большей части ориентирована на различные работы на шельфовых месторождениях, прежде всего, на Каспии, где ведется около 90% проектов КЭ. Бизнес Компания делит на: производственный, инжиниринговый, сервисный и обслуживающий дивизионы, а также блок управления проектами. Как мы поняли, основным дивизионом является производственный (85% выручки за 2008 год), где выпускаются платформы и технические средства для освоения шельфа. У производственного блока Группы, представленного Астраханским производственным объединением (АСПО), есть выгодное территориальное преимущество – производственная база расположена в непосредственной близости с Российской частью каспийского шельфа. Согласно данным Группы, в 2008 году доля КЭ на Каспии составляла 35%. Как мы понимаем, причиной тому стала реализация проекта по строительству ледостойкой стационарной платформы (ЛСП) для ЛУКОЙЛа с проектной стоимостью в 15,2 млрд руб. Дальнейшие перспективы Компании связаны преимущественно с указанным именем.

ЛУКОЙЛ является одной из основных компаний, которые развивают северную часть Каспия. Вследствие этого в портфеле проектов Каспийской энергии свыше 70% отведено под заказы ЛУКОЙЛа. На сегодняшний день завершены работы на месторождении им. Корчагина, а перспективы Группы связаны с разработкой ЛУКОЙЛом месторождения им. Филановского (начало добычи в 2013 году), которое является на сегодняшний день крупнейшим из открытых за последние 20 лет месторождений в России. В связи с масштабностью и перспективностью данного проекта в помощь ЛУКОЙЛу может прийти более широкий круг нефтесервисных компаний, что повысит конкуренцию на Каспии и может сказаться на марже Группы. Вместе с тем, мы отмечаем, что на последней встрече Владимира Путина и президента ЛУКОЙЛа, Вагит Аликперов пообещал, что все заказы по Каспию будут размещены на российских предприятиях. В этом случае, скорее конкуренция будет между отечественными компаниями. Суммарно в ближайшие пять лет ЛУКОЙЛ планирует построить на территории Каспия 200 тыс. тн металлоконструкций. Для сравнения, мощности производственного дивизиона Группы Каспийская энергия называются в 31 тыс. тонн металла в год. Общий объем инвестиций в обустройство российских месторождений на российском шельфе оцениваются в 10 млрд долл.

Опираясь на реализацию уже завершеного проекта для Лукойла – ЛСП–1 на месторождении им. Корчагина, мы отмечаем, что работы, в основном были разделены между АСПО, Лукойл–Калининградморнефть, а также астраханской верфью «Красные

баррикады». Полностью работать ЛУКОЙЛу со своей калининградской дочкой не удастся вследствие географической удаленности. В части завода «Красные баррикады», по данным СМИ, Группа заявляла, что планирует получить контроль над предприятием и уже собрала блокпакет, и получила согласие от ФАС на полный контроль над заводом. Мы считаем, скорее всего, дальнейшие производственные заказы на месторождении им. Филановского могут распределиться среди указанных предприятий. Вместе с тем, если в производственном блоке позиции Компании выглядят достаточно стабильно, то в остальных КЭ может столкнуться с ростом конкуренции. Также мы отмечаем, что большая часть проектов КЭ на сегодняшний день не законтрактована, об этом в финансовом профиле Эмитента.

## Финансовый профиль

МСФО, млн руб.	2007	2008	полугодие 2009
Revenue	2 790	11 164	3 326
Operating profit	366	1 147	261
EBITDA	538	1 292	353
Profit for the year	155	235	71
Assets	8 966	8 280	8 548
Total debt	1 468	2 417	2 288
Non current debt	629	539	673
Short term debt	839	1 878	1 614
EBITDA margin	19.3%	11.6%	10.6%
Operating margin	13.1%	10.3%	7.9%
Net margin	5.6%	2.1%	2.1%
Debt/EBITDA	2.7	1.9	1.8

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа

Группа с 2006 года готовит отчетность по МСФО, аудитором которой выступает KPMG. Такую отчетность Компания выпускает раз в год. Нам была доступна отчетность за первое полугодие, которая, по словам менеджмента Компании, «приближена к МСФО». Мы отмечаем, что анализ отчетности довольно проблематичен вследствие неравномерности поступления выручки на различных этапах проектов. Так, 2008 год был наиболее успешным для Компании: выручка составила 11,2 млрд руб. (рост в 4 раза), прибыль от продаж (рост в 3 раза) – 1,1 млрд руб., EBITDA – 1,3 млрд руб. (рост в 2,4 раза). В текущем году Компания ожидает 40% (до 8,1 млрд руб.) сокращения выручки к результатам 2008 года. Согласно пояснениям Эмитента, данный факт обусловлен особенностями отображения выручки Группы при закупке материалов и оборудования для реализации проектов (значительный объем закупок пришелся на 2008 год). Следующий пик выручки прогнозируется в 2013 году в связи с обустройством месторождения им. Филановского. Исходя из cash flow Группы, годовая выручка в 2009–2012 годы будет в пределах 8–9 млрд руб. Операционная рентабельность КЭ в период 2007–2008 годы была в диапазоне 10–13%. Изучая cash flow Компании, мы нашли интересную деталь, согласно которой, в оферту (через год), менеджмент закладывает погашение лишь половины займа. Как нам пояснил финансовый директор КЭ, такая позиция связана с предварительными переговорами с банками, которые планируют покупать бонды Группы. Здесь, вероятно, имеется ввиду позиция организатора выпуска. В случае включения всего облигационного займа в CF, в 2010 году возникает отрицательный денежный поток в размере 485 млн руб. Также представители финансового блока Компании заверили нас, что погашение всего займа возможно за счет лимитов в банках, объем

Портфель проектов 2009–2012 гг.	
Суммарная стоимость	48 648
Нереализованная часть	38 427
Проекты Лукойл	34 830
Незаконтрактованные проекты	29 672

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа

которых составляет на сегодняшний день около 300 млн руб. В условиях прошедших череды дефолтов в сегменте третьего эшелона нас настораживает текущие прогнозы Компании о погашении части выпуска за счет банковских кредитов, которые не всегда бывают оперативно доступны эмитентам, в том числе из указанного выше сегмента. Рассматривая проекты, включенные в CF, мы отмечаем, что суммарный объем заказов, заложенных в отчет на 2009–2012 гг. составляет 38,4 млрд руб., законтрактованными на сегодняшний день являются лишь 23%. Мы понимаем, что деятельность Компании имеет достаточно сложно прогнозируемый характер. Также мы отмечаем сильные позиции Компании в регионе, однако считаем, что в условиях все еще нестабильной конъюнктуры низкий процент законтрактованности несет весомые риски для инвесторов.

Суммарные обязательства Компании на конец первого полугодия составили 2,3 млрд руб., что незначительно ниже уровня на начало года – 2,4 млрд руб. Соотношение Debt/EBITDA составило 1,8х (1,9х на начало года). Обязательства на 70% (1,6 млрд руб.) представлены короткими долгами. По нашим оценкам, на конец года долг возрастет до 2,9 млрд руб., а Debt/EBITDA – 2,8х. В следующем году, без учета oferty по облигационному займу, долг составит 3,6 млрд руб., а Debt/EBITDA превысит планку в 3х и будет 3,2х. Указанные уровни долга мы считаем довольно рискованными для Компании с нестабильным денежным потоком.

## Позиционирование

Одной из слабых сторон выпуска является размещение через SPV. Формально при участии в поручительстве основных компаний Группы данный факт не несет рисков для инвесторов. Однако, как показывает практика, поручительство может быть оспорено. Также размещение через SPV приводит к скудному раскрытию информации о Группе в целом.

Организаторы озвучивают довольно широкий диапазон купона в 17,2–18,5% (YTP 17.94–19.36%). Эмитентов на озвученных уровнях со схожей дюрацией довольно мало на сегодняшнем рынке. Вместе с тем, как бы ни была привлекательна доходность, мы советуем взвесить существующее риски Группы. Для инвесторов готовых к риску мы рекомендуем участие в аукционе по верхней границе диапазона.

# Контакты

<b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
<b>Департамент долговых инструментов</b>	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
<b>Аналитика</b>	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
<b>Департамент операций на финансовых рынках</b>	(495) 797-32-48	
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
<b>Департамент брокерского обслуживания и управления активами</b>	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Гильманов Марат / ext. 3141	gilmanov_mr@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.