

Календарь размещений									
Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Амортизация	Дюрация	Тип размещения	Организаторы	Ориентир организатора по доходности	Рекомендации НОМОС-БАНКА
3 июня 2010 года	ЗАО «Синтерра»	БО-1	5	25% - 728-й день 25% - 910-й день 50% - 1092-й день	2,35 года	book-building (сбор заявок с 17 мая по 2 июня 2010 года)	«Юникредит Банк» «ВТБ Капитал» «Промсвязьбанк»	10,25-11,30%	10,7-11,5%

### ГК «Синтерра»

Александр Полотов  
polyutov\_av@nomos.ru

3 июня 2010 года на ММВБ запланировано размещение трехлетнего выпуска биржевых облигаций «Синтерры» серии БО–1 объемом 5 млрд руб., которое проходит по системе book–building. Сбор адресных заявок, начатый 17 мая, завершится 2 июня 2010 года. Стоит отметить, что даты размещения облигаций и закрытия книги заявок претерпели некоторые изменения и были смещены с первоначальных 2 июня и 31 мая 2010 года соответственно.

Вместе с тем напомним, что Эмитентом биржевых облигаций выступает ЗАО «Синтерра», которое является головной структурой Группы (приходится около 54% всей выручки и 85% активов). По выпуску предусмотрена амортизация – по 25% в дату выплаты 4 и 5 купонов и 50% в дату выплаты 6 купона. Предполагается, что новые бумаги попадут в котировальный список А1 ММВБ. Диапазон ориентира по купонной ставке, обозначенный организаторами займа, составляет 10–11% годовых (УТР 10,25%–11,30% при дюрации 2,35 года).

На прошлой неделе, в среду, в преддверии размещения биржевых облигаций состоялась встреча руководства ГК «Синтерра» с инвесторами, на которой были озвучены планы развития Компании на ближайшую перспективу, а также представлены финансовые результаты деятельности за 2009 год и их прогнозы на 2010 год.

В свою очередь, мы считаем кредитный профиль «Синтерры» достаточно стабильным и рекомендуем принять участие в размещение биржевых облигаций Компании с доходностью 10,7–11,5% годовых, что соответствует купону 10,4–11,2% годовых, то есть ближе к верхней границе ориентира организаторов.

### Вкратце о «Синтерре»

ГК «Синтерра» – национальный оператор связи, оказывающий услуги местной (в 40 регионах РФ), междугородной и международной телефонной связи, услуги по передаче данных, VPN и доступа в Интернет, услуги по предоставлению в пользование каналов связи на всей территории РФ. Инфраструктура Компании присутствует во всех регионах России, обладая цифровой магистральной сетью протяженностью свыше 75,5 тыс. км, которая охватывает 75 регионов страны (более 30 тыс. населенных пунктов), а в 13 регионах введены в эксплуатацию порядка 40 узлов доступа магистральных линий спутниковой связи. По протяженности сеть «Синтерры» уступает только «Ростелекому» с более 150 тыс. км каналов магистральной связи, из которых только 45 тыс. км являются оптоволоконными. На третьем месте расположился Транстелеком (ТТК), волоконно–оптическая магистральная сеть которого составляет более 53 тыс. км. Традиционно Группа специализируется на реализации проектов федерального масштаба для крупных операторов связи, «сетевых» компаний, национальных корпораций и государственных структур. Выручка Оператора в разрезе клиентской базы в 2009 году генерировалась от работы на межоператорском рынке (52%), услуг, предоставляемых кор–

Облигационные выпуски ГК «Синтерра»			
Серия	01	БО-1	БО-2
Эмитент	ЗАО «Синтерра»		
Поручители	ЗАО «ПетерСтар»	-	-
Объем	3 млрд руб.	5 млрд руб.	2 млрд руб.
Статус	В обращении	Планируется	Планируется
Размещение	07.08.2008	16.02.2010	2010
Погашение	01.08.2013	29.05.2013	2013
Дюрация	0.21 года	2.35 года	-
Амортизация	-	25% - 728 дн. 25% - 910 дн. 50%-1092 дн.	25% - 728 дн. 25% - 910 дн. 50%-1092 дн.
Купон	2 раза в год	2 раза в год	2 раза в год
Оферта	09.08.2010	-	-
Доходность	8.69%	10.25-11.30%	-

Источник: Cbonds, данные Компании

поративным клиентам (26%) и государственным структурам (17%).

Мы отмечаем, что кредитный профиль «Синтерры» на сегодняшний день является достаточно понятным, поскольку Компания не новичок на публичном долговом рынке и регулярно (2 раза в год) раскрывает консолидированные финансовые результаты своей деятельности по МСФО, наиболее актуальные из которых – за 2009 год. Учитывая это, мы хотели бы сосредоточиться на ряде вопросов, которые в той или иной степени могут оказать влияние на кредитные метрики Группы и ее дальнейшую стратегию развития: рейтинги, покупка «МегаФоном», потеря каналов связи «Ростелекома» и пр.

### Рейтинг для «Синтерры» уже в проекте

На фоне телекоммуникационных компаний, представленных на публичном долговом рынке, «Синтерра» выделяется отсутствием кредитных рейтингов. В то же время на встрече с инвесторами руководство Компании сообщило, что решение о получении рейтинга принято и в настоящее время идут переговоры с тремя агентствами, коммерческие предложения которых будут в ближайшее время рассмотрены советом директоров Оператора. Принимая во внимание масштабы бизнеса Группы и ее кредитное качество, мы считаем, что «Синтерра» может рассчитывать на уровень рейтинга сопоставимый с МРК, правда до начала их пересмотра в лучшую сторону в связи с реорганизацией в «Ростелеком». Например, в большей степени по параметрам финансовых показателей подходит ЮТК, чей рейтинг от S&P составлял «В».

Присвоение рейтинга на данном уровне международным агентством, безусловно, позитивным образом скажется на кредитном профиле «Синтерры», а также предоставит шанс бумагам Эмитента быть включенными в Ломбардный список ЦБ. Но рассчитывать на скорейшее попадание бумаг в «заветный» список не стоит, поскольку возможность присвоения рейтинга Группе в настоящее время проходит лишь только внутрикорпоративные согласования в самой «Синтерре».

### Аренда 11,5 тыс. км магистральной «Ростелекома» под вопросом?

На прошлой неделе в СМИ появилась информация, что «Ростелеком» направил уведомление на имя гендиректора «Синтерры» Виталия Слизеня о расторжении договора аренды магистральных каналов из-за задолженности в размере 21,5 млн руб. В результате этого, «Синтерра» может лишиться 15% своей магистральной сети (или 11,5 тыс. км), которую Компания арендовала у «Ростелекома».

По словам представителей «Синтерры», расторжение договора аренды каналов может вызвать временные трудности на участке магистральной протяженностью 2,5–3 тыс. км в Восточной Сибири и на Дальнем Востоке. Вместе с тем, у Компании имеется возможность замещения «проблемного» участка магистральных каналов «Ростелекома» сетями альтернативных операторов. Но потребность в этом будет не долгой, поскольку в настоящее время на данных отрезках «Синтеррой» ведется строительство собственных каналов, которое Оператор планирует завершить в октябре–ноябре 2010 года и уже к декабрю запустить в эксплуатацию, тем самым разрешив все трудности.

В свою очередь, руководство «Синтерры» сообщило, что доля доходов от использования арендованной у «Ростелекома» магистральной сети составляет в выручке Группы всего 0,6% (около 80 млн руб.), выпадение которых вряд ли серьезным образом отразится на финансовых показателях

Оператора. Вследствие этого мы считаем, что риски, связанные с прекращением аренды магистральных каналов у «Ростелекома», незначительны и не должны повлиять на кредитные метрики «Синтерры».

### Покупка «МегаФоном»

На протяжении всего прошлого года акционеры «Синтерры» вели переговоры с заинтересованными покупателями о продаже бизнеса в лице «МегаФона», «ВымпелКома», «Комстар–ОТС», «Связьинвеста». На фоне других потенциальных покупателей ближе всего к реализации сделки продвинулся «МегаФон», который весной 2009 года провел процедуру due diligence «Синтерры», летом получил разрешение в ФАС на покупку 100% ее акций, а в марте 2010 года совет директоров одобрил, правда, с третьей попытки, покупку магистрального Оператора. Кроме того, в составе совета директоров Компании (по состоянию на февраль 2010 года) находился представитель «МегаФона». Тем не менее, в начале марта текущего года переговоры были прекращены, скорее всего, по причине разногласий в оценке стоимости бизнеса ГК «Синтерра» (сумма сделки оценивается примерно в 715 млн долл. с учетом долга). В конце апреля из СМИ стало известно, что компании вновь возобновили переговоры. В свою очередь, на встрече с инвесторами генеральный директор ЗАО «Синтерра» Виталий Слипень отметил возможность принятия акционерами окончательного решения о продаже бизнеса «МегаФону» до конца июня 2010 года. В случае если это случится, то сделка, скорее всего, по примеру МТС и Комстар–ОТС будет происходить в виде приобретения контрольной доли в бизнесе, что не является основанием к возникновению права у кредиторов требовать досрочного погашения долга.

Вместе с тем, если решение о продаже «Синтерры» не будет принято в июне 2010 года, то, по словам представителей Компании, «Промсвязькапитал» начнет консолидировать свои телекоммуникационные активы, на что уже получены необходимые разрешения ФАС. Так, 100% магистрального оператора МТТ (также входящей в Группу «Промсвязькапитал») будут присоединены к ЗАО «Петерстар» (относящегося к ГК «Синтерра»), в результате чего может быть создан оператор с выручкой более 1 млрд долл. Но говорить об этих сделках M&A преждевременно, поскольку, на наш взгляд, все еще высока вероятность покупки «МегаФоном» ГК «Синтерра».

### Финансовый профиль

В целом, кредитный профиль «Синтерры» остается устойчивым – Компания сохранила способность генерировать весомый по объему операционный денежный поток, увеличив за 2009 год его размер на 28,6% до 4,1 млрд руб. Кроме того, Оператор добился роста эффективности бизнеса на 2,6 п.п. до 39% (то есть до уровня МРК «Связьинвеста» – 36–46%) при сохранившейся умеренной долговой нагрузке: соотношение Финансовый долг/ЕБИТДА снизилось с 2,5х до 2,2х, а Чистый долг/ЕБИТДА – с 2,3х до 2,0х. В то же время у «Синтерры» в 2010 году присутствует риск увеличения уровня долга, что обусловлено необходимостью погасить и рефинансировать задолженность на сумму 4,2 млрд руб., в том числе пройти в августе offeru по облигациям серии 01 объемом 3 млрд руб., а также реализовать программу капзатрат на сумму порядка 4 млрд руб. Кроме того, в 2010 году Оператор намерен направить на сделки M&A порядка 1,5–2 млрд руб. Таким образом, у Компании имеется серьезная потребность в дополнительном финансировании, поскольку денежных

средств на счетах (1,082 млрд руб.) и операционного денежного потока (4,067 млрд руб.), скорее всего, будет достаточно только на исполнение краткосрочных обязательств, а также на выполнение незначительной части инвестиционной программы Оператора. Вместе с тем, размещение биржевых облигаций на 5 млрд руб. позволит «Синтерре» полностью закрыть потребность в денежных средствах на весь 2010 год и, на наш взгляд, не приведет к существенному увеличению долговой нагрузки, так как 70% привлеченных денежных средств (или 3,5 млрд руб.), по словам менеджмента, будет направлено на рефинансирование долга, а 30% (около 1,5 млрд руб.) – на инвестиции и сделки M&A. Напомним, что у Компании также имеется еще один зарегистрированный выпуск биржевых облигаций серии БО–2 объемом 2 млрд руб., готовый к размещению, но его судьба пока не известна. В свою очередь, мы полагаем, что соотношение Финансовый долг/ЕБИТДА с учетом размещения облигационных выпусков не выйдет за рамки 3х, закрепленные ковенантами кредитных договоров.

В качестве аргумента данного предположения также может выступить озвученный на встрече прогноз ключевых финансовых показателей на 2010 год: выручка – 14,76 млрд руб. (+15,4% к 2009 году), показатель ЕБИТДА – 5,279 млрд руб. (+6,5%), чистая прибыль – 1,837 млрд руб. (–6,3%). Прогноз, в свою очередь, подкрепляется предварительными данными 1 квартала 2010 года: выручка – 2,964 млрд руб., ЕБИТДА – 1,171 млрд руб., чистая прибыль – 459 млн руб.

С более детальным рассмотрением кредитного профиля ГК «Синтерра» по итогам 2009 года можно ознакомиться в нашем комментарии к отчетности Компании:

[http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/daily-review\\_18052010.pdf](http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/daily-review_18052010.pdf)

### Позиционирование

В настоящее время у «Синтерры» обращается дебютный выпуск облигаций серии 01, текущая доходность которого составляет 7,93% годовых к оферте 9 августа 2010 года. Из-за близости досрочного выкупа облигаций доходность выпуска не может выступать в качестве ориентира при позиционировании биржевых облигаций.

Вместе с тем, среди телекоммуникационных компаний, чьи бумаги торгуются на долговом рынке, «Синтерра» выделяется скромными масштабами бизнеса и отсутствием кредитных рейтингов от международных агентств, что лишает облигационные выпуски Оператора возможности быть включенными в Ломбардный список ЦБ. В настоящее время, как мы отметили выше, «Синтерра» начала переговоры с тремя агентствами о возможности присвоения кредитного рейтинга Группе. Поскольку переговоры находятся в самой начальной стадии, то вряд ли Эмитенту в этом году удастся включить свои бумаги в Ломбардный список ЦБ. Данный факт, безусловно, нашел отражение в двузначной ставке купона, на которую ориентируют организаторы выпуска, что, в свою очередь, не может не заинтересовать инвесторов, соскучившихся по такой доходности.

При этом по другим параметрам: устойчивому состоянию кредитного профиля, наличию регулярно публикуемой консолидированной отчетности по МСФО, сильного акционера в лице «Промсвязькапитал», ведущих позиций в отрасли и положительной кредитной истории, – Компания ни чем не уступает другим игрокам, таким как МРК



# 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
	Полкутов 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
<b>Руководитель группы портфельных менеджеров</b>	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
<b>Заместитель начальника управления дилинговых операций</b>	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
<b>Клиентский менеджер</b>	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
<b>Клиентский менеджер</b>	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
<b>Департамент брокерского обслуживания и управления активами</b>	(495) 797-32-48	
<b>Заместитель директора департамента</b>	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
<b>Начальник отдела поддержки клиентов</b>	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.