

# Рублевые корпоративные облигации

16 октября 2009 г.

Аналитический обзор

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### ЮТК: комментарий к размещению

*ЮТК провела встречу с инвесторами...*

В среду представители Южной Телекоммуникационной Компании (ЮТК) провели встречу с инвесторами в преддверии размещения двух выпусков биржевых облигаций первой и четвертой серии. Мы отмечаем, что кредитное качество компании демонстрирует позитивную динамику, однако, остается одним из наиболее слабых среди прочих МРК.

*... участие в предстоящих выпусках нам представляется интересным с премией к выпуску СЗТ в 50 б.п.*

В отдаленной перспективе предстоящее объединение компаний Связьинвеста должно привести к конвергенции доходностей их облигаций на одном уровне, однако в отсутствии детального плана и сроков проведения слияния мы не рекомендуем инвесторам абстрагироваться от индивидуальных кредитных характеристик МРК. В этой связи мы считаем, что выпуски ЮТК БО-1 и ЮТК БО-4 должны предлагать премию к выпуску Северо-Западного Телекома не менее 50 б.п.

*ЮТК – монополист рынка фиксированной связи на Юге России*

ЮТК обладает монопольными позициями в сегментах местной/внутризоновой связи и новых услуг в 10 субъектах Южного Федерального Округа (ЮФО). Доли рынка компании в данных сегментах услуг достигают 86%, 91% и 65% соответственно, а общая доля на рынке связи ЮФО составляет около 20%. Сотовые активы компании представлены 50%-ным пакетом акций в ЗАО «Волгоград GSM», чьи доходы отражаются по статье «прибыль от участия в ассоциированных компаниях» и не являются существенными для ЮТК.

*Высокая доля сельского населения в регионе негативно сказывается на эффективности ЮТК*

ЮФО характеризуется существенной долей сельского населения (40%), т.е. его низкой концентрацией, что негативно сказывается на эффективности ЮТК. Количество линий на одного сотрудника компании составило 159 на конец 2008 года, что является одним из худших показателей среди МРК. Существенно увеличить этот показатель можно за счет замены аналоговых линии на цифровые (которые требуют меньшего количества обслуживающего персонала), однако это не всегда эффективно в малонаселенных сельских районах. Тем не менее, за счет модернизации сетей в крупных городах ЮФО, уровень цифровизации сети ЮТК значительно возрос в последние годы и на сегодняшний день составляет 72%.

#### Финансовые результаты ЮТК по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	OIBDA	Рентабельность по OIBDA	Валовый долг	Долг / OIBDA, раз	OIBDA / Проценты, раз
2007	20 231	7 044	34.8%	21 097	3.0	3.1
2008	21 300	7 577	35.6%	23 322	3.1	3.4
1п2009	10 898	4 368	40.1%	21 804	2.5	3.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

*Рост выручки в 1п2009 года обеспечил сегмент ШПД*

Выручка ЮТК в 1п2009 года показала довольно скромный рост (+4%) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Основными причинами низкого роста являются а) продолжающаяся стагнация выручки в сегменте местной связи несмотря на 8%-ную индексацию тарифов в 1п2009 года (по-видимому из-за усиливающегося перетока абонентов на более дешевые повременной и комбинированные тарифы) и б) слабеющие позиции компании в конкурентных сегментах зоновой связи и пропуска/присоединения трафика. Существенную поддержку росту выручки оказали доходы от услуг доступа в интернет (рост +33% год к году).

**Рентабельность заметно улучшилась благодаря сокращению издержек и росту доли новых услуг..**

Несмотря на скромный рост выручки, рентабельность ЮТК заметно увеличилась по сравнению с результатами 2008 года - OIBDA рентабельность возросла до 40.1% с 35.6%. Такой результат достигнут компанией в основном благодаря росту доли высокорентабельных новых услуг до 25% от выручки, а также сокращением расходов на персонал (основная статья расходов МРК) и прочих операционных расходов на 8% год к году.

**...но может несколько сократиться в 2010 году**

Мы полагаем, что по результатам 2009 года рентабельность компании останется на таком же или более высоком уровне, учитывая замечания менеджмента о том, что в условиях кризиса конкурентное давление в сегменте ШПД со стороны игроков федерального масштаба снизилось, а оптимизация издержек продолжает оставаться приоритетом компании. Мы не исключаем некоторое сокращение OIBDA рентабельности компании в 2010 году из-за планируемой индексации заработных плат (+10%) на фоне достаточно умеренного плана по сокращению персонала (-3%).

**Долговая нагрузка заметно уменьшилась и продолжит снижаться в 2010 году**

Долговая нагрузка компании сократилась на фоне снижения валового долга и роста выручки и составила 2.5x Долг/ OIBDA по результатам 1п2009 года. Данный показатель по-прежнему остается самым высоким среди прочих МРК, однако комментарии менеджмента указывают на строгую приверженность ЮТК к сокращению валового долга: -3.3 млрд. рублей в 2009 году и -2.5 млрд. рублей по плану в 2010. Объем капитальных вложений в 2009 году составит 1.7 млрд. рублей, что в 3 раза меньше прошлогоднего уровня, а в 2010 году – 4 млрд. рублей, но будет полностью профинансирован за счет собственных ресурсов. Таким образом, по нашим оценкам, показатель Долг / OIBDA вплотную приблизится к уровню 2x по результатам 2010 года.

**Мы позитивно оцениваем автономный кредитный профиль ЮТК**

В целом, мы позитивно оцениваем кредитный профиль ЮТК. Несмотря на все еще высокую долговую нагрузку, компания демонстрирует явную приверженность курсу на ее снижение, что в купе с ростом рентабельности вполне может поставить кредитные характеристики ЮТК в один ряд с такими МРК, как Сибирьтелеком и Северо-Западный Телеком, уже в 2010 году. Тем не менее, мы отмечаем, что, несмотря на подымающуюся волну обсуждений потенциального объединения компаний связи, говорить о консолидации доходностей по их облигациям на одном уровне пока, по нашему мнению, преждевременно, и инвесторам не стоит абстрагироваться от автономного кредитного качества каждой МРК.

**И рекомендуем инвесторам принимать участие в размещении по верхней границе заявленного диапазона доходностей**

В четверг компания планирует разместить два выпуска биржевых облигаций первой и четвертой серии объемом 2 и 1 млрд. рублей, соответственно. Ориентиры доходности выпуска первой серии находятся на уровне 11.6%-12.1% к оферте в октябре 2011 года (дюрация 1.8 лет), а четвертого – 11.84%-12.34% к погашению в октябре 2012 года (дюрация 2.5 года).

Мы считаем, что на сегодняшний день участие в размещении представляет интерес по верхним границам заявленных диапазонов – поскольку более слабое кредитное качество ЮТК должно обеспечивать премию к выпуску Северо-Западного Телекома шестой серии не менее 50 б.п. Плюсами данных выпусков являются моментальный выход облигаций на вторичный рынок и предстоящие включение бумаг в ломбардный список ЦБ.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

### Операции на рынке корпоративных облигаций

---

#### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

#### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

### Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

#### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

#### **Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.