

31 мая 2010

## Содержание

### • Синтерра: комментарий к размещению

Стр 1

Сегодня закрывается книга заявок на участие в выпуске трехлетних биржевых облигаций ЗАО «Синтерра» первой серии в объеме 5 млрд рублей. Бумаги имеют амортизационную структуру погашения (по 25% выпуска выплачивается кредиторам вместе с 4-м и 5-м полугодиевыми купонами, остальные 50% – на дату погашения). Таким образом, дюрация выпуска Синтерра БО-1 составляет около 2.35 лет, что при ориентире по ставке купона в 10%–11% предлагает инвесторам доходность к погашению на уровне 10.57%–11.62%. Мы полагаем, что с учетом текущего состояния рынка рублевого долга уровень доходности данного выпуска должен находиться выше 11%, что являлось бы вполне справедливой компенсацией за риск компании третьего эшелона, оперирующей в высококонкурентной области услуг связи.

**Сегодня принимаются последние заявки на участие в выпуске Синтерра БО-1, мы считаем, что при доходности ниже 11% данные бумаги не интересны**

### Финансовые результаты Синтерры по МСФО, руб млрд

Год	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг*	Долг/ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА
2009	12 786	28.2%	5 007	39.2%	11 410	2.3	0.9
2008	13 101	27.1%	5 882	44.9%	12 345	2.1	0.9
2007*	449	41.0%	205	45.8%	380	1.9	0.8

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

\* Данные за 2007 год в млн. US\$

Подробное описание бизнеса группы Синтерра мы приводили в нашем обзоре от 10.08.2009 и в данном отчете остановимся на анализе наиболее свежих финансовых показателей. Результаты компании в 2009 году выглядят весьма приемлемо несмотря на некоторое сокращение ЕБИТДА, которое объясняется эффектом высокой базы 2008 года, когда Синтерра получила существенную «единовременную» прибыль от продажи дочернего провайдера РТКомм.ру (1.1 млрд руб). Рентабельность бизнеса группы находится на весьма высоком уровне (маржа по ЕБИТДА – 39.2%), что вполне соответствует средним значениям других компаний, оперирующих на отечественном рынке услуг связи. На презентацию для инвесторов, менеджмент Синтерры заверил, что в 2010 году ее рентабельность по ЕБИТДА будет находиться на уровне не меньшем, чем в предыдущем году.

**Результаты компании в 2009 году вполне приемлемы, 2010 год также обещает быть весьма удачным**

Долговая нагрузка компании не изменилась существенным образом и находится во вполне «управляемых» пределах 2.3x Долг/ЕБИТДА. В течение 2010 года компании необходимо погасить 4.4 млрд рублей (40% кредитных обязательств), порядка половины из которых приходится на оферту по дебютному выпуску рублевых облигаций в августе объемом 2 млрд рублей, а остальное – достаточно дорогие кредиты банков. Учитывая, что инвестиционная программа Синтерры на 2010 год составляет 4 млрд рублей, а ЕБИТДА едва ли существенно увеличится по сравнению с 2009 годом, компания вынуждена привлекать новый заемный капитал. По словам менеджмента Синтерры, порядка 70% объема размещаемого выпуска облигаций пойдет на рефинансирование кредитного портфеля компании. В целом мы ожидаем, что по результатам 2010 года долговая нагрузка компании существенно не изменится и останется в пределах 2x–2.5x Долг/ЕБИТДА.

**Долговая нагрузка находится на приемлемом уровне; новый выпуск облигаций почти полностью пойдет на рефинансирование короткого долга**

Мы не склонны относить к факторам привлекательности бумаг Синтерры обсуждающуюся сделку по ее продаже крупному игроку отечественного рынка связи и рекомендуем инвесторам в первую очередь опираться на ее фундаментальные кредитные характеристики. Стоит отметить, что в случае если эта сделка (которая по словам менеджмента компании «состоится либо в июне 2010 года, либо уже никогда») все-таки не состоится, группа скорее всего продолжит весьма агрессивную политику в области M&A, что может потребовать существенного финансирования и привести к росту ее долговой нагрузки.

**Мы не относим потенциальную сделку по продаже Синтерры к факторам привлекательности ее бумаг**

Также значительным риском для компании остаются судебные разбирательства в отношении арендуемых ей каналов у Ростелекома (11.5 тысяч км или 15% от заявленной протяженности сети Синтерры). Мы отмечаем, что компания по-прежнему не раскрывает информацию касательно того, какая часть магистральной сети находится в ее собственности, а какая – является арендованной и, по сути, находится под риском изменения условий контрактов аренды или их полного расторжения. По нашим оценкам, с которыми можно ознакомиться в отчете от 10.08.2009, на арендованные каналы приходится порядка половины магистральной сети Синтерры.

Позитивным моментом для кредитного профиля Синтерры служит ее «близость» к довольно крупному Промсвязьбанку, который может предоставлять компании кредитные средства в случае экстренной необходимости. На сегодняшний день, компания не кредитруется в «сестринском» банке, что может говорить о существенном потенциале такой поддержки. Дополнительным фактором привлекательности бумаг Синтерры является тот факт, что, по заявлению ее менеджмента, в течение ближайших месяцев компания планирует получить рейтинг от одного из международных рейтинговых агентств. Мы полагаем, что кредитные характеристики компании указывают на уровень рейтинга в диапазоне В-/В, что обеспечило бы ее рублевым выпускам включение в ломбардный список ЦБ.

Судя по текущему кредитному профилю компании, она относится к представителям т.н. третьего эшелона эмитентов на рублевом рынке, и мы полагаем, что при дюрации в 2.35 года инвестиции в такие бумаги не привлекательны при доходности менее 11%.

**Существенным риском по-прежнему является неопределенность в отношении количества арендуемых каналов связи**

**Факторы комфорта: потенциальная поддержка от «сестринского» Промсвязьбанка и скорое получение рейтинга от одного из международных агентств**

**Бумаги интересны для инвесторов с аппетитом к риску компаний третьего эшелона**

# ЗАО «Райффайзенбанк»

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

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

## Аналитика

## Продажи

Наталья Пекшева sales@raiffeisen.ru (+7 495) 721 3609  
Андрей Бойко (+7 495) 775 5231  
Анастасия Евстигнеева (+7 495) 721 9971  
Антон Кеняйкин (+7 495) 721 9978

## Операции на рынке облигаций

## Торговые операции

Александр Глебов aaglebov@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2857  
Семен Гавриленко semen.gavrilenko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9974

## Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

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

## Организация облигационных займов

Выпуск облигаций  
Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2845  
Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2835  
Екатерина Михалевич ekromhalevich@raiffeisen.ru (+7 495) 775 5297  
Дмитрий Румянцев dmirkumiantsev@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 tfazuллин@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9900

## ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Предлагаемый вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень подготовлен ЗАО «Райффайзенбанк» (далее «Райффайзенбанк») исключительно для информационных целей и не может служить основанием для принятия каких либо инвестиционных решений. Ничто в настоящем бюллетене не должно рассматриваться как предоставление инвестиционного, юридического или налогового консультирования. Настоящий бюллетень не является предложением или рекомендацией к покупке, продаже или подписке на какие либо ценные бумаги или финансовые инструменты, а также рекламой или оценкой стоимости ценных бумаг или иных финансовых инструментов в соответствии с российским законодательством о рекламой и оценочной деятельности. Информация, содержащаяся в настоящем бюллетене, была получена из источников, которые Райффайзенбанк считает надежными. Несмотря на принятие разумных мер для обеспечения достоверности такой информации, Райффайзенбанк не проводил ее независимую проверку. Ни Райффайзенбанк, ни его акционеры, аффилированные лица, директора, должностные лица, сотрудники или консультанты не дают каких либо гарантий и не делают заверений, выраженных или подразумеваемых, и не несут никакой ответственности в отношении точности, полноты и достоверности такой информации, а также не несут никакой ответственности за любое использование настоящего бюллетеня или любые убытки, прямые или косвенные, понесенные любым получателем настоящего бюллетеня или любым иным лицом в результате использования любой содержащейся в бюллетене информации. Любая информация, содержащаяся в настоящем бюллетене, может изменяться в любое время без уведомления. Ни Райффайзенбанк, ни его акционеры, аффилированные лица, директора, должностные лица, сотрудники или консультанты не берут на себя обязательств по обновлению настоящего бюллетеня. Райффайзенбанк мог и может выслать другие бюллетени, информация в которых может не соответствовать информации, приведенной в настоящем бюллетене. Райффайзенбанк не берет на себя обязательств по направлению таких бюллетеней любым получателям настоящего бюллетеня. Любые мнения, прогнозы или оценки, содержащиеся в настоящем бюллетене, включают элемент субъективного суждения и анализа. В результате использования различных исходных данных и критериев, а также анализа информации для различных целей, мнения, изложенные в бюллетене, могут отличаться или противоречить мнениям, выраженным другими подразделениями Райффайзенбанка. Наши специалисты могут давать устные и письменные комментарии или предлагать торговые стратегии клиентам, а также нашим подразделениям по управлению активами, торговым операциям и инвестиционному бизнесу, которые могут отличаться от мнений, приведенных в настоящем бюллетене, а принимаемые такими подразделениями инвестиционные решения могут расходиться с рекомендациями, приведенными в настоящем бюллетене. Райффайзенбанк, его акционеры, аффилированные лица, директора, должностные лица, сотрудники (включая аналитиков, принимавших участие в составлении настоящего бюллетеня) или клиенты могут иметь (могли иметь) длинные или короткие позиции в любых упомянутых ценных бумагах или финансовых инструментах, а также могут периодически покупать или продавать, а также делать предложения о покупке или продаже таких ценных бумаг или финансовых инструментов на открытом рынке или иным образом. Инвесторы должны осознавать, что Райффайзенбанк и его аффилированные лица могут состоять в деловых отношениях (а также стремиться к установлению таковых) с любыми эмитентами, упомянутыми в настоящем бюллетене, оказывать им инвестиционно банковские услуги, услуги на рынках капитала, а также иные финансовые и консультационные услуги. Сотрудники Райффайзенбанка или его аффилированных лиц могут или могли быть должностными лицами или директорами соответствующих эмитентов. В таких случаях Райффайзенбанком применяются процедуры, направленные на избежание конфликта интересов, а для управления потоком информации устанавливаются информационные барьеры (Chinese walls). Описание любых эмитентов и их ценных бумаг или финансовых инструментов, а также рынков и событий, не является исчерпывающим. Бюллетень не должен рассматриваться инвесторами в качестве замены собственного суждения, так как бюллетень не учитывает особенностей инвестиционных целей, финансового положения и потребности каких либо конкретных получателей бюллетеня. В любом случае инвесторам рекомендуется обращаться к компетентным консультантам и принимать собственные независимые решения относительно того, является ли инвестирование в какие либо ценные бумаги или финансовые инструменты целесообразным. Любые инвестиции, описанные в настоящем бюллетене, не являются обязательно приемлемыми для всех инвесторов, могут быть связаны со значительным риском, могут быть неликвидными, а их осуществление не обязательно возможно во всех юрисдикциях. Стоимость, цена и доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящем бюллетене, могут меняться. Прошлые результаты не всегда являются индикативными для будущих результатов, прибыль не может быть гарантирована, более того, первоначально инвестированный капитал может быть потерян. Колебания обменных валютных курсов, а также иные политические, экономические и рыночные риски могут оказать негативное влияние на стоимость, цену или доходность некоторых инвестиций. Инвестирование в ценные бумаги и финансовые инструменты стран с развивающейся экономикой, таких как Россия и другие страны СНГ, может быть связано со значительным риском. Каждый аналитик, частично или полностью ответственный за содержание настоящего бюллетеня, подтверждает, что все суждения, изложенные в настоящем бюллетене, точным образом отражают его личное мнение в отношении эмитентов и их ценных бумаг или финансовых инструментов. Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть его вознаграждения не была, не является и не будет прямо или косвенно связана с конкретными рекомендациями или суждениями, изложенными в бюллетене.

Настоящий бюллетень не может воспроизводиться, публиковаться или распространяться, полностью или частично, без предварительного письменного согласия Райффайзенбанка. Настоящий бюллетень подготовлен Райффайзенбанком и может быть использован на территории Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Распространение бюллетеня в других юрисдикциях может быть ограничено применимым законодательством, в связи с чем, лица, получившие настоящий бюллетень, должны осознавать и соблюдать любые такие ограничения. Принятие бюллетеня означает ваше согласие с вышеуказанными ограничениями.