



ОАО «СЗТ» - крупнейший оператор стационарной связи РФ на территории Северо-Западного федерального округа.

- ОАО «Северо-Западный Телеком» - одна из крупнейших телекоммуникационных компаний России, ведущий оператор фиксированной связи в СЗФО. ОАО «СЗТ» образовано в 2001 году и включает в себя 10 филиалов, расположенных во всех регионах СЗФО.
- ОАО «СЗТ» предоставляет широкий спектр телекоммуникационных услуг на территории всего СЗФО:
 - услуги местной и внутризоновой связи
 - услуги доступа к сети интернет
 - услуги сети передачи данных
 - услуги по построению VNP-сетей
 - услуги интеллектуальной сети связи
 - услуги организации аудио – видео – конференц связи
 - услуги кабельного телевидения
 - справочно-информационные услуги
 - услуги IP-TV
 - услуги доступа к междугородной/международной связи
- Монтированная емкость сети ОАО «СЗТ» составляет 5,09 млн. телефонных номеров. Уровень цифровизации местной сети – 61,5%. Монтированная емкость оборудования широкополосного доступа превышает 500 тыс. xDSL портов.
- **Кредитные рейтинги эмитента:**
 1. S&P: BB-, прогноз стабильный;
 2. Fitch: BB-, прогноз стабильный
- **Краткий анализ финансового состояния СЗТ за 1 кв. 2009г.:**
 1. По прогнозам компании выручка за 2009г. составит 26,5 млрд. руб. (+5,1% по сравнению с 2008г.). В связи с этим, 3-х месячный объем выручки вполне оправдывает ожидания, достигнув 24,7% запланированного годового объема.
 2. В структуре доходов СЗТ основную долю занимают поступления от предоставления услуг местной телефонной связи (50%) и услуг сети передачи данных и интернет услуг (19,2%), которые стали в последние годы основным драйвером роста совокупных поступлений оператора. В целом в структуре выручки по итогам 1 кв. 2009г. по сравнению с 2008г. произошло увеличение доли поступлений от «новых» услуг связи с 18,4% до 19,2%, что подтверждает факт продолжившегося роста уровня диверсификации бизнеса СЗТ.
 3. В 1 кв. 2009г. компания укрепила свои позиции на телекоммуникационном рынке СЗФО (рост доли компании с 17,4% в 4 кв. 2008г. до 18,4% в 1 кв. 2009г.)
 4. Прогноз на 2009г.: доля доходов от услуг местной связи – 51%, «новые» услуги интернета и передачи данных – 21%, интерконнект и агентское вознаграждение – 13%, внутризоновая связь – 9%, прочие доходы – 6%.
 5. Консолидированные расходы компании за 1 кв. 2009г.

Параметры выпуска облигаций

Эмитент	ОАО «СЗТ»
Объем выпуска	3 млрд. руб.
Прогноз по доходности к оферте	15,5-16,5% год. (диапазон купонной ставки 13,57-14,48%)
Купонный период	3 месяца
Оферта	Через 2 года после начала размещения по цене 102,5% от номинала
Дата начала размещения	Предварительно 05 августа 2009г.
Срок обращения	10 лет
Порядок погашения	30% номинала – через 8 лет 30% номинала – через 9 лет 40% номинала – через 10 лет
Колл-опционы	Через 3 и 6 лет после даты начала размещения по цене 100,25% от номинала
Поручитель	ООО «СЗТ-Финанс»
Агент по размещению займа	АКБ «Связь-Банк»

Основные финансовые показатели ОАО «СЗТ» (отчетность по МСФО)

Основные финансовые показатели, млн. руб.

	1 кв. 2009г.	2008г.
Выручка	6 532	25 176
ЕВИТДА	1 982	9 614
Чистая прибыль	(143)	2 561
Финансовые расходы	302	1 066
Активы	54 337	54 186
Дебиторская задолженность	3 526	2 602
Денежные средства и их эквиваленты	734	1 001
Финансовый долг, в т.ч.:		
долгосрочный	12 897	13 366
краткосрочный	3 836	2 726
Кредиторская задолженность	3 968	4 303
ЕВИТДА margin, %	30,3%	38,2%
Net margin, %	(2,2%)	10,2%

Источник: консолидированная отчетность по МСФО

Общие характеристики долга

	1 кв. 2009г.	2008г.
Совокупный долг, млн. руб.	16 733	16 092
Чистый долг, млн. руб.	15 999	15 091
Совокупный долг/Активы	0,31	0,30
Долгосрочный долг/Совокуп. долг	0,77	0,83
Доходность активов (ROA), %	(0,26%)	4,7%
Выручка/Совокупный долг	1,6	1,6
ЕВИТДА/Совокупный долг	0,5	0,6
ЕВИТДА/Финансовые расходы	6,6	9,0

Источник: данные компании, расчет «Глобэксбанка»

- Финансовый долг компании в течение 1 кв. 2009г. продемонстрировал незначительный рост: +4%. Структура долга: облигационные займы (47,9%), синдицированный кредит (46,1%), кредиты – 931 млн. руб., прочий долг – 71 млн. руб.

составили 23,2 млрд. руб. В структуре расходов оператора наибольшую долю занимают расходы на персонал (33,8%), износ и амортизация (22,8%), расходы по услугам операторов связи (13,6%). По итогам 2009г., компания прогнозирует рост консолидированных расходов на 12,2% до 26 млрд. руб.

6. Рентабельность EBITDA margin несколько снизилась с 38,2% в 2008г. до 30,3% в 1 кв. 2009г. Однако, в 2009г. компания прогнозирует рост EBITDA на 13,6% и повышение EBITDA margin до 41,3% (+3,1% по сравнению с 2008г.).

7. Рентабельность по OIBDA составила 47,1%, что приближается к уровню рентабельности сотовых операторов и в условиях кризиса рассматривается как серьезный задел в финансовой стабильности компании.

8. Чистый убыток компании по итогам 1 кв. 2009г. составил 143 млн. руб. и возник преимущественно в результате потерь на 1,1 млрд. руб. от курсовых разниц после переоценки валютного долга оператора, составляющего на конец 1 кв. 2009г. 47,5% общего размера финансового долга. В 2009г. менеджмент компании ожидает чистую прибыль в размере 1,55 млрд. руб. (при этом прогнозы по чистой прибыли крайне консервативны: закладывается завышенный курс 35-37 руб./долл.). Кроме того, для нивелирования валютных рисков компания планирует заключить договор хеджирования форвардными либо опционными контрактами.

➤ В 1 кв. 2009г. произошло некоторое ухудшение временной структуры долга – доля краткосрочных кредитов и займов возросла с 16,9% в 2008г. до 22,9% в 1 кв. 2009г.

➤ Показатели покрытия долга вполне приемлемы в настоящий момент.

➤ В 2009г. размер инвестиционной программы оператора составит 3,8 млрд. руб., что в 2,6 раза меньше, чем было в 2008г.

➤ Операционный денежный поток компании по итогам 1 кв. 2009г. составил 2,3 млрд. руб., инвестиционный поток: (2,1) млрд. руб. Таким образом, чистый ДП составил 218 млн. руб.

На наш взгляд, в 2009г. у СЗТ не должно возникнуть сложностей с самостоятельным погашением финансового долга, а также реализацией инвестиционной программы. Кроме того, в дополнение к настоящему выпуску СЗТ рассматривает возможность 4-х выпусков биржевых облигаций общим объемом 4 млрд. руб., которые также могут быть направлены на рефинансирование краткосрочной части долга и исполнение инвестиционной программы. В целом, на фоне результатов других межрегиональных компаний связи кредитное качество СЗТ выглядит достаточно устойчивым.

Краткие итоги 1 кв. 2009г.

- Дальнейшее повышение рентабельности по OIBDA и приближение к уровню рентабельности сотовых операторов (в условиях кризиса рассматривается как серьезный задел в финансовой стабильности компании);
- Прогнозы аналитиков по чистой прибыли СЗТ на 2009г. выше, чем прогнозы менеджмента компании (СЗТ дает консервативный прогноз, закладывая завышенный курс рубля по отношению к доллару 35-37 руб./долл.);
- Дальнейшее увеличение доли «новых» услуг;
- Рост доли СЗТ на региональном рынке связи, несмотря на высокую конкуренцию со стороны операторов мобильной связи и альтернативных операторов;
- Рост абонентской базы в течение 1 кв. 2009г.:
 - население: + 10,6% по сравнению с 4 кв. 2008г.
 - организации: + 4,5% по сравнению с 4 кв. 2008г.
- Положительный чистый денежный поток по итогам 1 кв. 2009г.;
- Контроль долговой нагрузки.

SWOT - анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
<ol style="list-style-type: none"> 1. Действует в регионе с высокой плотностью населения и концентрацией бизнеса (более 82% населения СЗФО проживают в городах – это самый высокий показатель урбанизации населения среди федеральных округов России); 2. Занимает основную долю в сегменте традиционных видов связи. 3. Занимает устойчивые позиции в сегменте услуг предоставления доступа в Интернет и IP-телефонии. 4. Владеет развитой телекоммуникационной сетью, которая постоянно расширяется и совершенствуется. 5. В период кризиса компании МРК имеют ряд преимуществ: <ul style="list-style-type: none"> - стабильный спрос на услуги фиксированной связи; - ограниченный негативный эффект девальвации рубля (рублевые доходы и расходы). 6. Успешный опыт на публичном рынке заимствований по размещению облигационных займов. 7. Положительная кредитная история. 8. Высокие показатели рентабельности (ЕБИТДА, ОИВДА), приближающиеся к уровню рентабельности сотовых операторов связи. 9. Подготовка консолидированной отчетности по МСФО. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Высокая конкуренция на телекоммуникационном рынке со стороны «альтернативных» операторов связи. Несмотря на то, что Компания признана естественным монополистом фиксированной связи на региональном рынке, фактически «новые» услуги связи (сотовая связь, Интернет, IP-телефония и др.) выступают в качестве полноценных услуг-аналогов. 2. Государственное регулирование тарифов на услуги фиксированной связи. 3. Необходимость эксплуатации широкой производственной базы, что приводит к высокой доле амортизационных расходов и расходов по текущему обслуживанию в себестоимости. 4. В период кризиса особенно необходимо отметить следующие слабые стороны всех МРК: <ul style="list-style-type: none"> - падение темпов роста основных локомотивов бизнеса (услуги ШПД, мобильной связи и т.д.); - ограничение возможности в управлении тарифами на услуги связи; - требования ФАС предоставить доступ к инфраструктуре МРК независимым операторам. 5. Существенная зависимость от внешних источников финансирования.
Возможности	Угрозы
<ol style="list-style-type: none"> 1. Пакетирование услуг, ориентированных на потребности клиента; фиксация ARPU (пакетирование услуг только на безлимитных тарифах). <i>Более 53% абонентов ШПД (в СПб – более 70%) пользуются пакетным предложением «Безлимитный телефон + Интернет».</i> 2. Введение специальных тарифов при заключении срочных договоров; расширение каналов сбыта и революционные маркетинговые инициативы; развитие сети на базе технологии PON; расширение количества прямых стыков с другими операторами; развитие услуг IP TV. 3. Вывод услуги МегаАвангард (PON) в Калининградском филиале, дальнейшее развитие в СПб филиале. Вывод услуги «Авангард ТВ» в Калининградском и Коми филиалах. Развитие дополнительных услуг. 4. Строительство единого контакт-центра ОАО «СЗТ» для диверсификации каналов продаж и обслуживания (до 32% продаж через call-центр). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Снижение спроса на голосовые услуги местной связи, замещение услуг фиксированной связи мобильной. 2. Снижение спроса на интернет услуги вследствие насыщения рынка, снижение спроса на новые подключения, конкуренция в дополнительных услугах и в качестве интернет-услуг. 3. Снижение покупательной способности населения ввиду мирового финансового кризиса;

Сравнительная характеристика основных финансовых показателей телекоммуникационных компаний

В качестве предприятий телекоммуникационной отрасли, сопоставимых с ОАО «СЗТ», целесообразно выбрать ОАО «ЦентрТелеком», ОАО «ВолгаТелеком» и ОАО «ЮТК» в силу следующих причин:

- Сопоставимость состава оказываемых услуг. Все МРК оказывают одинаковый перечень услуг связи, доля каждой из услуг в составе доходов может варьироваться. Отличительной чертой является доминирование доходов от «традиционных» видов связи, которые являются менее доходными, по сравнению с «новыми» видами связи. Выбранные аналоги по итогам 2008 г. имеют структуру доходов, схожую со структурой доходов Компании, как и ОАО «СЗТ» они имеют незначительную долю дохода от сотовой и документальной связи, IP-телефонии, от Интернет-услуг. Прочие МРК (ОАО «Уралсвязьинформ», ОАО «Дальсвязь» и ОАО «Сибирьтелеком») имеют более высокие доли доходов от «новых» услуг связи, в частности от услуг сотовой связи, что обуславливает более высокие показатели эффективности деятельности. То есть сопоставимость структуры доходов обеспечивает сопоставимость показателей доходности и рентабельности.
- Сопоставимость масштабов деятельности. Даже при одинаковом перечне предоставляемых услуг, МРК нецелесообразно сравнивать с местными альтернативными операторами связи по причине доминирования МРК по «традиционным» видам связи на региональных рынках.
- Сопоставимость условий ценообразования. Все МРК относятся к естественным монополиям, поэтому тарифы подлежат государственному регулированию.

Сравнительный анализ основных финансовых показателей МРК за 2008г. на основании отчетности по МСФО:

Наименование показателя	Ед. изм.	ЮТК	Волга-Телеком	Центр-Телеком	СЗТ
Показатели маржи и рентабельности					
Маржа операционной прибыли	%	10,9%	17,0%	26,1%	18,3%
Маржа EBITDA	%	37,0%	37,4%	34,5%	38,2%
Маржа чистой прибыли	%	(3,2%)	9,2%	12,1%	10,2%
Рентабельность совокупных активов (ROA)	%	(1,8%)	5,4%	7,7%	4,7%
Рентабельность собственного капитала (ROE)	%	(7,8%)	10,8%	20,5%	8,6%
Показатели финансовой устойчивости					
Коэффициент автономии (Собственные средства в валюте баланса)	%	22,4%	49,7%	37,3%	54,8%
Собственный капитал/Совокупный долг	ед.	0,37	1,60	0,84	1,85
Доля внеоборотных активов в валюте баланса	%	88,7%	89,7%	88,6%	90,3%
Доля долгосрочных источников средств в валюте баланса	%	52,7%	75,5%	67,5%	86,1%
Собственный оборотный капитал (на конец периода)	млн. руб.	(13 748)	(7 817)	(11 661)	(2 451)
Характеристики долга					
Совокупный долг	млн. руб.	23 322	17 027	24 335	16 092
Совокупный долг/Активы	ед.	0,61	0,32	0,44	0,30
Долгосрочный долг/Совокупный долг	ед.	0,41	0,56	0,52	0,83
Выручка/Совокупный долг	ед.	0,91	1,88	1,43	1,60
EBITDA/Совокупный долг	ед.	0,35	0,70	0,48	0,60
EBITDA/Проценты к уплате	ед.	3,74	6,74	4,3	
Показатели ликвидности					
Коэффициент абсолютной ликвидности	%	8,5%	12,5%	3,2%	13,3%
Коэффициент текущей ликвидности	%	23,8%	41,9%	34,9%	67,5%

Структура активов СЗТ сопоставима с показателями отрасли – для всех телекоммуникационных компаний характерна высокая доля внеоборотных активов в балансе. Все компании телекоммуникационного сектора характеризуются высокой долговой нагрузкой, что связано с необходимостью иметь значительную производственную базу. Однако, **долговая нагрузка СЗТ по состоянию на конец 2008г. ниже, чем у сравниваемых компаний.** При этом, более 83% представлено долгосрочной задолженностью, что также существенно выше, чем у аналогичных компаний телекоммуникационной отрасли.

Северо-Западный Телеком имеет достаточно хорошие показатели маржи и рентабельности. Так, маржа операционной прибыли и EBITDA margin имеют максимальные значения по сравнению с аналогами.

Наилучшие значения среди сравниваемых компаний демонстрируют также показатели финансовой устойчивости СЗТ. Так, доля собственных средств в валюте баланса СЗТ составляет 54,8%, что является максимальным показателем среди аналогичных телекоммуникационных компаний. При этом, собственный капитал почти в 1,9 раз покрывает весь совокупный долг компании, что также значительно выше, чем у аналогов.

Северо-Западный Телеком имеет самый низкий совокупный долг среди сравниваемых компаний. При этом, доля совокупного долга СЗТ в валюте баланса не превышает 30%. Показатели обслуживания долга СЗТ вполне приемлемы в настоящий момент и существенно лучше, чем у ЮТК и ОАО «ЦентрТелеком».

Показатели ликвидности СЗТ также несколько лучше, чем в среднем по телекоммуникационной отрасли.

Краткий обзор итогов работы телекоммуникационной отрасли в 2008 году.

➤ По данным официальной статистики Мининформсвязи рынок услуг связи в 2008 г. составил 1221,5 млрд. руб. (рост на 18% по сравнению с 2007 г.).

➤ Следует отметить постепенное замедление темпов роста отрасли, что, в первую очередь обусловлено замедлением темпов роста в сегменте подвижной связи по причине насыщения рынка.

➤ Тем не менее, **темпы роста телекоммуникационного рынка более чем в пять раз превышают общие темпы роста экономики РФ.**

➤ Вклад отрасли в ВВП в 2008 г. увеличился до 7%.

➤ Операторами связи в 2008 г. было введено в эксплуатацию 114 тыс. км линий связи, 3,9 млн. номеров на сетях стационарной связи и 25,6 млн. номеров - на сетях сотовой связи, 638 тыс. междугородных и международных каналов связи. Цифровизация магистральных сетей достигла 99%, городских – 78,6%. Плотность телефонных аппаратов (количество аппаратов на 100 человек) в 2008 г. в среднем по России в сетях фиксированной связи составила 38,9% в городах и 14,2% - на селе. Уровень телефонизации в стране остается достаточно низким по сравнению с показателями развитых стран, что свидетельствует о существовании возможности дальнейшего расширения абонентской базы операторов фиксированной связи.

➤ По итогам 2008 г. доходы от документальной электросвязи увеличились на 34,2%, а доходы от подвижной связи – на 19,5% по сравнению с 2007г.

➤ По итогам 2008 г. объем доходов сегмента увеличился на 18%, доля доходов сотовой связи в совокупных доходах отрасли увеличилась до 44,6%.

➤ По данным, представленным Мининформсвязи, услуги доступа к информации с использованием инфокоммуникационных технологий (Интернет) составили в 2008г. 791 млрд. Мбайт, что в 2,8 раза больше соответствующего показателя 2007г.

➤ По итогам 2008 г. доходы «альтернативных» операторов росли более высокими темпами, чем доходы «традиционных» операторов.

➤ За 2008 г. объем иностранных инвестиций в отрасли (в основном в виде торговых кредитов, кредитов международных финансовых организаций и пр.), по оценкам экспертов рынка, составил 40% от объема инвестиций 2007г.: 37 млрд. руб. Объем капитальных вложений со стороны отечественных инвесторов составил около 197,2 млрд. руб. (+37,1% по сравнению с 2007г.).

➤ По прогнозам Мининформсвязи в 2009 г. телекоммуникационный рынок вырастет не менее чем на 25-30%.

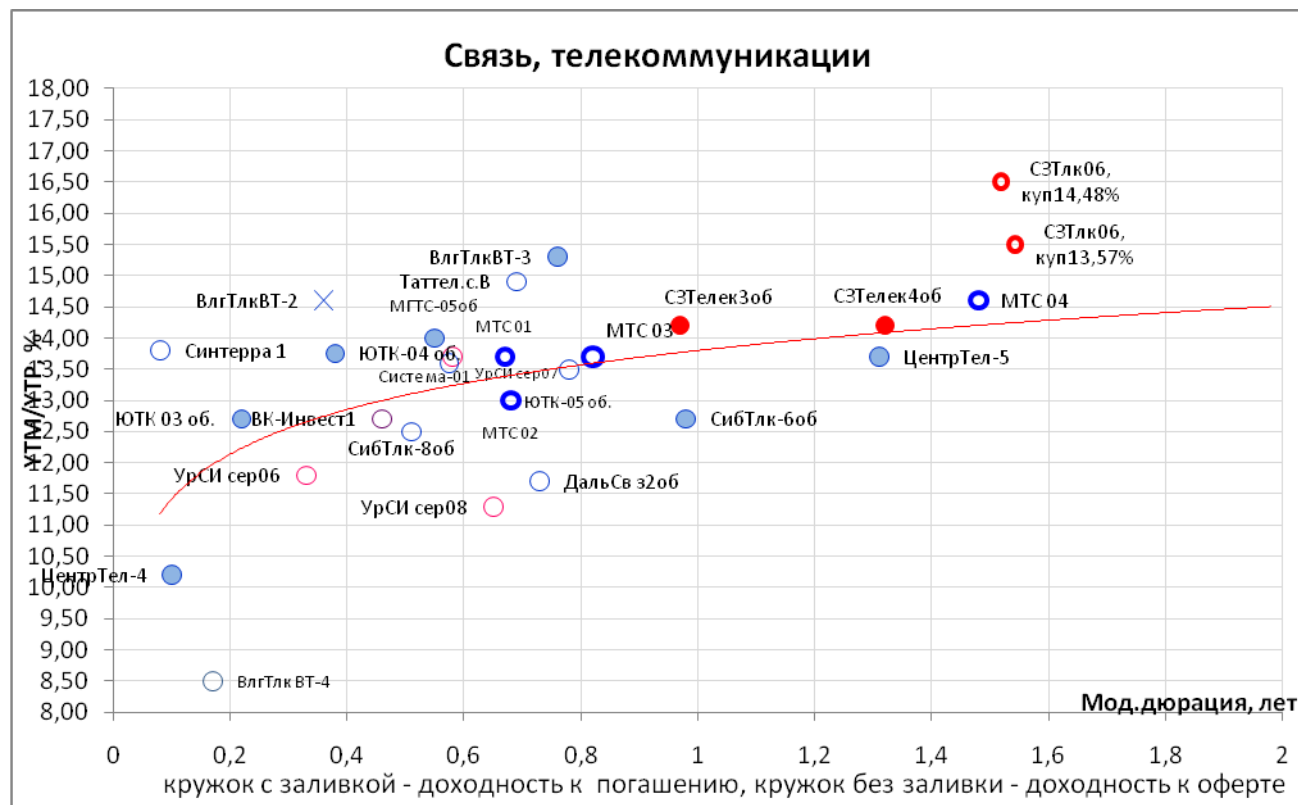


Источник: данные Мининформсвязи

Позиционирование нового выпуска облигаций ОАО «СЗТ»

Ограниченная ликвидность выпусков и большие спрэды между котировками bid и ask позволяют лишь с оговорками использовать котировки (и доходности) обращающихся облигационных займов СЗТ-3 и СЗТ-4 в качестве ориентира при установлении ставки купона и промежуточной оферты по облигациям 6 серии.

На прилагаемом графике «УТМ/УТР – Модифицированная дюрация» по текущим облигационным выпускам компаний связи, построена средняя кривая доходности по отрасли (для всех выпусков).



Кроме того, ориентиром при размещении облигаций СЗТ 6 серии являются итоги недавно состоявшегося размещения биржевых облигаций Дальсвязи 5 серии: ставка купона 15% к 2-х летней оферте с ценой исполнения 100% от номинала. В настоящий момент бумага торгуется по цене 102% от номинала, что дает доходность в размере 14,29% с дюрацией 655 дней.

Учитывая сопоставимое кредитное качество ДСВ и СЗТ, а также одинаковую дюрацию ДСВ БО-5 и СЗТ-6, доходность Северо-Западного Телекома (без учета премии за участие в первичном размещении) будет соответствовать текущей доходности Дальсвязи БО-5 на вторичном рынке: 14,3%.

Облигации ДСВ БО-5 были размещены под доходность 15,56%, в то же время на вторичном рынке они сейчас торгуются с доходностью 14,3%. Таким образом, премия за первичное размещение ДСВ БО-5 составила порядка 125 базисных пунктов.

Учитывая то, что размещение СЗТ-6 состоится в формате конкурса на ФБ ММВБ, а не бук-билдинга как по ДСВ БО-5, мы считаем, что премия за участие в первичном размещении СЗТ-6 может быть ниже в силу большего числа потенциальных покупателей, принимающих участие в конкурсе, и более высокой конкуренции между ними.

Учитывая вышеизложенное, можно спрогнозировать, что по итогам размещения облигационного выпуска 6 серии СЗТ доходность не превысит 15,5%, что соответствует ставке купона 13,58% к опциону PUT по цене 102,5% от номинала. Данный ориентир дает премию за первичное размещение в размере 120 б.п.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Глобэкс Банк рассматривает в качестве достоверных. Однако Глобэкс Банк, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Глобэкс Банк, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Глобэкс Банк, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Глобэкс Банк не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Глобэкс Банка. Глобэкс Банк не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

WWW.GLOBEXBANK.RU

+ 7(495) 775-50-73

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННО БАНКОВСКИХ ОПЕРАЦИЙ

e-mail

Вн. телефон

Начальник Управления: Литвинов Александр Владимирович	a.litvinov@globexbank.ru	43-81
Начальник отдела долговых и инвестиционных инструментов: Чалов Олег Владимирович	o.chalov@globexbank.ru	35-34
Организация займов: Кашуба Денис Владимирович	d.kashuba@globexbank.ru	32-44
Продажи долговых инструментов: Лукьянов Павел Сергеевич	p.lukyanov@globexbank.ru	35-24
Анализ рынка долговых инструментов: Никишова Марина Александровна	m.nikishova@globexbank.ru	43-64