



## «Синтерра» - национальный оператор связи с привлекательной доходностью

➤ Группа компаний «Синтерра» - национальный оператор связи, присутствующий во всех регионах РФ. Наземная сеть группы охватывает 70 регионов страны и имеет общую протяженность более 73,5 тыс. км. В 13 регионах страны группой развернуты магистральные линии спутниковой связи, на базе которой функционируют сети IP/MPLS, МГ/МН, ЦОДов, ЦОВ, связанные со всеми участниками телекоммуникационного рынка.

➤ **Краткий анализ финансового состояния эмитента:**

1. Консолидированная выручка Группы по итогам 2008г. увеличилась на 17% в основном за счет увеличения клиентской базы и роста пользования услугами. Среднегодовой темп роста выручки за 2006-2008г.г. составил 58%.

2. Показатель EBITDA за 2008г. составил \$189 млн. (-7,8% по сравнению с 2007г.). Рентабельность EBITDA также несколько снизилась с 45,7% в 2007г. до 35,9% в 2008г. Тем не менее, EBITDA margin по итогам 2008г. остается еще на достаточно высоком уровне. Среднегодовой темп роста EBITDA за 2006-2008г.г. составил 72%.

3. Чистая прибыль в 2008г. составила \$90,8 млн. (-35,4% по сравнению с 2007г.). Маржа чистой прибыли также упала с 31,3% в 2007г. до 17,3% в 2008г. На снижение прибыльности 2008г. повлиял рост операционных расходов и убытки от курсовых разниц, составившие \$35 млн. Среднегодовой темп роста чистой прибыли за период 2006-2008г.г. составил 53%.

4. Собственный капитал Группы по итогам 2008г. составил \$213,6 млн. (+23,3% по сравнению с 2007г.). Рост собственного капитала Группы произошел в 2008г. за счет роста по статье «нераспределенная прибыль», который составил +62,4% по сравнению с 2007г. Кроме того, среднегодовой темп роста капитала за период 2006-2008г. составил 89%.

5. Совокупный долг Группы по итогам 2008г. вырос до \$408,3 млн. (+9,9% по сравнению с 2007г.). Однако, необходимо отметить, что по данным Группы, по состоянию на 30.06.2009г. совокупный долг несколько снизился и составил \$399 млн. Основными кредиторами Группы в настоящий момент являются: ЮниКредит (\$152 млн.), Сбербанк (\$119 млн.) и Оргрэсбанк (\$34 млн.)

6. Несмотря на то, что доля совокупного долга в общих активах несколько увеличилась в 2008г., показатель покрытия Выручка/Совокупный долг вырос с 1,21 в 2007г. до 1,29 в 2008г., что говорит о том, что Группа контролирует свою долговую нагрузку. Более 60% долговой нагрузки – долгосрочный долг. Однако, около 40% в структуре долговой нагрузки группы приходится на валютные кредиты, но погашение основной части долга по ним намечено на 2010-2011г.г. Кроме того, все показатели, характеризующие уровень долга Группы, вполне приемлемы в настоящий момент.

### Параметры выпуска облигаций

Эмитент	ЗАО «Синтерра»
Объем выпуска	3 млрд. руб.
Ставка купона	3,4 купоны – 17,5% годовых
Купонный период	182 дня
Оферта	10.08.2009 и 09.08.2010
Дата размещения	07.08.2008
Дата погашения	01.08.2013
Организаторы	Промсвязьбанк, Дойче Банк
Поручитель	ЗАО «ПетерСтар»
Агент по оферте	Сбербанк

### Основные финансовые показатели ЗАО «Синтерра» (отчетность по МСФО)

#### Основные финансовые показатели, млн. USD

	2008	2007
Выручка	527,1	448,7
ЕБИТДА	189,0	205,0
Чистая прибыль	90,8	140,5
Финансовые расходы	38,3	20,9
Активы	787,3	771,3
Собственный капитал	213,6	173,2
Денежные средства и их эквиваленты	35,2	15,1
Финансовый долг, в т.ч.:	408,3	371,6
долгосрочный	248,2	211,6
краткосрочный	160,1	160,0
EBITDA margin, %	35,9%	45,7%
Net margin, %	17,3%	31,3%

*Источник: консолидированная отчетность по МСФО*

#### Общие характеристики долга

	2008	2007
Совокупный долг, млн. USD	408,3	371,6
Чистый долг, млн. USD	346,0	356,5
Совокупный долг/Активы	0,52	0,48
Долгосрочный долг/Совокуп. долг	0,61	0,57
Доходность активов (ROA), %	11,5%	18,2%
Выручка/Совокупный долг	1,29	1,21
ЕБИТДА/Совокупный долг	0,46	0,55
ЕБИТДА/Финансовые расходы	4,93	9,8

*Источник: данные компании, расчет «Глобэксбанка»*

**На наш взгляд, у Синтерры не должно возникнуть сложностей с прохождением оферты в этом году: компания аккумулировала более 1 млрд. руб. на р/с и получила одобрение Сбербанка о предоставлении кредитной линии на 1,6 млрд. руб., чтобы подстраховаться и иметь возможность при необходимости выкупить свои облигации на сумму в 2 млрд. руб. (Облигации на 1 млрд. руб. уже были выкуплены ранее компаниями группы). Хотелось бы также отметить, что, на наш взгляд, у Группы не будет сложностей с обслуживанием долговой нагрузки в этом году. Так, в 2009г. Группе надо погасить \$160 млн. На счетах и депозитах Группы находится более \$60 млн., остальные средства Группа планирует погасить из средств от операционной деятельности.**

## Сравнительная характеристика основных финансовых показателей телекоммуникационных компаний

Ниже приведена сравнительная оценка основных финансовых показателей телекоммуникационных компаний.

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

Наименование показателя	Ед. изм.	ЮТК	Волга-Телеком	Центр-Телеком	Дальсвязь	СЗТ	Синтерра
<b>Показатели маржи и рентабельности</b>							
Маржа операционной прибыли	%	10,9%	17,0%	26,1%	21,9%	18,3%	26,1%
Маржа EBITDA	%	37,0%	37,4%	34,5%	36,3%	38,2%	35,9%
Маржа чистой прибыли	%	(3,2%)	9,2%	12,1%	14,0%	10,2%	17,2%
Рентабельность совокупных активов (ROA)	%	(1,8%)	5,4%	7,7%	12,8%	4,7%	11,5%
Рентабельность собственного капитала (ROE)	%	(7,8%)	10,8%	20,5%	25,5%	8,6%	42,5%
<b>Показатели финансовой устойчивости</b>							
Коэффициент автономии (Собственные средства в валюте баланса)	%	22,4%	49,7%	37,3%	50,2%	54,8%	27,1%
Собственный капитал/Совокупный долг	ед.	0,37	1,60	0,84	1,85	1,85	0,52
Доля внеоборотных активов в валюте баланса	%	88,7%	89,7%	88,6%	85,0%	90,3%	75,5%
Доля долгосрочных источников средств в валюте баланса	%	52,7%	75,5%	67,5%	74,2%	86,1%	65,8%
Собственный оборотный капитал (на конец периода)	млн. руб.	(13 748)	(7 817)	(11 661)	(2 247)	(2 451)	(2 148)
<b>Характеристики долга</b>							
Совокупный долг	млн. руб.	23 322	17 027	24 335	5 687	16 092	11 432
Совокупный долг/Активы	ед.	0,61	0,32	0,44	0,27	0,30	0,52
Долгосрочный долг/Совокупный долг	ед.	0,41	0,56	0,52	0,56	0,83	0,61
Выручка/Совокупный долг	ед.	0,91	1,88	1,43	2,83	1,60	1,29
EBITDA/Совокупный долг	ед.	0,35	0,70	0,48	1,03	0,60	0,46
EBITDA/Проценты к уплате	ед.	3,74	6,74	4,3	9,34	9,0	4,93
<b>Показатели ликвидности</b>							
Коэффициент абсолютной ликвидности	%	8,5%	12,5%	3,2%	10,9%	13,3%	13,1%
Коэффициент текущей ликвидности	%	23,8%	41,9%	34,9%	58,3%	67,5%	71,5%

Учитывая данные вышеприведенной таблицы можно сказать следующее:

- В целом показатели рентабельности Группа «Синтерра» находятся на среднеотраслевом уровне. Однако, можно выделить следующие особенности:
  - рентабельность операционной и чистой прибыли Синтерры находятся на максимальном уровне среди анализируемых телекоммуникационных компаний;
  - рентабельность собственного капитала Синтерры более чем в 2 раза превышает ROE конкурентов;
- Несмотря на рост доли собственного капитала в валюте баланса Группы с 22% в 2007г. до 27% в 2008г., коэффициент автономии остается достаточно низким по сравнению со среднеотраслевым уровнем;
- Показатель финансовой устойчивости «Собственный капитал/Совокупный долг» Группы по состоянию на конец 2008г. составил лишь 0,52, что также ниже среднеотраслевых показателей. При этом, более низкое значение данного коэффициента имеет только ЮТК;
- Синтерра также как и все анализируемые компании телекоммуникационной отрасли имеет отрицательный оборотный капитал на конец 2008г. Однако, нехватка оборотного капитала Группы минимальна по сравнению с другими МРК;
- Долговая нагрузка Синтерры достаточно существенна на конец 2008г. (доля совокупного долга в валюте баланса составляет 52%, что несколько выше среднеотраслевых показателей). Однако, более 61% долга представляет долгосрочная задолженность, что несколько выше, чем у аналогов;
- Выручка Синтерры в 1,3 раза покрывает весь совокупный долг. Мы наблюдаем положительную динамику данного показателя в течение 2008г. Тем не менее, данный коэффициент покрытия ниже среднеотраслевых значений;
- Показатели ликвидности Синтерры несколько лучше, чем в среднем по телекоммуникационной отрасли.

### Факторы инвестиционной привлекательности и ограничение привлекательности

#### Факторы инвестиционной привлекательности:

1. Сильные позиции Группы на телекоммуникационном рынке.
2. Группа обладает новейшими технологиями в отрасли и занимает 2 место в РФ по протяженности магистральной цифровой сети.
3. В перспективе не исключено вхождение Группы в состав одного из федеральных операторов.
4. 30.06.2009г. НРА присвоило рейтинг кредитоспособности ЗАО «Синтерра» на уровне «А+», что обеспечивает включение облигаций в список А1 на ММВБ. В планах компании получение международного кредитного рейтинга.

Ограничением инвестиционной привлекательности является отсутствие облигаций Синтерры в Ломбардном списке ЦБ РФ.

## 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 облигационного займа Группы «Синтерра»

При позиционировании облигационного займа Группы «Синтерра», мы будем ориентироваться на доходности обращающихся облигационных займов телекоммуникационных компаний, а также на доходность недавно размещенных облигаций операторов связи.

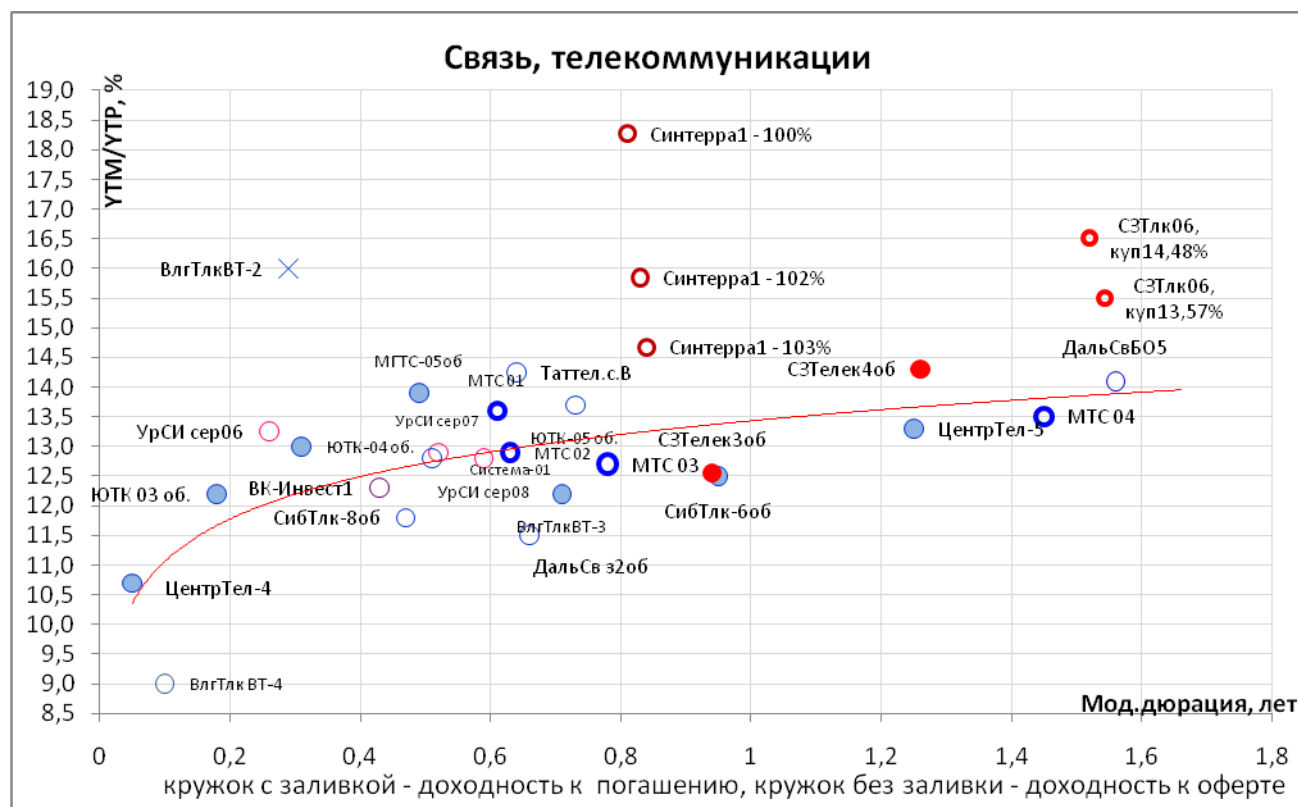
Облигации ДСВ БО-5 были размещены под доходность 15,56%, в то же время на вторичном рынке они сейчас торгуются с доходностью 14,3%. Таким образом, премия за первичное размещение ДСВ БО-5 составила порядка 125 базисных пунктов.

5 августа 2008г. планируется размещение облигационного выпуска 6 серии Северо-Западного Телекома. Учитывая позиционирование организаторов, можно спрогнозировать, что по итогам данного размещения доходность выпуска 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.

Наличие собственной магистральной сети связи во всех регионах РФ и стратегический характер бизнеса «Синтерры» позволяет позиционировать облигации оператора рядом с кривой доходности облигаций МРК. Данный факт подтверждается также тем, что в перспективе не исключено вхождение Синтерры в состав 1 из федеральных операторов. Учитывая некоторые особенности Синтерры по сравнению с МРК, а также то, что некоторые показатели финансовой устойчивости и покрытия Синтерры несколько хуже среднеотраслевых, мы полагаем, что **справедливый уровень доходности первого выпуска облигаций Синтерры находится ориентировочно на 250 б.п. выше логарифмической кривой доходности облигаций МРК, что соответствует уровню доходности в 15,85% с данной дюрацией.**

Таким образом, с учетом новой ставки купона в размере 17,5%, покупка долга «Синтерры» с доходностью 18,3% годовых к оферте через 1 год представляется нам интересной инвестиционной идеей, т.к. дает премию к справедливой оценке в размере 245 б.п.

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



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 ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКОВСКИХ ОПЕРАЦИЙ

#### e-mail

#### Вн. телефон

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