

Российские корпоративные облигации

Специальное обозрение

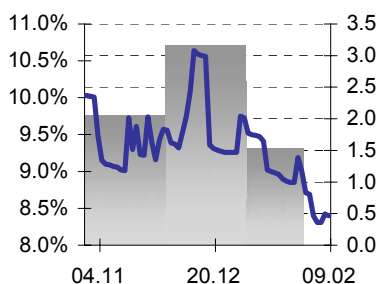
9 февраля 2005 г.

Дальсвязь: переходящий вымпел

**Налоговые органы
предъявили компании претензии
на сумму 25,5 млн долларов**

По сообщению ОАО Дальсвязь, налоговые органы предъявили претензии по результатам проверки деятельности компании за 2001—2002 гг. на общую сумму 718 млн руб. (25,5 млн долларов США). Основная часть претензий связана с неуплатой налога на прибыль и НДС на 245 млн руб. и на 209 млн руб., соответственно. Объем налоговых претензий практически равен общей сумме прибыли компании за 2001—2003 гг. (716 млн руб.). Менеджмент компании объявил о намерении оспаривать результаты налоговых претензий в судебном порядке.

Доходность (левая ось) и помесечный
объем торгов с учетом сделок РЕПО
(правая ось) по облигациям Дальсвязи,
% год. (ноябрь 2004—февраль 2005 гг.)



**Финансовые показатели —
лучше средних по отрасли**

Дальсвязь является одной из самых ликвидных облигаций на рублевом рынке — ежемесячный объем торгов близок к 150% от номинала облигации с учетом сделок РЕПО.

Доходность облигаций Дальсвязь, торгующихся к ofercie 16 ноября 2005 г., по закрытию рынка на 8 февраля составляла 8,41% год.

За последнюю неделю торгов доходность к ofercie варьировалась в пределах 8,71—8,41% год., цена — от 104,90 до 105,05% от номинала.

Объявление о наличии налоговых претензий вызвало немедленное снижение котировок облигаций более чем на 0,5%, акций — более чем на 3%.

Финансовые показатели Дальсвязи выгодно отличаются от большинства предприятий фиксированной связи — дочерних компаний Связьинвеста:

- Чистая рентабельность компании более чем вдвое превосходит среднеотраслевую.
- Соотношение долг / EBITDA — вдвое ниже, чем среднее по отрасли.
- Соотношение долг / собственный капитал — одно из самых низких по отрасли.
- В случае если компания будет вынуждена фондировать вновь возникшую задолженность только за счет заемных средств, долговая нагрузка не превзойдет средней по отрасли.

**Компания сможет расплатиться,
если налоговые претензии
останутся в силе**

Таким образом, мы можем сделать вывод, что даже в случае если предъявленные компании налоговые претензии останутся в силе по завершении судебных процессов, финансовое положение компании, скорее всего, позволит расплатиться с налоговой службой.

Финансовые показатели отрасли связи (9 мес. 2004 г.)

Эмитент	Выручка, млн долл.	Чистая прибыль, млн долл.	Процентный долг, млн долл.	Процентный долг / EBITDA	Краткосрочный долг / EBITDA
ЦТК	622	0	590	4,78	1,83
Уралсвязьинформ	599	55	467	2,95	1,06
СибирьТелеком	467	27	223	3,09	0,66
ВолгаТелеком	461	47	210	1,63	0,59
ЮТК	420	3	619	7,63	3,74
МГТС	373	38	146	1,48	0,62
СЗ Телеком	355	37	99	1,19	0,57
Дальсвязь	219	37	51	1,55	0,25

Впрочем, случай с Дальсвязью напоминает все же «дело Вымпелкома». Иначе говоря, скорее всего, нас ждет значительное сокращение налоговых претензий в обозримом будущем. Аналогии с «делом Вымпелкома» можно провести по следующим причинам:

Государству проще договориться с государством

- Связьинвест (владелец 50,56% обыкновенных акций компании) является государственной компанией, хотя приватизация монополии не за горами. Логичным было бы предположить, что государственной компании все же заметно легче договориться с мытарями, чем аналогичной компании в частной собственности.

Налоговые претензии могут уменьшить, а не увеличить бюджетные доходы

- Вчера в рамках подготовки программы приватизации Связьинвеста, замглавы МЭРТ объявил о включении Ростелекома в общую схему приватизации Связьинвеста и обеспечении доступа иностранцев к аукциону. Иными словами, государство делает многое, чтобы увеличить стоимость компании на предстоящем аукционе. Неожиданное предъявление налоговых претензий одной из дочек Связьинвеста в контексте подготовки приватизации телекоммуникационного холдинга выглядит как минимум нежелательным. Испуг инвесторов может очень дорого обойтись государству в процессе приватизации.

Полное отсутствие корпоративных конфликтов

- Собственники компании, да и сама компания не конфликтовали и не конфликтуют между собой и с государственными органами.

Таким образом, мы ожидаем, что развитие событий будет скорее напоминать «дело Вымпелкома», т.е. налоговые претензии будут пересмотрены в сторону уменьшения в течение достаточно непродолжительного периода времени, и это практически не отразится на финансовых результатах компании.

Иностранцев держателей Дальсвязи меньше — реакция не будет настолько острой

Причем мы не ожидаем, что падение котировок будет настолько же драматичным, как у Вымпелкома (–6,5% в течение 5 рабочих дней после объявления). По нашим оценкам, основными продавцами облигаций оператора мобильной связи были иностранные держатели, чья доля в бумагах Дальсвязи едва ли сравнима с Вымпелкомом.

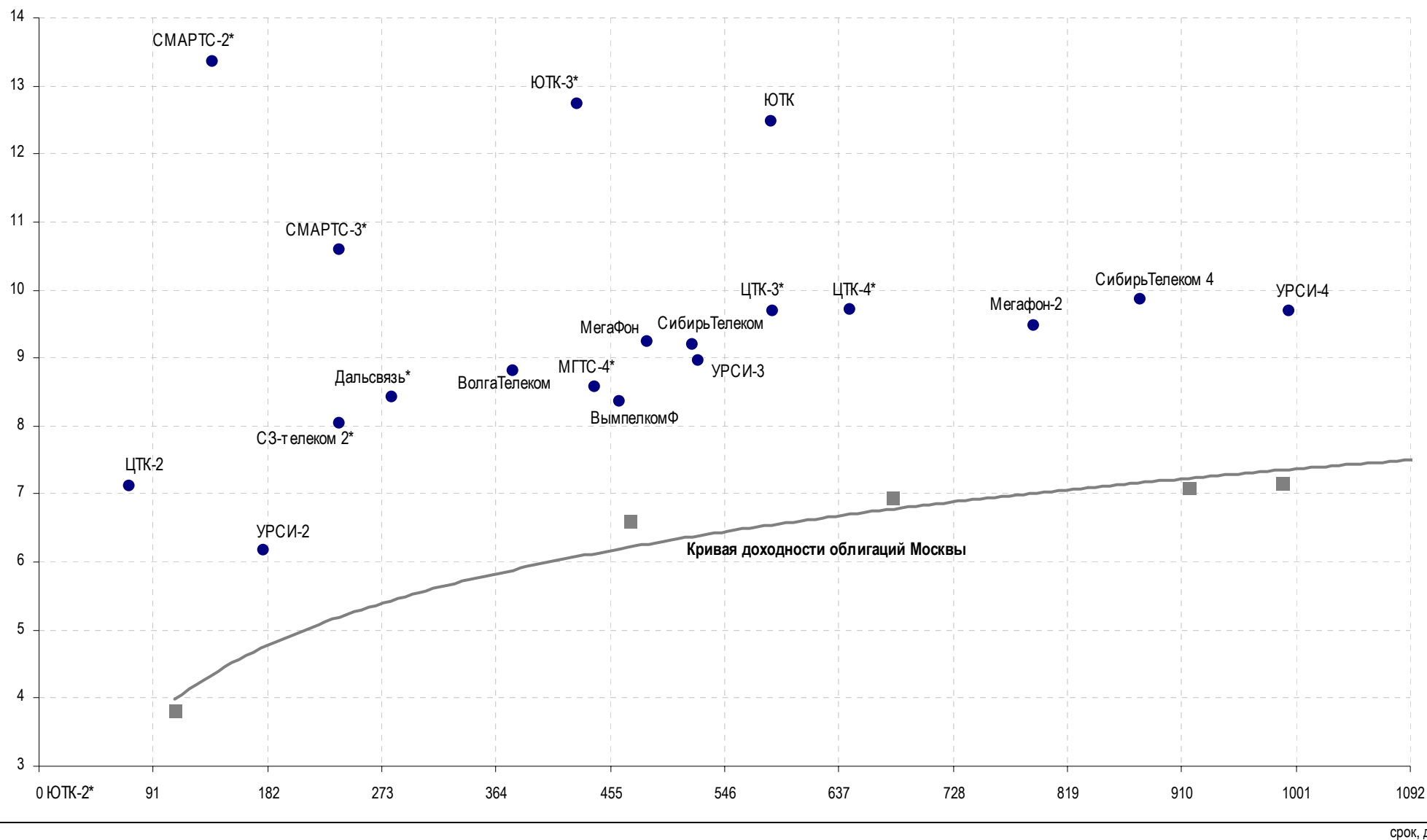
Наша рекомендация — держать

Наша рекомендация в этой ситуации — держать свои позиции и увеличивать их в случае снижения котировок с текущих уровней более чем на 2%.

Кривая доходности рублевых облигаций отрасли связи

доходность, % годовых

9 февраля 2005 г.



Райффайзенбанк Австрия

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	721-28-46
Факс	721-99-01

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

**Член правления, начальник управления корпоративного финансирования
и инвестиционно-банковских операций**

Павел Гурин	pgourine@raiffeisen.ru
-------------	------------------------

**Начальник отдела корпоративного финансирования
и инвестиционно-банковских операций**

Роман Зильбер	rzilber@raiffeisen.ru
---------------	-----------------------

Группа структурирования

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru
Михаил Мирошниченко	mmiroshnichenko@raiffeisen.ru

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru
Арсен Манукян	amanoukyan@raiffeisen.ru

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru
-----------------	----------------------

Аналитика

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru
----------------	--------------------------

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию еженедельный информационно—аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.