


ГАЗПРОМБАНК

Дальсвязь: новый ориентир во втором эшелоне

Рейтинги

S&P	—
Moody's	—
Fitch	B+

Условия выпуска

Эмитент	ОАО «Дальсвязь»
Объем, млрд руб.	1,5
Погашение	2012 г.
Оферта	1,5 - 2 года
Ориентир по купону	16% - 17%
Организаторы	Газпромбанк

Дальсвязь – первая МРК, вернувшаяся на рынок публичного долга после кризиса: компания планирует разместить выпуск биржевых облигаций объемом 1,5 млрд рублей. Мы полагаем, что с точки зрения кредитного качества Дальсвязь – одна из лучших региональных компаний связи, главным образом, благодаря низкой долговой нагрузке и высокой доле новых услуг в выручке. Дополнительным фактором инвестиционной привлекательности для инвесторов должно стать вероятное включение нового выпуска в ломбардный список ЦБ (аналогично обращающимся облигациям Дальсвязи, имеющим «залоговый статус»). Мы полагаем, что новый выпуск Дальсвязи станет ориентиром для других региональных телекомов, планирующих выйти на публичный рынок долга в этом году.

- ▶ **Региональные компании связи: относительно устойчивая к кризису бизнес-модель.** Потребление услуг связи в целом не сильно подвержено влиянию экономического кризиса, за исключением корпоративного сегмента. У МРК на долю корпоративных клиентов приходится меньшая часть выручки, в то время как население обеспечивает основной поток доходов. При этом риск снижения спроса со стороны населения (особенно на услуги фиксированной связи) крайне невысок. В структуре доходов Дальсвязи население составляет 56%, корпоративные клиенты – 23%.

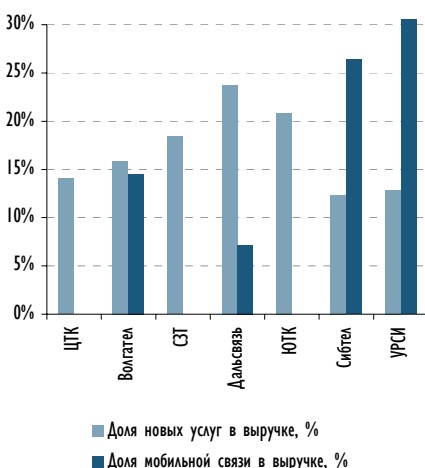
С точки зрения кредитного профиля компаний связи важным моментом, на наш взгляд, является «дискретный» характер капитальных затрат: в ответ на возможное сокращение денежных потоков большинство МРК заметно сократило свои инвестиционные планы на 2009 год.

- ▶ **Потенциал роста доходов сохраняется, главным образом, за счет новых услуг.** Традиционные услуги связи являются регулируемым сегментом бизнеса – рост тарифов ограничивается государством. В частности, в текущем году предельный рост тарифа для населения установлен на уровне 8%. Отсутствие «гибкости» в плане регулирования цен, а также растущая конкуренция со стороны альтернативных операторов и мобильной связи обуславливают общую стагнацию выручки от традиционных услуг МРК в течение ближайших лет.

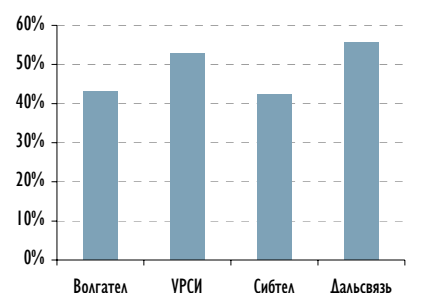
В то же время этот фактор компенсируется существенным потенциалом роста выручки от «новых услуг» - в частности, широкополосного доступа в Интернет (ШПД), цифрового ТВ и передачи данных. Уровень проникновения услуг ШПД в регионах остается невысоким, при этом МРК имеют конкурентное преимущество перед альтернативными операторами в виде доступа к инфраструктуре «последней мили». Мы полагаем, что в ближайшие несколько лет оказание новых услуг будет оставаться ключевым драйвером роста выручки МРК.

- ▶ **Дальсвязь – лидер по темпам развития новых услуг среди всех МРК.** На фоне других МРК компания характеризуется наибольшим вкладом доходов от новых услуг в выручку – 24% по итогам прошлого года (в среднем по отрасли – 17%) и 27% – по итогам 1кв2009. На фоне впечатляющей динамики доходов от ШПД (+60% в 2008 году) Дальсвязь стала лидером по общим темпам роста продаж среди всех региональных телекомов. На локальных рынках услуг ШПД Дальсвязь и Сахателеком (дочерняя компания, ведущая бизнес в Якутии) занимают 72% и 81% рынка соответственно, при этом основными конкурентами выступают местные провайдеры, а не федеральные операторы.

- ▶ **Сотовые активы – «дополнительный бонус».** Около 7% доходов Дальсвязи (на основе МСФО отчетности за прошлый год) формируют услуги мобильной связи, предоставляемые двумя филиалами (Камчатский, Магаданский), а также дочерними компаниями, ООО Бит и ЗАО Акос, в Сахалинской области и Приморском крае. По состоянию на начало 2009 года база абонентов насчитывала 383 тыс. человек. Мы полагаем, что сотовые активы в долгосрочной перспективе вряд ли станут существенным драйвером «органического» роста доходов компании, учитывая довольно жесткую конкуренцию со стороны «большой тройки». В то же время сотовый бизнес обеспечивает стабильно высокую доходность. По нашим оценкам, сотовый сегмент Дальсвязи в прошлом году был наиболее рентабельным среди всех МРК, имеющих мобильные активы (Волгателеком, Уралсвязьинформ, Сибирьтелеком).

Доля новых услуг и мобильной связи в выручке МРК


Источник: отчетность компаний по МСФО за 2008 г., расчеты ГПБ

Рентабельность OIBDA сотовых активов МРК


Источник: отчетность компаний по МСФО за 2008 г., расчеты ГПБ

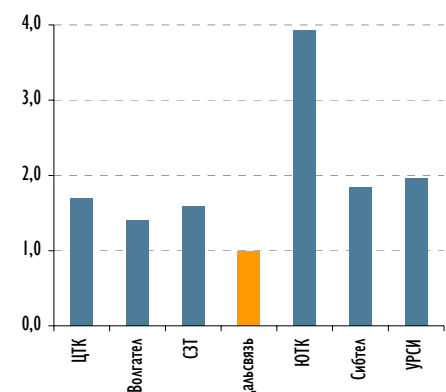


- ▶ **Реструктуризация Связьинвеста – неоднозначный эффект с точки зрения кредитного качества, но риски, в конечном счете, не велики.** Предстоящая реорганизация Связьинвеста вносит существенную неопределенность в отношении будущего МРК. В настоящее время идет разработка схемы консолидации активов на базе Ростелекома. При этом двумя основными сценариями реорганизации являются создание единого оператора связи путем присоединения МРК к Ростелекому, а также создание холдинга на базе Ростелекома путем передачи ему пакетов акций МРК от Связьинвеста.

Мы полагаем, что с точки зрения реализации синергетического потенциала наиболее целесообразным является создание единой компании путем объединения МРК и Ростелекома – именно этот вариант предусмотрен правительственной концепцией реорганизации Связьинвеста. Эффект от объединения с точки зрения кредитного качества будет неоднозначным. С одной стороны, единый оператор будет более конкурентным на российском рынке связи, что предполагает более высокий потенциал роста денежных потоков, а также будет иметь доступ к более дешевым источникам заемного капитала. С другой – совокупная долговая нагрузка объединенной компании (относительно генерируемых денежных потоков) будет существенно выше, чем у отдельно взятых МРК с низким кредитным плечом, в частности Дальсвязи.

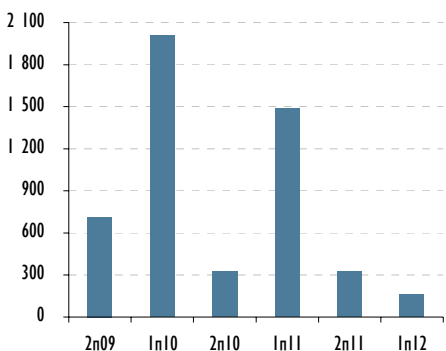
В любом случае, мы полагаем, что для инвесторов в рублевые бонды МРК реструктуризация Связьинвеста не должна нести в себе существенных рисков. По законодательству при слиянии с Ростелекомом МРК должны будут выставить дополнительную оферту по облигациям в рамках удовлетворения требований кредиторов по досрочному погашению долга, что потенциально позволит держателям бумаг получить дополнительную доходность от сокращения дюрации выпусков.

Долг / OIBDA МРК, 2008



Источник: отчетность компаний по МСФО, расчеты ГПБ

График погашения долга, млн руб.



Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

*с учетом выкупа облигаций Дальсвязь-2 по оферте в июне 2010 г.

- ▶ **Финансовые результаты 2008 г. – 1-й кв. 2009 г.: хороший контроль над затратами...** В целом мы позитивно оцениваем результаты Дальсвязи за 2008 год и 1-й квартал 2009. Компания демонстрирует хороший уровень контроля над основными статьями операционных расходов, что позволило увеличить рентабельность OIBDA на 4,5 п.п. в прошлом году (к уровню 2007 г.) и на 1,4 п.п. – в 1-м квартале (по отношению к 1 кв. 2008 г.).

- ▶ **... и самая низкая среди всех МРК долговая нагрузка.** По итогам прошлого года долговая нагрузка Дальсвязи была минимальной – около 1x в терминах Долг/OIBDA (по сравнению с 1,5x на конец 2007 года). При этом мы отмечаем, что кредитное плечо Дальсвязи – наименьшее среди всех МРК: средний показатель Долг/OIBDA по всем компаниям по итогам 2008 года находился на уровне 1,9x (на основе данных МСФО отчетности). Наименьшая долговая нагрузка отчасти объясняется довольно сбалансированной инвестиционной программой Дальсвязи: в прошлом году отношение капитальных затрат к выручке составляло 20% (против среднего по отрасли 26%).

- ▶ **Кредитный портфель и позиция ликвидности в 2009 году.** По состоянию на 1 июля объем долга Дальсвязи составлял около 5 млрд руб. Крупнейшие кредиторы компании – Сбербанк, выдавший в 2007 году кредит на покупку 51% акций ОАО «Сахателеком», а также Связь-Банк. Кроме того, 36% долга приходится на выпуск облигаций Дальсвязь-2. Объем неиспользованных кредитных ресурсов составляет 974 млн руб. (в рамках двух кредитных линий в Связь-Банке).

Кредитный портфель, млн руб., 01/07/2009

Инструмент	Валюта	Ставка	Долг, млн руб.	Срок погашения
Сбербанк	RUR	8,75%	1 792	январь 2012, ежеквартально
Облигации Дальсвязь-2	RUR	8,85%	2 000	июнь 2010 г. (оферта)
Связь-Банк	RUR	17%	1 160	май 2011 г.
Дальневосточный Банк	RUR	15,5% - 17,5%	87	октябрь 2009 г. – апрель 2011 г.
Всего, в т.ч.			5 039	
Краткосрочный долг			2 663	
Долгосрочный долг			2 376	

Источник: данные Компании, расчеты ГПБ



Денежный поток Дальсвязи в 2009 году

	Объем, млн руб.
Денежные средства, 31/12/08	554
плюс:	
Операционный денежный поток 2009*	4 459
минус:	
Дивиденды за 2008	431
Сарех 2009**	3 173
Свободный денежный поток	1 409

Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

*Оценка Газпромбанка

**Прогноз Компании

В текущем году, на наш взгляд, у компании не должно возникнуть сложностей с рефинансированием. Во-первых, объем погашений до конца года (около 750 млн руб.) покрывается свободными кредитными лимитами в банках. Во-вторых, по нашей оценке, в текущем году Дальсвязь будет генерировать положительный свободный денежный поток, который она сможет использовать для сокращения долговой нагрузки.

Пик платежей по долгу приходится на 1-е полугодие 2010 года, когда компании предстоит пройти оферту по выпуску облигаций Дальсвязь-2. Стоит отметить, что реальный объем погашений может быть меньше. В случае сохранения благоприятной конъюнктуры на рынке рублевого долга мы не исключаем, что компании удастся оставить выпуск «в рынке», установив адекватную ставку на следующие купонные периоды после оферты.

Дальсвязь: основные финансовые показатели по МСФО

	2009П*	1-й кв. 2009 г.	Изменение, %	2008 г.	Изменение, %	2007 г.
Выручка, млн руб.	18 000	4 259	8,5%	16 109	7,4%	15 001
OIBDA, млн руб.	6 300	1 807	12,2%	5 734	22,9%	4 667
Рентабельность OIBDA	35%	42,4%	+1,4 п.п.	35,6%	+4,5 п.п.	31,1%
Общий долг, млн руб.	-	5 456	-20,3%	5 687	-17,4%	6 884
В т.ч. краткосрочный	-	2 490	25,8%	2 481	26,9%	1 955
долгосрочный	-	2 966	-39,1%	3 206	-35,0%	4 929
Денежные средства и эквиваленты, млн руб.	-	777	-31,1%	554	62,0%	342
Долг/OIBDA	-	0,9	-	1,0	-	1,5
Чистый долг/OIBDA	-	0,8	-	0,9	-	1,4
Операционный денежный поток, млн руб.	-	1 263	-	4 084	24,7%	3 275
Инвестиционный денежный поток, млн руб.	-	-816	-	-2 541	-13,6%	-2 941
Чистый денежный поток, млн руб.	-	223	-	212	34,2%	158

Источник: данные Компании, расчеты Газпромбанка

*прогнозы Компании

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом и долговом рынках****Андрей Богданов**
Артем Архипов
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arkhypov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksai.Astapov@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**
Дмитрий Котляров+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**
Яков Яковлев+7 (495) 980 41 82
Artem.Arkhypov@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 980 41 82
Artem.Arkhypov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**начальник департамента
+7 (495) 980 4134
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Управление рынков заемного капитала****Игорь Ешков**директор
+7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Андрей Мионов**
начальник управления
+7 (495) 988 23 66**Продажи****Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Трейдинг****Александр Семенников**
+7 (495) 988 2373
semal@gazprombank.ru**Илья Ремизов**+7 (495) 983 1880
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Сергей Яблонский**+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988-24-11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**+7 (495) 428 49 80
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Андрей Блохин**+7 (495) 983 17 28
Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.