

## Облигации «Южная телекоммуникационная компания»

 Богословский Д.  
Красникова М.

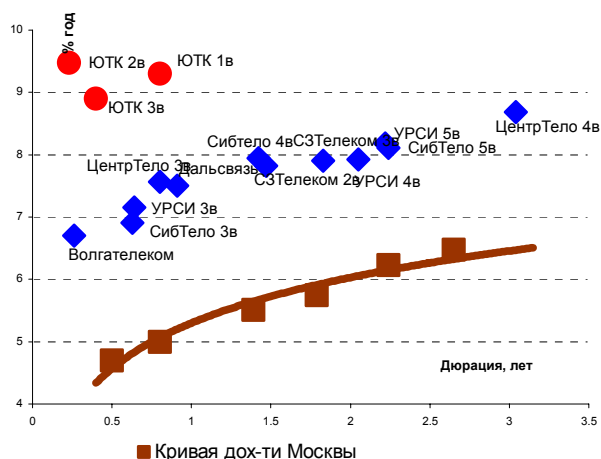
### РЕЗЮМЕ

#### Основные финансовые показатели ОАО «Южная телекоммуникационная компания» по РСБУ

млн. руб.	2002	2003	2004	3 кв. 2005
Выручка	10,5	13,5	16,8	13,3
Прибыль от продаж	2,7	3,1	3,4	3,3
Валюта баланса	16,5	31,0	43,4	43,2
Собственный капитал	10,2	12,6	12,4	12,4
Коэффициент текущей ликвидности	0,56	0,57	0,38	0,24
Коэффициент мгновенной ликвидности	0,05	0,04	0,03	0,02
Коэффициент автономии	0,63	0,41	0,29	0,29
Рентабельность продаж, %	25,61	22,90	20,26	24,79
Рентабельность валовых активов, %	16,38	9,98	7,83	7,60
Средний срок оборачиваемости валовых активов	571	837	945	893
Средний срок оборачиваемости запасов	27	38	33	31
Доля долгосрочных пассивов в платном долге	0,53	0,71	0,65	0,42
Платный долг/выручка	0,23	0,99	1,38	2,42
% к уплате/прибыль от продаж	0,07	0,18	0,59	0,49

Источник: ЮТК

#### Диаграмма доходности



Еще полгода назад ОАО «Южная телекоммуникационная компания» (ЮТК) была аутсайдером долгового рынка среди российских телекомов. Активная инвестиционная политика, повлекшая за собой резкий рост долговой нагрузки, способствовала ухудшению кредитного качества заемщика и снижению его кредитной репутации.

Однако в течение последнего полугодия ЮТК изменила стратегию. Компания сделала акцент на максимальном использовании внутренних резервов, сократив почти в 4 раза свою инвестиционную программу и предприняв ряд действий по реструктуризации существующей задолженности.

Мы считаем, что в ближайший год кредитоспособность ЮТК улучшится. Благоприятное влияние на это окажут 5 факторов:

- ✓ Прочное положение на рынке фиксированной связи ЮФО;
- ✓ Положительные перспективы расширения деятельности в сегменте новых услуг;
- ✓ Возможность увеличения тарифов;
- ✓ Поддержка со стороны государства;
- ✓ Наличие уже реализованных инвестиционных проектов.

В случае, если ЮТК осуществит размещение нового облигационного займа на 5 млрд. рублей и направит эти средства на рефинансирование существующих обязательств, структура пассивов компании значительно улучшится, и впоследствии произойдет снижение общего уровня долговой нагрузки.

#### Позиционирование займа

- ✓ На сегодняшний день кредитный риск ЮТК остается высоким в сравнении с другими межрегиональными телекоммуникационными компаниями
- ✓ На фоне вероятного восстановления рынка мы ожидаем снижения спреда в доходности облигаций ЮТК в пределах 100 б.п. до сентябрьских значений

## Общая характеристика эмитента

- ОАО «Южная телекоммуникационная компания» (ЮТК) – крупнейший оператор фиксированной связи в Южном Федеральном Округе. ЮТК работает в 10 субъектах Российской Федерации и предоставляет широкий спектр «традиционных» услуг (местная, междугородная и международная телефонная связь) и «новых» услуг связи (Интернет, IP-телефония, услуги ISDN, построение VPN, кабельное телевидение).
- По данным за 9 месяцев 2005 года ЮТК удерживает около 82 % рынка услуг фиксированной электросвязи ЮФО. Совокупная доля компании на рынке услуг связи в округе оценивается в 35%. При этом рынок округа обладает значительным потенциалом. Общая численность населения составляет 18 млн человек (13,8 % всего населения России).
- По величине задействованной емкости и количеству АТС ЮТК занимает третье место среди межрегиональных компаний связи. Задействованная емкость составляет 3,95 млн номеров, количество ОТА превысило 3,97 млн.
- Корпоративная структура ЮТК прозрачна. Весь основной телекоммуникационный бизнес сосредоточен в одном юридическом лице (ОАО «ЮТК»). Как и в других региональных операторах связи, контролирующим акционером ЮТК является «Связьинвест». Остальная часть акций распылена между номинальными держателями.
- Кредитный рейтинг ЮТК находится на уровне ССС+, прогноз «стабильный». Это означает, что своевременное выполнение долговых обязательств компанией в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий.
- Результаты операционной деятельности компании свидетельствуют о том, что на сегодняшний день ЮТК в состоянии генерировать стабильный денежный поток, работать с высокой рентабельностью и обслуживать свои краткосрочные обязательства. По итогам 3 квартала 2005 ЮТК получила выручку 13,3 млрд. рублей, при этом рентабельность продаж ее составила около 25 %. Впрочем, несмотря на благоприятные показатели операционной деятельности, общая долговая нагрузка на ЮТК остается чрезвычайно высокой, а ликвидность находится на низком уровне.

**Таблица 1. Анализ преимуществ, недостатков, возможностей и угроз.**

<b>Преимущества</b>	<b>Недостатки</b>
Устойчивые позиции на рынке фиксированной связи	Недостаточная диверсификация произв. деятельности, отсутствие бизнеса в области сотовой связи
Расширение деятельности в сегменте новых услуг связи	Высокая долговая нагрузка
Улучшение производственно - экономических показателей	Низкая ликвидность
<b>Возможности</b>	<b>Угрозы</b>
Улучшение тарифной структуры	Низкий уровень развития регионов ЮФО
Повышение технического уровня эксплуатируемых сетей	Растущая конкуренция со стороны альтернативных операторов связи
Потенциал роста	Рост издержек, в том числе за счет роста тарифов на электроэнергию

*Источник: АКБ «СОЮЗ» (ОАО)*

## Позиции на рынке

Потенциал развития бизнеса межрегиональных компаний связи, а также их финансовое состояние во многом зависят от характеристик тех рынков, на которых они работают. Компания ЮТК осуществляет свою деятельность на юге европейской части России, в Южном Федеральном округе. Рынок этого округа географически неоднороден и включает в себя, с одной стороны, такие регионы как Краснодарский край, Волгоградская, Астраханские области, с другой стороны, республики Северного Кавказа. Площадь обслуживаемого ЮТК региона составляет 520 тыс. км<sup>2</sup>. Общая численность населения округа превышает 18 млн. человек.

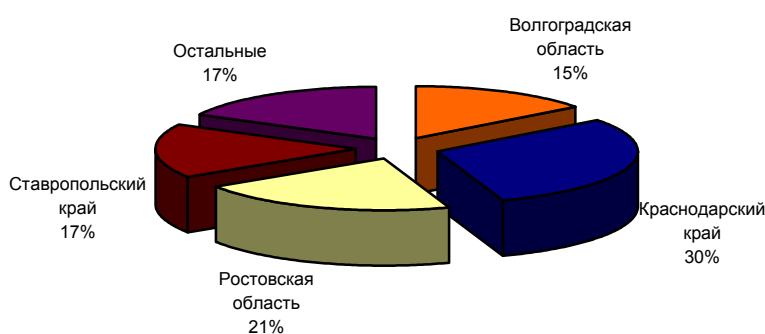
В отличие от регионов ЦФО или УФО показатели уровня жизни населения Южного Округа находятся на достаточно низком уровне. Уровень денежных доходов населения ЮФО ниже среднероссийского уровня на 35%. По данным за 1 полугодие 2005 года в среднем на душу населения денежные доходы составили около 4,5 тысяч рублей.

В структуре экономики региона доминируют мелкие и средние предприятия, которые составляют клиентскую базу ЮТК. При этом по сравнению с большинством межрегиональных компаний климатические условия, в которых работает ЮТК, являются наиболее благоприятными, что удешевляет развертывание и обслуживание сетей. К тому же положительное влияние на уровень доходов эмитента оказывает прирост трафика междугородных и международных разговоров за счет притока отдыхающих во время курортного сезона (на Азово-Черноморском побережье и курортах Кавказских минеральных вод).

По данным за 9 месяцев 2005 года позиции на рынке связи ЮФО у Южной телекоммуникационной компании достаточно устойчивы. Доля компании оценивается на уровне 35 %, в секторе услуг фиксированной электросвязи на уровне 82 %.

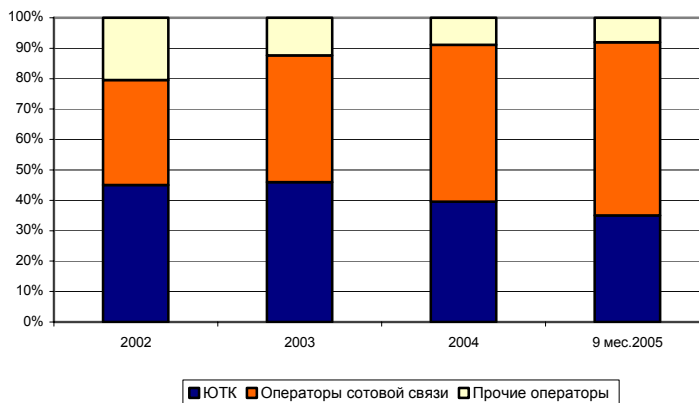
Важно отметить, что с каждым годом конкуренция возрастает. Наблюдается рост числа альтернативных операторов в сфере предоставления новых услуг связи и услуг дальней связи. На сегодняшний день на территории округа действуют 442 оператора. Наибольшее их количество приходится на услуги местной и междугородной телефонной связи (249 операторов) и Интернет (112). Однако, основную конкуренцию ОАО «ЮТК» на телекоммуникационном рынке ЮФО создают операторы сотовой связи (44 компании), представляющие в регионах около 12 торговых марок.

Структура выручки ЮТК по регионам за 3 кв. 2005 г.



Источник: ЮТК

Динамика доли рынка ЮТК и операторов сотовой связи в 2002-2005 гг.



Источник: ЮТК

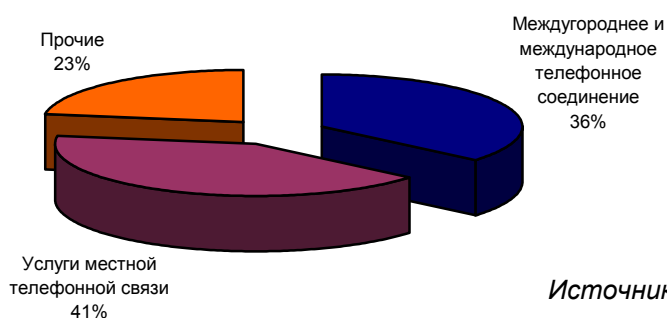
Основными видами продукции ЮТК являются предоставление услуг местной телефонной связи и услуг по междугородному и международному телефонному соединению. Дополнительно ЮТК активно наращивает свое присутствие в сегменте новых услуг, включающих передачу данных в Интернет и услуги интеллектуальной сети.

В связи с тем, что в 2003-2004 гг. компания осуществила ряд масштабных инвестиционных проектов, на сегодняшний день в ЮТК обеспечена надежная производственно-технологическая база для дальнейшего развития. Уровень цифровизации линий сети ЮТК достаточно высок по сравнению с другими компаниями «Связьинвеста». Цифровизация ГТС у ЮТК превышает 65 %, СТС – соответственно 40 %.

Параллельно с развитием основных видов бизнеса ЮТК увеличивает доходы от перспективных услуг. Так в 1 полугодии 2005 года доходы от перспективных слуг связи ЮТК выросли на 73% и составили 649,1 млн. руб., в том числе доходы от услуг Интернет выросли на 70%, от услуг построения частных корпоративных сетей (VPN) - на 42,8%, от услуг IP-телефонии - в 4,7 раза. Общее число пользователей Интернет в ЮФО на конец первого полугодия 2005 года составило 434 тыс. абонентов, прирост пользователей за полгода - 9,2%. В целом по ЮФО доля рынка ЮТК по доступу в Интернет составила 50%. И в 2005-2006 гг. ожидается продолжение активного роста развития услуг Интернет и увеличение числа пользователей еще на 40%.

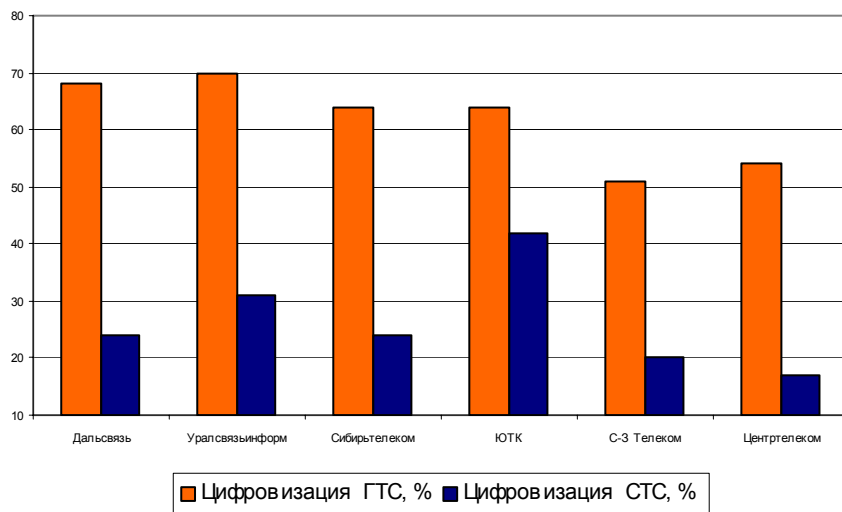
Несмотря на активное развитие перспективных услуг, основную долю в выручке ЮТК по прежнему занимают регулируемые услуги, тарифы зависящие от государства или «Ростелекома» (что само по себе резко ограничивает доходность любой МРК). Темпы роста тарифов, регулируемые государством, и текущий уровень рентабельности не позволяют в полной мере финансировать все проекты за счет собственных средств. Это вынуждает МРК наращивать заемный капитал (растет зависимость от кредиторов, долговая нагрузка), что негативно отражается на финансовом положении компаний.

**Структура выручки ЮТК от производственной деятельности в 3 квартале 2005 года**



Источник: ЮТК

**Уровень цифровизации сети по компаниям МРК, %**



Анализ финансового состояния проводился по данным бухгалтерской отчетности ЮТК за 2003 - 3 кв. 2005 года, подготовленной в соответствии с РСБУ. Основными положительными моментами при анализе финансового состояния ЮТК стали: увеличение выручки, прибыли от продаж, чистой прибыли, а также высокая рентабельность производственной деятельности. Негативными факторами можно назвать значительный размер долговой нагрузки и невысокие показатели ликвидности.

### Выручка и операционные результаты

В течение последних трех лет ЮТК демонстрировала положительную динамику выручки, прибыли от продаж. За 3 квартала 2005 года компания реализовала услуг на сумму 13,3 млрд. рублей. При этом рентабельность продаж составила почти 25%. Исходя из основных параметров бизнес-плана компании на 2005 год намечается рост валовой выручки на 7,7 %, до 18 млрд рублей, в том числе по доходам от услуг связи на 9,2 % до 17,8 млрд рублей. В дальнейшем (в 2006-2007 гг.) мы планируем, что динамика доходов от производственной деятельности ЮТК будет оставаться положительной. Во многом этот рост будет обусловлен повышением тарифов на услуги связи в ЮФО, о чем делали официальные заявления как представители компании, так и представители «Связьинвеста». Подобные повышения тарифов уже происходили неоднократно. Например, с 1 сентября 2005 года ЮТК увеличило тарифы на местную связь для населения в среднем на 20% и для организаций - на 15%.

### Долговая нагрузка

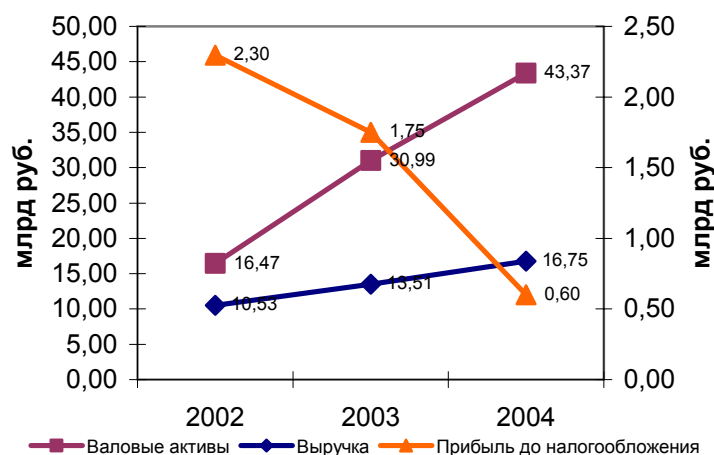
С целью финансирования инвестиционных проектов и для обновления основных фондов, ЮТК активно привлекала в 2003-2004 гг. заемное финансирование. По данным на конец 2004 года суммарный объем займов и кредитов ЮТК составил около 19 млрд. рублей, что при выручке в 17 млрд. рублей является значительным показателем. Однако на сегодняшний день компания пересмотрела свою долговую политику и сейчас планирует реструктуризировать долг в сторону увеличения доли долгосрочных кредитов и займов. В случае если ЮТК рефинансирует текущие краткосрочные обязательства, мы ожидаем, что суммарная долговая нагрузка на компанию уменьшится в 2006 году до 0,9 (отношение платного долга к выручке). При этом соотношение процентов к уплате к прибыли от продаж не превысит 0,5.

Важно отметить, что ЮТК обладает безупречной кредитной репутацией. Группа уже разместила на внутреннем долговом рынке три облигационных займа и в течение всего времени обращений бумаг полностью и в срок выполняла все свои обязательства.

### Ликвидность

Как и у других межрегиональных компаний, ликвидность ЮТК находится на крайне низком уровне. Коэффициент текущей ликвидности равен 0,24, мгновенной соответственно 0,02. Таким образом, ОАО «ЮТК» может столкнуться с проблемами при обслуживании своих краткосрочных обязательств. С этой точки зрения, размещение планируемого облигационного займа ОАО «ЮТК» на 5 млрд.руб. позволит рефинансировать часть наиболее дорогих краткосрочных пассивов, что будет способствовать снижению риска рефинансирования краткосрочного долга.

Динамика валовых активов, выручки и прибыли до налогообложения компании.



Источник: ЮТК

**Таблица 2. Основные финансовые показатели ОАО «ЮТК»**

Финансовые показатели	2002	2003	2004	1 кв.2005	2 кв.2005	3 кв.2005
Выручка (млн руб.)	10531,98	13506,59	16752,58	4290,40	8669,97	13259,71
Прибыль от продаж (млн руб.)	2697,19	3092,89	3393,59	1043,71	2099,27	3287,44
Чистая прибыль (млн руб.)	1561,92	1143,57	276,65	10,71	106,74	182,18
Валюта баланса (млн руб.)	16467,46	30988,22	43366,19	43044,64	43255,76	43242,11
Собственный капитал (млн руб.)	10248,57	12556,67	12421,75	12197,22	12284,31	12359,21
Коэффициент текущей ликвидности	0,56	0,57	0,38	0,36	0,28	0,24
Коэффициент мгновенной ликвидности	0,05	0,04	0,03	0,03	0,01	0,02
Коэффициент автономии (независимости)	0,63	0,41	0,29	0,29	0,29	0,29
Рентабельность продаж, %	25,61	22,90	20,26	24,33	24,21	24,79
Рентабельность валовых активов, %	16,38	9,98	7,83	2,42	4,85	7,60
Средний срок оборачиваемости валовых активов	570,70	837,42	944,85	915,49	910,52	892,74
Средний срок оборачиваемости запасов	27,22	37,86	33,50	33,38	33,10	31,13
Платный долг/выручка	0,23	0,99	1,38	1,35	1,37	2,42
Платный долг/валовые активы	0,21	0,11	0,12	0,36	0,36	0,10
Проценты к уплате/прибыль от продаж	0,07	0,18	0,59	0,60	0,58	0,49

Источник: АКБ «СОЮЗ» по данным эмитента

## Сравнительный анализ

Сравнительный анализ межрегиональных компаний связи свидетельствует о том, что все семь МРК обладают умеренной кредитоспособностью. В отдельную категорию можно выделить «ЦентрТелеком» (высокие темпы роста промышленного производства в регионе, наибольшая численность и плотность населения, высокие темпы роста реальных доходов населения) и «Уралсвязьинформ» (самая высокая среднемесячная заработная плата, достаточно большие темпы роста реальных доходов населения, высокие темпы роста промышленного производства).

Практически по всем МРК наблюдается рост абонентской базы, тарифов на местную связь, доходов от предоставления услуг сотовой связи и «новых услуг». Как правило, это основные причины роста выручки от реализации услуг МРК. В 2006 году можно рассчитывать на сохранение этих тенденций. В тоже время, важно отметить, что доходность фиксированной связи ограничена регулируемыми государством тарифами. Поэтому для увеличения рентабельности своей деятельности МРК наращивают предоставление услуг сотовой связи, доступа в Интернет, и прочих «новых услуг».

Высокая социально-экономическая значимость телекоммуникационной отрасли, относительная прозрачность бизнеса МРК, а также непосредственное участие государства в деятельности компаний (через регулирование тарифов на фиксированную связь) существенно снижают политические риски в этой отрасли. Вероятность того, что какой-либо из МРК предъявят значительные налоговые претензии или откажут в продлении лицензии, на сегодняшний день минимальна, особенно в преддверии приватизации «Связьинвеста», которая намечена на 2006 год..

Доходность деятельности МРК на рынке фиксированной связи напрямую зависит от качества сетей: их цифровизации, протяженности волоконно-оптических и интеллектуальных сетей. Технологическими лидерами отрасли являются «Уралсвязьинформ» и «ЮТК», аутсайдерами – операторы «старых» регионов «Центртелеком» и «Северо-Западный Телеком». Ситуация усугубляется тем, что в европейском регионе традиционно сильнее конкуренция с альтернативными операторами, что вынуждает МРК ускорять модернизацию сетей за счет роста платного долга.

**Таблица 3. Сравнение производственных мощностей и уровня цифровизации компаний МРК в 2004 году.**

Компания	Монтированная ёмкость ПТС+СТС	Задействованная ёмкость, ПТС+СТС	Количество ОТА, Всего	Цифровизация ПТС, %	Цифровизация СТС, %	Телефонная плотность, на 100 чел.
ОАО "Дальсвязь"	1 508 117	1 258 936	1 282 733	68.00	24.00	22.75
ОАО "Уралсвязьинформ"	3 779 725	3 407 185	3 449 699	70.00	31.00	23.авг
ОАО "Сибирьтелеком"	4 192 898	3 869 879	3 919 983	64.00	24.00	20.33
ОАО "Южная телекоммуникационная компания"	4 119 530	3 954 510	3 971 985	64.00	42.00	21.47
ОАО "Северо-Западный Телеком"	4 708 844	4 291 993	4 274 497	51.00	20.00	32.15
ОАО "Центртелеком"	6 798 128	6 298 611	6 309 713	54.00	17.00	23.69

Источник: «Связьинвест»

#### Результаты операционной деятельности

Средний прирост выручки от реализации услуг МРК в 2004 году составил около 30 %. В абсолютном выражении наибольшая выручка отмечается у компании «Уралсвязьинформ», которой незначительно уступает «Центртелеком». Исходя из отчетности МРК за три квартал 2005 года, можно рассчитывать на сохранение этой тенденции (в среднем выручка компаний также увеличилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года). Вместе с тем, следует отметить, что по итогам 3 квартала текущего года чистая прибыль у отдельных компаний оказалась ниже, чем за аналогичный период 2004 года. Снижение чистой прибыли показали «Уралсвязьинформ», «Дальсвязь». На фоне продолжающегося роста выручки от реализации это говорит об увеличении удельных издержек компаний.

#### Ликвидность

У всех МРК наблюдаются достаточно низкие значения показатели ликвидности. Дефицит собственных оборотных средств характерен для любой компании, так как потребность в инвестициях (модернизация сетей является одним из ключевых условий успешной деятельности МРК в будущем) существенно превышает прибыль от основной деятельности. Соответственно МРК вынуждены наращивать платный долг. Наиболее высокий дефицит собственных оборотных средств отмечается у ОАО «ЮТК», ОАО «ЦентрТелеком» и ОАО «Уралсвязьинформ». Это негативно отражается на финансовой устойчивости этих компаний. Аналогично, на низком уровне остаются коэффициенты текущей и мгновенной ликвидности. Значения коэффициента мгновенной ликвидности существенно различаются в зависимости от МРК. В основном это связано со структурой краткосрочных активов компании (точнее, с удельным весом наиболее ликвидных активов).

#### Долговая нагрузка

В связи с реализацией масштабных инвестиционных программ большинство компаний «Связьинвеста» имеет высокую долговую нагрузку. Наибольшая величина платного долга (в относительном выражении) приходится на ОАО «ЮТК», ОАО «ЦентрТелеком» и ОАО «Уралсвязьинформ» - компании, у которых также отмечается наибольший дефицит собственных оборотных средств.

**Таблица 4. Кредитные рейтинги МРК от Standard and Poor`s на 22.11.2005.**

	рейтинг в иностранной валюте	рейтинг в национальной валюте
ОАО «ЦентрТелеком»	В-/Стабильный	В-/Стабильный
ОАО «СЗТ»	В+/Стабильный	В+/Стабильный
ОАО «Волгателеком»	В+/Стабильный	В+/Стабильный
ОАО «ЮТК»	ССС+/Стабильный	ССС+/Стабильный
ОАО «Уралсвязьинформ»	В+/Стабильный	В+/Стабильный

Источник: S&P

Финансовые показатели	Северо-Зап. Телеком		Сибирьтелеком		Волгателеком		Уралсвязьинформ		Центртелеком		Дальсвязь		ЮТК	
	2004	3 кв.2005	2004	3 кв.2005	2004	3 кв.2005	2004	3 кв.2005	2004	3 кв.2005	2004	3 кв.2005	2004	3 кв.2005
Выручка	15355,7	14792,2	19039,8	15717,0	18604,6	15506,4	24099,8	21353,6	24963,1	20006,6	8938,4	7454,4	16752,6	13259,7
Прибыль от продаж	3093,7	3523,2	2919,9	2838,4	5340,5	4221,6	6461,4	5441,8	5261,0	4507,0	1187,8	1360,1	3393,6	3287,4
Чистая прибыль	1327,0	1614,6	641,0	824,2	2056,3	1428,1	2120,4	1416,5	397,7	548,1	1144,2	717,2	276,6	182,2
Валюта баланса	25353,1	27997,2	25194,0	28218,9	28209,5	29936,1	40626,1	45896,3	44519,8	44387,3	11096,2	11708,5	43366,2	43242,1
Собственный капитал	14604,8	15881,7	10503,7	11080,0	14592,4	15473,5	15665,0	16476,6	15113,9	15520,2	4599,5	5089,5	12421,8	12359,2
<b>Ликвидность</b>														
СОС (собств. оборотные средства) (млн руб.)	-7402,77	-8294,04	-9861,04	-11336,47	-9639,69	-10402,21	-18036,59	-22348,32	-21975,53	-22236,22	-4107,48	-4337,36	-25304,91	-26071,44
Коэффициент текущей ликвидности	0,54	0,71	0,62	0,75	0,55	0,48	0,66	0,44	0,58	0,48	0,80	0,52	0,38	0,24
Коэффициент мгновенной ликвидности	0,04	0,08	0,04	0,19	0,05	0,06	0,05	0,02	0,11	0,08	0,04	0,02	0,03	0,02
Коэффициент автономии (независимости)	0,58	0,57	0,42	0,40	0,53	0,52	0,39	0,36	0,35	0,36	0,42	0,44	0,29	0,29
<b>Рентабельность</b>														
Рентабельность продаж, %	20,15	23,82	15,34	18,06	28,71	27,22	26,81	25,48	21,08	22,53	13,29	18,25	20,26	24,79
Рентабельность валовых активов, %	12,20	12,58	11,59	10,06	18,93	14,10	15,90	11,86	11,82	10,15	10,70	11,62	7,83	7,60
<b>Деловая активность</b>														
Средний срок обор-ти валовых активов	602,63	518,13	482,98	491,50	553,44	528,49	615,30	588,38	650,95	607,35	453,11	429,98	944,85	892,74
Средний срок обор-ти запасов	15,48	11,41	17,16	16,45	23,52	-18,46	35,31	25,57	20,12	18,83	24,62	22,98	33,50	-31,13
<b>Долговая нагрузка</b>														
Платный долг/выручка	0,39	0,69	0,51	1,06	0,47	0,80	0,72	1,34	0,89	1,49	0,38	0,68	1,38	2,42
Платный долг/валовые активы	0,20	0,13	0,23	0,15	0,09	0,27	0,11	0,31	0,09	0,28	0,15	0,18	0,12	0,10
% к уплате / прибыль от продаж	0,10	0,14	0,21	0,28	0,11	-0,14	0,25	0,28	0,33	0,39	0,16	0,14	0,59	0,49

## Позиционирование облигационных займов ЮТК

На вторичном рынке рублевых облигаций обращается три займа ЮТК на общую сумму 6.5 млрд. руб. Размещение первых двух выпусков прошло успешно, огромный спрос стал залогом высокой ликвидности выпусков на вторичном рынке. Третий выпуск, в силу появившегося негатива относительно финансового положения компании, пользовался меньшим успехом у инвесторов.

Таблица 6. Облигационные займы ЮТК.

	ЮТК1в	ЮТК2в	ЮТК3в
Объем выпуска, млн. руб.	1500	1500	3500
Дата размещения	18.09.03	11.02.04	06.10.04
Срочность	3 года	2 года	1.5 года
Доходность при размещении, % год	14.75	9.46	12.68
Спрэд к Москве при размещении, б.п.	330	215	460
Текущая доходность, % год	9.3	9.5	9.0
Текущий спрэд к Москве, б.п.	430	-	500

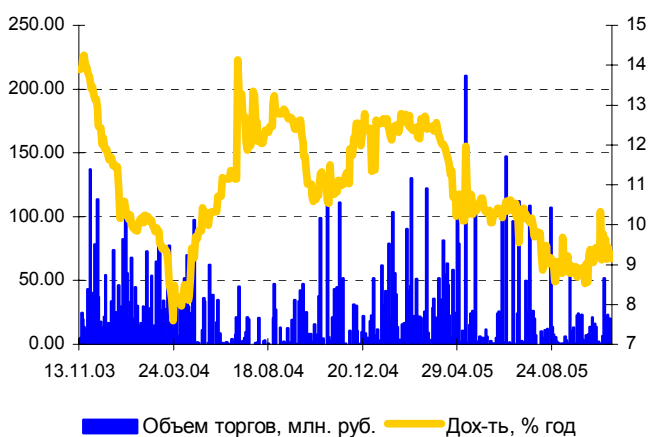
Источник: Cbonds.ru, расчеты Банка

Помимо ЮТК эмитентами облигаций выступили все 7 региональных телекоммуникационных компаний. Общий объем данного сегмента рынка составляет 35 млрд. руб. С точки зрения кредитного качества долгое время все операторы фиксированной связи практически не отличались друг от друга. Несколько лучше оценивался Уралсвязьинформ, а наибольшим кредитным риском обладала Дальсвязь, что находило отражение в ставках доходности по рассматриваемым выпускам. Так, исторически доходность 1<sup>го</sup> выпуска ЮТК превосходила доходность аналогичного по дюрации выпуска УРСИ на 50-100 б.п., и на примерно ту же величину была ниже доходности займа Дальсвязи.

Ситуация изменилась с 2004 года, когда появились признаки ухудшения финансового положения ЮТК. Это привело к росту доходности обращающихся выпусков и расширению спреда по отношению к другим бумагам телекоммуникационных компаний и облигациям Москвы. Сначала рейтинговое агентство S&P изменило прогноз по рейтингу ЮТК на «негативный», затем после продолжения ухудшения кредитоспособности компании в начале 2005 года рейтинг был понижен с «В-» до «ССС+» прогноз негативный. К этому моменту спрэд облигаций ЮТК к бумагам Москвы и другим «телекомам» вырос на 450 б.п. Как следствие, инвесторы воспользовались правом досрочного погашения и предъявили к оферте 2<sup>й</sup> выпуск на сумму около 1 млрд. руб. из 1.5 млрд. руб.

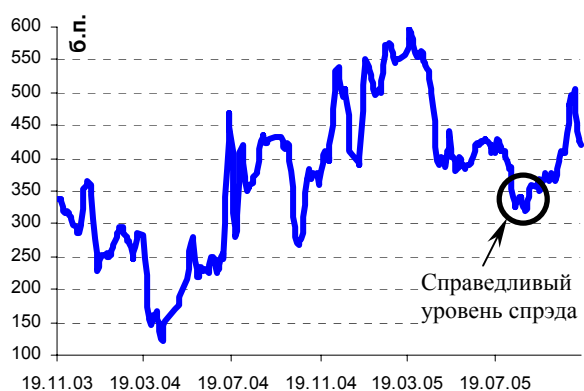
Как было сказано в предыдущих разделах активная инвестиционная программа привела к увеличению долговой нагрузки, что стало поводом для снижения рейтинга компании и распродаж ее облигаций.

В 2005 году команда менеджеров сконцентрировала свои усилия на стабилизации финансового положения, что нашло отражение в изменении прогноза кредитного рейтинга ЮТК от S&P с «негативного» на «стабильный». На рынке облигаций позитивные шаги по снижению долговой нагрузки привели к сокращению спреда к базовым активам (Москве) и другим выпускам «телекомов». В дальнейшем, с октября, мы видели расширение спредов в доходности, но это было вызвано негативной рыночной конъюнктурой, а не рисками ЮТК.

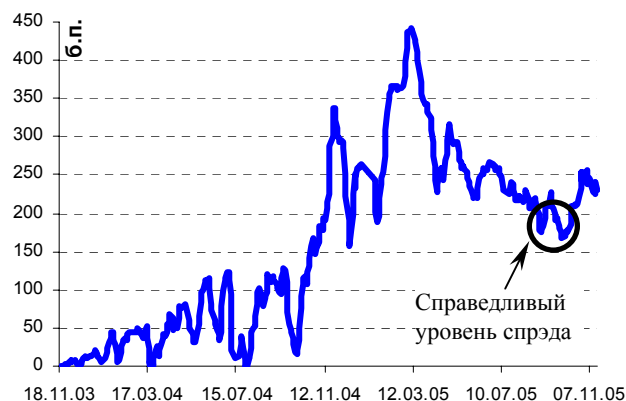


Источник: ММВБ, Расчеты Банка

Мы считаем, что в настоящий момент кредитный риск ЮТК наиболее высокий среди межрегиональных телекоммуникационных компаний. Поэтому ждать сужения спреда до прежних минимальных значений в перспективе до 1 года вряд ли стоит. По факту, текущие финансовые показатели и коэффициенты все еще находятся на невысоких уровнях. В связи с этим достигнутые в сентябре текущего года значения спреда являются справедливыми в краткосрочной перспективе в условиях растущего или бокового рынка. Доходность облигаций ЮТК сейчас находится на уровне около 9% годовых, что является наибольшим значением среди межрегиональных телекоммуникационных компаний. Текущие значения спредов составляют – около 400 б.п. к кривой московских облигаций и порядка 200-250 б.п. к телекомам. По нашим оценкам, рынок рублевых облигаций начинает восстанавливаться, и в декабре мы ожидаем сжатия спредов по бумагам ЮТК до 150-170 б.п. к кривой телекомов и 300-320 б.п. к кривой облигаций Москвы.

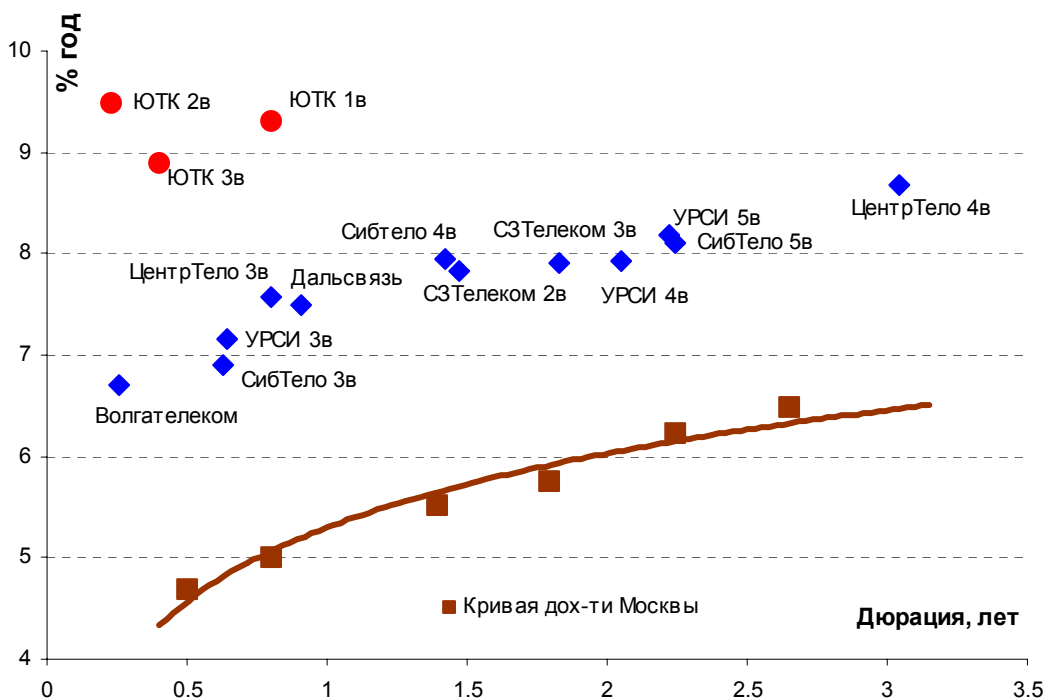


— Динамика спреда между ЮТК 1в и Москвой



— Динамика спреда между ЮТК 1в и УРСИ

Источник: ММВБ. Расчеты Банка



Источник: ММВБ. Расчеты Банка

## Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
<b>Заместитель председателя Правления</b>		
Сапрыкин Константин Викторович	<a href="mailto:info@banksoyuz.ru">info@banksoyuz.ru</a>	729-55-49
<b>Анализ финансовых рынков</b>		
Богословский Дмитрий	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5385)
Красникова Мария	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5666)
Свиридов Станислав	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5668)
Лукьянов Павел	<a href="mailto:Research@banksoyuz.ru">Research@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5272)
<b>Долговые инструменты</b>		
Автухов Михаил	<a href="mailto:bond@banksoyuz.ru">bond@banksoyuz.ru</a>	729-55-07 (5280)
Спасскин Андрей	<a href="mailto:SpasskinAY@banksoyuz.ru">SpasskinAY@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5458)
Голубничий Денис	<a href="mailto:Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru">Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5689)
<b>Долговой рынок капитала</b>		
Бахшиян Шаген	<a href="mailto:BahshiyansG@banksoyuz.ru">BahshiyansG@banksoyuz.ru</a>	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	<a href="mailto:BarkovDV@banksoyuz.ru">BarkovDV@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5653)
<b>Брокерское обслуживание и доверительное управление</b>		
Ищенко Николай	<a href="mailto:broker@banksoyuz.ru">broker@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5681)
Кононов Максим	<a href="mailto:Maxim.Kononov@banksoyuz.ru">Maxim.Kononov@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5660)
<b>Операции на фондовых рынках</b>		
Гаврисев Андрей	<a href="mailto:GavrisevAV@banksoyuz.ru">GavrisevAV@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5388)
Подставкин Алексей	<a href="mailto:lexa@banksoyuz.ru">lexa@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5391)
Шомахов Павел	<a href="mailto:ShomahovPY@banksoyuz.ru">ShomahovPY@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5389)
<b>Денежные рынки</b>		
Спиридонов Александр	<a href="mailto:SpiridonovAB@banksoyuz.ru">SpiridonovAB@banksoyuz.ru</a>	729-55-61 (5244)
<b>Оценка финансовых рисков</b>		
Куринов Наран	<a href="mailto:KurinovNB@banksoyuz.ru">KurinovNB@banksoyuz.ru</a>	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»  
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1  
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505  
E-mail: [info@banksoyuz.ru](mailto:info@banksoyuz.ru) Internet: [www.banksoyuz.ru](http://www.banksoyuz.ru)

## Важная информация

*Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описание любой компании или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах*

*Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.*

*Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.*

*Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа*

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 729-55-00