



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ЮТК. ПЕРЕСМОТР РЕКОМЕНДАЦИЙ

Рейтинг	ВВ
---------	----

Выпуск	ЮТК-1
Рекомендация	Держать
Текущая цена	101,86
Справедливая	101,80-102,00

Выпуск	ЮТК-2
Рекомендация	Держать
Текущая цена	101,18
Справедливая	101,27

Выпуск	ЮТК-3
Рекомендация	Покупать
Текущая цена	102,27
Справедливая	102,48

Выпуск	ЮТК-4
Рекомендация	Покупать
Текущая цена	101,57
Справедливая	102,05

RUR млн.	2004	2005
Выручка	16 752	18 133
ЕБИТДА	4 258	5 398
Долг/Активы	0.45	0.47
Долг/ЕБИТДА	4.56	3.77
Выручка/Долг	0.86	0.89
ЕБИТДА/%	2.12	2.23
Маржа ЕБИТДА	25.4%	29.8%
ROE	2.0%	2.3%
К. ликв.	0.38	0.29

В конце прошлой недели ЮТК опубликовала итоговые цифры за 2005 год и отчетность за первый квартал нынешнего года. В целом, опубликованные данные полностью совпали с предварительными результатами, выпущенными ранее.

Мы оцениваем вышедшие данные как позитивные. В отчетном периоде компании удалось показать рост выручки и контроль над операционными издержками, что в свою очередь привело к улучшению показателей долговой нагрузки. Вместе с тем, структура долга компании остается смещенной в сторону краткосрочных заимствований. Стоит отметить, что финансовые показатели ЮТК, в целом, ниже показателей межрегиональных операторов связи (МРК). Исходя из динамики финансовых показателей компании и ее места в отрасли, мы присваиваем ОАО «Южная телекоммуникационная компания» рейтинг ВВ.

Первый выпуск ЮТК торгуется на уровне 8,5% годовых, дюрация к погашению - 0,33 года. Вместе с тем, третий выпуск ЦентрТелекома с сопоставимой дюрацией торгуется на уровне 7,6%, что предполагает спрэд ЮТК на уровне 87 б.п., что, на наш взгляд, соответствует текущему финансовому положению компаний. Спрэд относительно синтетической кривой доходности МРК составляет порядка 90 б.п., что, на наш взгляд, так же соответствует «справедливому» уровню. Облигации ЮТК-2 торгуются на уровне 9,0% годовых к погашению, дюрация - 0,71 лет, что предполагает спрэд к компаниям МРК в районе 110 б.п. Третий и четвертый выпуски ЮТК котируются с премией к МРК порядка 130-140 б.п., что предполагает потенциал снижения спреда в 30-40 б.п. Основываясь на вышесказанном, мы пересматриваем рекомендации по облигациям ЮТК-1, ЮТК-2 до «держать». Вместе с тем по третьему и четвертому выпускам, на наш взгляд, потенциал роста сохраняется, в связи с чем мы подтверждаем рекомендацию «покупать».

«+»: в отчетном периоде руководство компании продемонстрировало способность контролировать издержки.

«-»: в долговом портфеле существенная доля приходится на краткосрочные займы.

В конце прошлой недели ЮТК опубликовала итоговые цифры деятельности за 2005 год и отчетность за первый квартал нынешнего года. Мы не станем подробно останавливаться на итогах 2005 года, т.к. опубликованные цифры полностью совпали с предварительными результатами, опубликованными ранее (см. ЮТК. Предварительные итоги 2005 года от 9 марта 2006 г.).

Напомним, что выручка компании в 2005 году выросла на 8,3% до 18133,1 млн. руб., операционная прибыль выросла на 24,9% до 4180,7 млн. руб., EBITDA увеличилась на 26,7% до 5398,3 млн. руб., чистая прибыль - на 26,5% до 305,2 млн. руб. Как уже отмечалось в отчетном периоде компании удалось продемонстрировать хороший контроль над издержками в результате чего мы видим улучшение показателей рентабельности: маржа операционной прибыли выросла до 23,1% с 20,3% в сопоставимом периоде прошлого года.

Финансовый долг в отчетном периоде вырос на 4,8% и составил 20353,8 млн. руб. Мы уже отмечали, что в прошлом году руководство компании предприняло ряд шагов для стабилизации уровня долговой нагрузки компании. Данные за прошлый год показывают, что действия увенчались успехом. Так, если средний темп роста долговой нагрузки в прошлые периоды (2000-2004 гг.) в среднем составлял 250%, то в отчетном периоде снизился, как уже отмечалось, до 4,8%. Кроме того, в 2005 г. компания приняла программу сокращения капитальных издержек (объем капзатрат в прошлом году упал на 71,3%), что так же способствовало снижению долгового бремени. Важно отметить, что столь существенное сокращение капитальных затрат не привело к снижению темпов роста сегмента т.н. «перспективных услуг»: трафик IP-телефонии вырос на 216%, Интернет трафик xDSL - на 314%.

Рост рентабельности позволил компании в отчетном периоде улучшить показатели долговой нагрузки. Так, отношение финансового долга к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации снизилось до 3,77х с 4,56х в прошлом периоде, коэф. покрытия процентов EBITDA вырос до 2,23х с 2,12х.

Основной проблемой компании (с точки зрения долговой нагрузки), на наш взгляд, остается значительная часть краткосрочных займов в совокупном долговом портфеле компании. Так, в отчетном периоде краткосрочные займы увеличились на 47,6% (долгосрочные сократились на 25,6%), что привело к росту ее доли до 58% с 41% в 2004 г. Частично, это объясняется переходом значительной части долгосрочных заимствований в разряд краткосрочных, но сам факт выглядит настораживающим.



Долговая нагрузка компании. Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

Одновременно с годовыми цифрами ЮТК опубликовала показатели деятельности за первый квартал текущего года. Относительно сопоставимого периода прошлого года выручка компании сократилась на 4,0% до 4117,5 млн. руб. Несмотря на снижение выручки операционная прибыль возросла на 18,8%, EBITDA - на 28,4%. Основной причиной снижения операционных издержек стало изменение условий предоставления услуг междугородной и международной связи, проведенное в рамках либерализации рынка дальней связи, и мероприятия, направленные на контроль издержек, проводимые менеджментом предприятия. Реализация мер по удлинению сроков и сокращению стоимости заимствований позволили компании в первом квартале снизить расходы по процентам на 12,5%, до 543,2 млн. руб.

В целом мы оцениваем вышедшие данные как позитивные. В отчетном периоде компании удалось показать рост выручки и контроль над операционными издержками, что в свою очередь привело к улучшению показателей долговой нагрузки. Вместе с тем, структура долга смещена в сторону краткосрочных заимствований, что создает определенное давление на компанию. Стоит так же подчеркнуть, что финансовые показатели ЮТК, в целом, ниже показателей компаний МРК. Исходя из динамики финансовых показателей компании и ее места в отрасли, мы присваиваем ОАО «Южная телекоммуникационная компания» рейтинг ВВ.

Пересмотр рекомендаций по первому и второму выпускам ЮТК до «держать». Подтверждение рекомендаций «покупать» по третьему и четвертому выпускам.

В предыдущем обзоре (ЮТК - недооценка сохраняется, 7 февраля 2006 г.) мы отмечали, что спрэд к компаниям МРК на уровне 300 б.п. не соответствует текущим финансовым показателям компании и ожидали его сужения до 100 б.п. В настоящий момент времени, спрэд облигаций ЮТК к бумагам межрегиональных операторов связи сузился в среднем до 100-140 б.п. Наиболее близким аналогом для ЮТК является ЦентрТелеком: компании сопоставимы по большинству финансовых показателей (рентабельность, долговая нагрузка). Существенное различие компаний состоит в том, что ЦентрТелеком имеет меньшую долю краткосрочный заимствований в долговом портфеле (43% против 58% у ЮТК) и имеет больший масштаб деятельности (выручка и активы практически на 50% выше сопоставимых показателей ЮТК).

Первый выпуск ЮТК торгуется на уровне 8,5% годовых, дюрация к погашению - 0,33 года. Вместе с тем, третий выпуск ЦентрТелекома с сопоставимой дюрацией торгуется на уровне 7,6%, что предполагает спрэд ЮТК на уровне 87 б.п., что, на наш взгляд, соответствует текущему финансовому положению компаний. Спрэд относительно синтетической кривой доходности МРК составляет порядка 90 б.п., что так же, на наш взгляд, соответствует «справедливому» уровню. Облигации ЮТК-2 торгуются на уровне 9,0% годовых к погашению, дюрация - 0,71 лет, что предполагает спрэд к компаниям МРК в 110 б.п. Третий и четвертый выпуски ЮТК котируются с премией к МРК порядка 130-140 б.п., что предполагает потенциал снижения спреда в 30-40 б.п.

Основываясь на вышесказанном, мы пересматриваем рекомендации по облигациям ЮТК-1, ЮТК-2 до «держать». Вместе с тем по третьему и четвертому выпускам, на наш взгляд, потенциал роста сохраняется, в связи с чем мы подтверждаем рекомендацию «покупать».

Бумага	Текущая цена	Доходность, %:	Справедливая цена	Рекомендация
ЮТК-1	101,86	8,51	101,80-102,00	держать
ЮТК-2	101,18	8,95	101,27	держать
ЮТК-3	102,27	9,33 оф.	102,48	покупать
ЮТК-4	101,57	9,70	102,05	покупать

RUR млн.	ЮТК		ВолгаТелеком		Сибирьтелеком		Уралсвязьинформ		ЦентрТелеком		С-3 Телеком		Дальсвязь	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	9 мо 2004	9 мо 2005	9 мо 2004	9 мо 2005	9 мо 2004	9 мо 2005
Стандарты	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ
Выручка	16 752	18 133	18 605	21 348	19 040	21 907	24 100	30 295	17 987	20 006	10 274	14 792	6 339	7 454
ЕБИТ	3 397	4 181	5 340	6 015	2 920	3 024	6 461	7 415	3 570	4 507	2 411	3 523	947	1 360
ЕБИТДА	4 258	5 398	5 456	6 794	3 761	4 800	6 986	8 465	н.д.	5 288	н.д.	4 206	н.д.	1 950
ЧП	256	305	2 056	2 261	641	708	2 120	2 195	5	548	1 059	1 615	1 062	717
Активы	43 348	43 468	28 209	31 824	25 194	29 174	40 626	47 303	41 040	44 387	19 341	27 997	9 064	11 726
СК	12 832	13 464	15 023	16 823	11 115	12 168	16 147	17 718	15 203	16 015	12 889	16 618	4 563	5 446
Долг	19 418	20 354	7 247	9 630	8 005	11 920	15 144	20 782	17 242	19 863	2 901	7 044	1 483	2 276
Долг/Активы	0.45	0.47	0.26	0.30	0.32	0.41	0.37	0.44	0.42	0.45	0.15	0.25	0.16	0.19
Выручка/Долг	0.86	0.89	2.57	2.22	2.37	1.83	1.59	1.46	1.39	1.34	4.71	2.83	5.69	4.36
Долг/ЕБИТДА	4.56	3.77	1.33	1.42	2.13	2.48	2.17	2.46	н.д.	2.82	н.д.	1.25	н.д.	0.87
ЕБИТДА/%	2.12	2.23	9.67	8.20	6.07	4.48	4.35	4.06	н.д.	3.03	н.д.	8.39	н.д.	10.17
Маржа ЕБИТ	20.3%	23.1%	28.7%	28.2%	15.3%	13.8%	26.8%	24.5%	19.8%	22.5%	23.5%	23.8%	14.9%	18.2%
Маржа ЕБИТДА	25.4%	29.8%	29.3%	31.8%	19.8%	21.9%	29.0%	28.0%	н.д.	26.4%	н.д.	28.4%	н.д.	26.2%
Маржа ЧП	1.5%	1.7%	11.1%	10.6%	3.4%	3.2%	8.8%	7.2%	0.0%	2.7%	10.3%	10.9%	16.8%	9.6%
ROE	2.0%	2.3%	14.6%	14.2%	6.0%	6.0%	14.0%	13.0%	0.0%	4.7%	7.5%	9.3%	33.5%	19.1%
ROA	0.7%	0.7%	8.3%	7.5%	2.8%	2.6%	5.9%	5.0%	0.0%	1.7%	5.1%	5.7%	19.2%	9.2%
К. ликв.	0.38	0.29	0.56	0.77	0.69	0.70	0.68	0.56	0.74	0.48	0.68	0.81	1.33	0.55
К. ср. ликв.	0.13	0.12	0.26	0.50	0.36	0.38	0.31	0.27	0.52	0.28	0.39	0.47	0.73	0.23
К. абс. ликв.	0.06	0.08	0.12	0.30	0.12	0.14	0.12	0.10	0.26	0.13	0.15	0.19	0.20	0.09

Ключевые финансовые показатели и коэффициенты. Источник: данные компаний, оценки ГК «РЕГИОН».

РЕЙТИНГИ ГК «РЕГИОН»		
Рейтинг	Название рейтинговой группы	Описание класса заемщика
AAA	Высоконадежный (+)	Долговые обязательства имеют самый высокий рейтинг; способность заемщика своевременно и полностью выполнить данные долговые обязательства является высокой относительно других российских заемщиков.
AA	Надежный (+)	Долговые обязательства с данным рейтингом более подвержены воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях, чем долговые обязательства с рейтингом 1-го Класса. Тем не менее, заемщик характеризуется достаточной способностью своевременно и полностью выполнять данные долговые обязательства относительно других российских заемщиков.
A	Надежный (-)	
BBB	Удовлетворительный (+)	Долговые обязательства с рейтингом данного класса характеризуются высоким кредитным риском относительно долговых обязательств других российских заемщиков. Несмотря на то, что таким долговым обязательствам присуща некоторая степень надежности, они в большей степени подвержены неопределенности и влиянию неблагоприятных факторов по сравнению с другими российскими долговыми обязательствами (неопределенность или влияние неблагоприятных изменений в коммерческих, финансовых и экономических условиях могут привести к недостаточной способности заемщика своевременно и полностью выполнять данные долговые обязательства).
BB	Удовлетворительный (-)	
B	Посредственный (+)	Более высокая уязвимость эмитента с данным уровнем рейтинга при наличии неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий, однако в настоящее время имеется возможность исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме.
CCC	Посредственный (-)	
CC	Неудовлетворительный (+)	Данный рейтинг долговых обязательств означает, что на данный момент в условиях российского финансового рынка существует потенциальная возможность дефолта по данным долговым обязательствам. Своевременное выполнение данных долговых обязательств в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий. Вероятность невыполнения заемщиком данных долговых обязательств относительно других долговых обязательств российских заемщиков достаточно высока.
C	Неудовлетворительный (-)	
D	Дефолт	В отношении эмитента возбуждена процедура банкротства или предпринято аналогичное действие, но платежи или выполнение долговых обязательств продолжаются.

Группа компаний «РЕГИОН»

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭСМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48

Web-site: www.regiongroup.ru

Операции с акциями**Руководитель департамента:**

Павел Ващенко (доб.335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб.333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

Трейдеры:

Алексей Цырульник (доб.147; e-mail: alexiz@regnm.ru)

Марина Муминова (доб.157; e-mail: muminova@regnm.ru) и (095) 264-43-72 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб.534; e-mail: orlovskiy@regnm.ru)

Операции с векселями

Павел Голышев (доб.303; e-mail: golyshhev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб.301; e-mail: vys@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб.463; e-mail: lenash@regnm.ru),

Новикова Валентина (доб.543; e-mail: valentine@regnm.ru)

**Организация программ долгового
Финансирования**

Олег Дулебенец (доб.584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб.547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

**Аналитическое и информационное
Обслуживание****Директор по аналитике и информации:**

Анатолий Ходоровский (доб.538; e-mail: khodorovsky@regnm.ru)

Анализ финансовых рынков:

Александр Ермак (долговой рынок) (доб.405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Константин Комиссаров (долговой рынок) (доб.428; e-mail: komissarovl@regnm.ru)

Отраслевой и макроэкономический анализ:

Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: vva@regnm.ru)

Евгений Шаго (доб.336; e-mail: shago@regnm.ru)

Операции с облигациями

Сергей Гуминский (доб.433; e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб.471; e-mail: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб.575; e-mail: kia@regnm.ru)

Доверительное управление

Сергей Малышев (доб.120; e-mail: smalyshev@regnm.ru),

Данила Шевырин (доб.178; e-mail: she_dv@regnm.ru),

Екатерина Колотыркина (доб.180; e-mail: kolot@regnm.ru)

Страницы компании в информационной системе **REUTERS: <REGION>**

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.