

НОВЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ ОТ ЛИДЕРА РОССИЙСКОГО РЫНКА МОБИЛЬНОЙ СВЯЗИ

Роуд-шоу завершилось на прошлой неделе, закрытие книги ожидается сегодня

Фундаментально привлекательное предложение. В четверг на прошлой неделе МТС завершила трехдневное роуд-шоу по своему новому выпуску еврооблигаций, информация о котором представлена в таблице справа. Согласно последним сообщениям новостных лент, компания планирует закрыть книги заявок сегодня, хотя в прошлую пятницу появились неофициальные сообщения о том, что МТС откладывает размещение из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры. По данным информационных агентств, МТС намеревается разместить десятилетние облигации объемом 1 млрд долл. с ориентировочной доходностью на уровне 8–9%. Вырученные от размещения средства в основном будут использованы эмитентом для рефинансирования существующей задолженности, в том числе для погашения в октябре нынешнего года выпуска MTS'10 объемом 400 млн долл. МТС уже хорошо известна инвесторам как на облигационном рынке, так и на рынке акций. АДР компании торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже (рыночная капитализация МТС по состоянию на 22 мая составляла 19,1 млрд долл.). В настоящее время у МТС обращаются два еврооблигационных выпуска (MTS'10 и MTS'12) общим объемом 800 млн долл. и пять рублевых выпусков на сумму 60 млрд руб. (2 млрд долл.). Лучшим ориентиром для оценки справедливой доходности нового выпуска МТС, на наш взгляд, могут служить «длинные» выпуски другой крупной российской компании сотовой связи – Вымпелкома (BB+/Ba2/NR). В целом, мы находим текущие кредитные профили данных двух эмитентов равнозначными, и, по нашему мнению, их облигации должны торговаться на одной кривой доходности. На основании доступного на текущий момент прайсинга выпуск MTS'20 маркируется с премией к выпуску VimpelCom'18 с более короткой дюрацией на уровне 20–120 б.п. (котировки от 22 мая). Если не учитывать возросшую в последнее время волатильность на рынках, размер справедливой премии MTS'20 к VimpelCom'18 за более длинную дюрацию, по нашим оценкам, должен составлять 40–50 б.п. При более высокой премии мы находим выпуск MTS'20 привлекательным для покупки (см. диаграмму доходностей на стр. 4) Несмотря на длинную дюрацию нового выпуска МТС, мы считаем кредитный профиль МТС сильным с фундаментальной точки зрения. По нашему мнению, покупка еврооблигаций крупных российских сотовых операторов является «золотой серединой» между бумагами нефтегазового и металлургического секторов.

Крупнейший мобильный оператор России с лидирующими позициями на рынке стран СНГ. МТС сохраняет за собой лидирующие позиции на российском рынке мобильной связи по объему выручки и количеству абонентов. Абонентская база МТС на конец 2009 г. насчитывала 102 млн абонентов. При этом количество абонентов у Вымпелкома, основного конкурента МТС, составляло всего 65 млн. Услуги сотовой связи – основной вид бизнеса МТС (82% выручки в 2009 г.), однако компания активно развивает также и услуги проводной связи добиваясь синергии с мобильными активами. В 2009 г. МТС приобрела мажоритарный пакет акций Комстара-ОТС (BB/Ba3/NR), ведущего российского оператора проводной связи. Данная сделка обеспечила МТС доступ на быстро развивающийся рынок широкополосного доступа в России и СНГ, а также заложила прочную основу для синергии от объединения с сотовым бизнесом компании. Россия – ключевой рынок для МТС, на долю которого в 2009 г. пришлось 81% выручки и OIBDA оператора. Компания также представлена на рынке стран СНГ: в четырех из пяти стран присутствия (Украина, Узбекистан, Туркменистан, Армения и Белоруссия) МТС является крупнейшим оператором мобильной связи.

Информация о выпуске

Эмитент	MTS International Funding Ltd
Рейтинг эмитента (S/M/F)	BB/Ba2/BB+
Приоритетность долга	Старший необеспеченный
Тип облигаций	Кредитный ноты
Листинг	Ирландская фондовая биржа
Объем займа	до 1,2 млрд долл.
Срочность займа	до 15 лет
Купон	годовой
Ковенанты	Отказ от залога активов, смена контроля, продажа активов и т.д.

Высокая рентабельность и сильные балансовые показатели

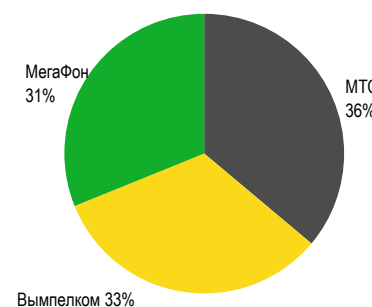
Финансовые показатели МТС по US GAAP, млн долл.

	2007	2008	2009
Выручка	8 252	11 901	9 824
OIBDA	4 224	5 848	4 474
Чистая прибыль	2 072	2 000	1 005
Операционный денежный поток	3 350	5 030	3 596
Капитальные вложения	(1 540)	(2 613)	(2 328)
Свободный денежный поток	1 810	2 417	1 268
Совокупный долг	3 402	5 364	8 329
Краткосрочный долг	713	1 696	2 002
Денежные средства	634	1 122	2 523
Чистый долг	2 768	4 242	5 806
Собственный капитал	5 443	6 220	4 403
Активы	10 967	14 717	15 781
Кoeffициенты			
Рентабельность по OIBDA (%)	51,2	49,1	45,5
OIBDA/Процентные расходы	31,3	25,0	7,8
Совокупный долг/OIBDA	0,8	0,9	1,9
Чистый долг/OIBDA	0,7	0,7	1,3
Долг/Собственный долг	0,6	1,0	1,9

Источники: МТС, оценка УРАЛСИБа

МТС – лидер российского рынка мобильной связи

Доля компаний "большой тройки" на российском рынке по объему выручки, 2009 г.



Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБаС

Контроль со стороны Системы создает определенные риски для МТС.

Контролирующим акционером МТС является крупнейший в России инвестиционный холдинг АФК «Система» (ВВ/Ва/ВВ-), которому принадлежат 54,8% акционерного капитала оператора. МТС, по сути, является главным центром прибыли и основным источником дивидендных выплат для холдинга. В 2008 г. МТС в виде дивидендов выплатила своим акционерам 60% чистой прибыли по US GAAP в размере 39,4 млрд руб. (1,2 млрд долл.), а за 2009 г. совет директоров рекомендовал выплатить 99% чистой прибыли, или 30,7 млрд руб. (999 млн долл.). Хотя в целом мы придерживаемся позитивной оценки кредитного профиля Системы, контроль холдинга над МТС создает определенные риски для оператора, учитывая высокие инвестиционные аппетиты Системы, а также тот факт, что ряд других дочерних компаний из состава холдинга имеют низкое кредитное качество и нуждаются в систематической финансовой поддержке со стороны материнской компании. На подверженность МТС данным рискам также неоднократно указывали и рейтинговые агентства. В тоже время стоит отметить, что в 2009 г. Система активно продвигалась нефтегазовый сегмент и, как мы считаем, смогла в целом укрепить свое финансовое положение. Судя по последней финансовой отчетности Системы, помимо МТС, у холдинга появилась еще одна «денежная машина» – Башнефть.

Экономический спад не оказал существенного влияния на кредитный профиль МТС.

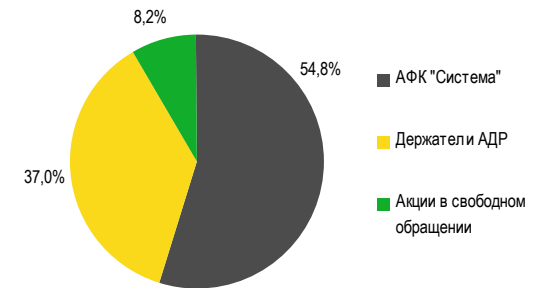
Отчет МТС по US GAAP за 2009 г. подтвердил высокую кредитоспособность компании. В целом, экономический кризис практически не отразился на бизнесе российских операторов «большой тройки», которые, даже несмотря на сложные времена, смогли продемонстрировать хорошие финансовые результаты. Рентабельность МТС по OIBDA в 2009 г. составила 45,5% – это впечатляющий показатель, хотя он и на 3,6 п.п. ниже, чем в 2008 г., что преимущественно отражает инвестиции оператора в развитие собственной розничной сети. Капитальные затраты МТС в кризисный 2009 год остались почти без изменений и составили 2,3 млрд долл. (против 2,6 млрд долл. в 2008 г.). По итогам за 2009 г. компания смогла получить свободный денежный поток в размере 1,3 млрд долл. Достаточно сильными выглядят и балансовые показатели МТС на конец 2009 г., несмотря на то, что чистый долг оператора за прошлый год вырос на 37% до 5,8 млрд долл.

Долг МТС по состоянию на конец 2009 г. был главным образом представлен кредитами банков (57%). Доля облигационных займов составляла 31%. Увеличение долга компании в 2009 г. в основном связано с финансированием сделки по покупке 50,1% акций Комстара-ОТС у АФК «Система» за 39,2 млрд руб. (около 1,3 млрд долл.). В результате долговая нагрузка МТС, выраженная коэффициентом Чистый долг/OIBDA, увеличилась с 0,7 в конце 2008 г. до 1,3 к концу 2009 г. – и, тем не менее, мы считаем данный показатель достаточно низким и не представляющим угрозы для кредитных рейтингов МТС (все они имеют прогноз «стабильный»). Уровень ликвидности МТС остается весьма высоким: на 31 декабря 2009 г. краткосрочный долг компании составлял 2 млрд долл., что с лихвой покрывалось денежными средствами на балансе, превышавшими 2,5 млрд долл.

Равномерный график погашения задолженности, снижение валютных рисков и стоимости долга. В 2010–2012 гг. выплаты по основной части долга у МТС распределены достаточно равномерно (порядка 2–2,7 млрд долл. в год). По нашему мнению, данные объемы погашений не представляют рисков для эмитента, учитывая способность МТС генерировать денежные средства (свободный денежный поток оператора в 2007–2009 гг. составлял в среднем 1,8 млрд долл.) и широкие возможности доступа компании на рынки капитала. Мы также хотим подчеркнуть успехи МТС в управлении валютными рисками. Основная часть выручки оператора (свыше 80%) номинирована в рублях, и при этом на конец 2008 г. доля рублевого долга составляла 20% от общего долгового портфеля оператора, а долларового – 69%. В 2009 г. МТС удалось радикально изменить ситуацию, и к концу года доля заимствований в рублях достигла 63%, а в долларах – уменьшилась до 24%. Таким образом, компания значительно снизила свою подверженность валютным рискам, которые наиболее отчетливо проявились в конце 2008 г. – начале 2009 г. в условиях резкого ослабления рубля. Еще один поло-

Контроль со стороны Системы – определенный риск для МТС

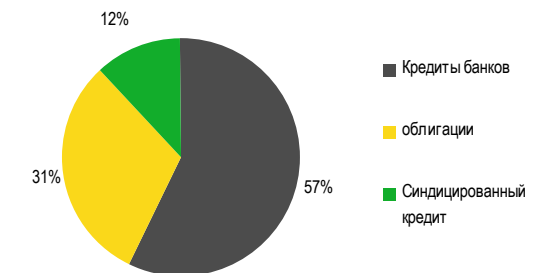
Ключевые акционеры МТС, май 2010 г.



Источники: МТС

Банки – основные кредиторы МТС

Структура долга МТС по типу кредиторов на 31 декабря 2009 г.

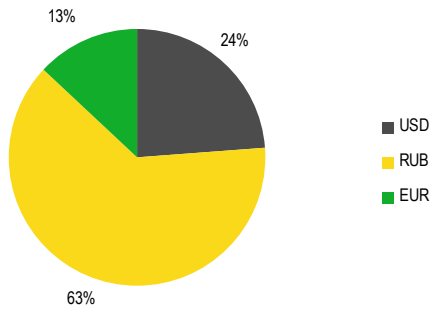


Источники: МТС

жительный фактор – продолжающееся снижение ставок по имеющимся у компании кредитам. МТС относится к числу тех заемщиков, за возможность кредитовать которых банки, образно говоря, «дерутся». У компании в настоящее время есть ряд открытых, но неиспользуемых кредитных линий, что неудивительно, учитывая сильные кредитные метрики оператора. Так, I квартале 2010 г. МТС добилась снижения ставок по кредитам Сбербанка общим объемом 59 млрд руб. (2 млрд долл.) и кредиту Газпромбанка в размере 300 млн долл.

Валютные риски снизились

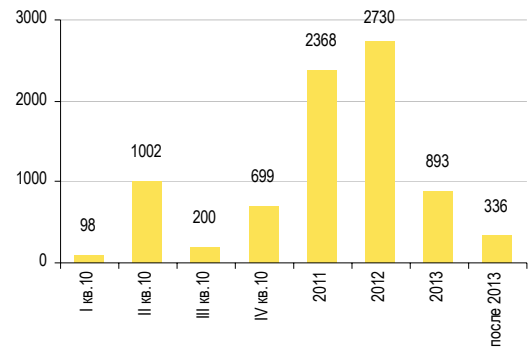
Структура долга МТС по валютам, на 31 декабря 2009 г.



Источники: МТС

Равномерный график погашения долга

График погашения долга МТС, млн долл.



Источники: МТС

Достижения МТС в 2009 г. оказались скромней, чем у Вымпелкома. Любопытно сравнить основные операционные и финансовые достижения МТС и второго по размеру российского оператора сотовой связи, также представленного на рынке еврооблигаций – Вымпелкома. Абонентская база МТС показала лучшую динамику (+6,7 млн абонентов против +3,6 млн у Вымпелкома), однако это единственный показатель в нашей выборке, по которому МТС опередила Вымпелком. ARPU у МТС сократился на 5,1%. При этом Вымпелком смог добиться роста данного показателя на 7,8%, а также опередил МТС по динамике MOU (количеству минут разговора на абонента в месяц, см. таблицу ниже).

Вымпелком в 2009 г. достиг большего по сравнению с МТС

Ключевые операционные и финансовые показатели МТС и Вымпелкома

	МТС (BB/BA2/BB+)			Вымпелком (BB+/BA2/NR)		
	2 008	2 009	Изм. за год, %	2 008	2 009	Изм. за год, %
Операционные показатели						
Абоненты мобильной связи, млн	95,7	102,4	7,0	61,0	64,6	5,9
ARPU, руб.	260,8	247,5	(5,1)	319,6	344,4	7,8
MOU, мин.	208,0	213,0	2,4	211,4	219,1	3,6
Ключевые финансовые показатели, млн долл.						
Выручка	11 901	9 824	(17,5)	10 117	8 703	(14,0)
OIBDA	5 848	4 474	(23,5)	4 860	4 272	(12,1)
Свободный денежный поток	2 417	1 268	(41,4)	1 031	2 621	154,2
Чистый долг	4 242	5 806	36,9	7 528	5 906	(21,5)
Активы	14 717	15 781	7,2	15 725	14 733	(6,4)
Ключевые финансовые коэффициенты						
Рентабельность по OIBDA (%)	49,1	45,5		48,0	49,1	
OIBDA/Процентные расходы	25,0	7,8		9,8	7,1	
Чистый долг/OIBDA	0,7	1,3		1,5	1,4	

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

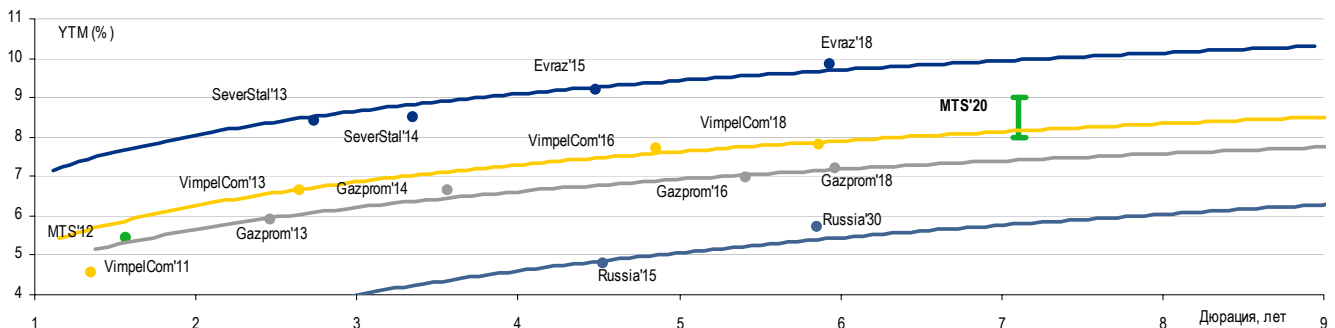
Что касается финансовых показателей, результаты Вымпелкома за 2009 г. также выглядят лучше, чем результаты МТС – в части динамики выручки, OIBDA и рентабельности. В отношении операционного денежного потока стоит отметить, что обе компании отчитались примерно одинаково – порядка 3,5–3,6 млрд долл., но Вымпелкому, в отличие от МТС, в 2009 г. удалось значительно, почти втрое, сократить капзатраты. В результате свободный денежный поток компании составил 2,6 млрд долл., а МТС довольствовалась лишь 1,3 млрд долл. По итогам 2009 года Вымпелком снизил объем своего чистого долга на 22% до 5,9 млрд долл., в то время как чистый долг МТС вырос на 37% за тот же период. На 31

декабря 2009 г. размер чистого долга у обеих компаний в абсолютном выражении был практически одинаковым: 5,8 млрд долл. у МТС и 5,9 млрд долл. у Вымпелкома, соотношение Чистый долг/OIBDA составило 1,3 против 1,4 соответственно. Определенным преимуществом МТС можно назвать лучшую ситуацию с ликвидностью по состоянию на отчетную дату: денежные средства у МТС с запасом покрывали краткосрочный долг оператора по состоянию на конец 2009 г., в то время как у Вымпелкома коэффициент покрытия краткосрочной задолженности денежными средствами составлял 80%. Резюмируя вышесказанное, мы отмечаем, что кредитные метрики у Вымпелкома в прошлом году улучшились, а у МТС – несколько ухудшились. В целом, мы считаем текущий кредитный профиль обеих компаний равнозначным и полагаем, что их облигации в настоящее время должны торговаться на одной кривой доходности. Кредитный рейтинг Вымпелкома от S&P, превышающий рейтинг МТС на одну ступень, кажется нам не вполне обоснованным, по меньшей мере сейчас. Впрочем, мы можем пересмотреть свою точку зрения после публикации финансовых результатов оператора за I полугодие 2010 г., в которых Вымпелком консолидирует показатели Киевстар (NR). Мы ожидаем, что к концу 2010 г. коэффициент Чистый долг/OIBDA Вымпелкома составит менее 1,0. (Киевстар на конец 2009 г. практически не имел задолженности, а его чистая денежная позиция составляла 141 млн долл.)

Прогноз – преимущественно положительный. В целом мы придерживаемся позитивной оценки кредитного профиля и перспектив развития МТС. Бизнес операторов мобильной связи продемонстрировал свою устойчивость в условиях экономического спада, и мы полагаем, что МТС продолжит демонстрировать высокую рентабельность и значительные объемы свободного денежного потока, сохраняя при этом доступ на рынки заемного капитала. Капзатраты МТС в 2010 г., согласно недавним прогнозам компании, оцениваются в 2,6 млрд долл., что на 11,6% выше, чем в 2009 г. Мы полагаем, что компания вполне способна профинансировать данные расходы за счет операционного денежного потока. Долг МТС в ближайшие месяцы, вероятно, снизится на 26 млрд руб. (895 млн долл.) в результате сделки по обмену телекоммуникационными активами между материнской компанией, АФК «Система», и Связьинвестом (государством). Комстар-ОТС выручит 26 млрд руб. (895 млн долл.) от продажи 25% плюс одна акция Связьинвеста и направит эти средства для погашения долга перед Сбербанком. В случае размещения еврооблигаций в объеме 1 млрд долл., МТС возможно, не будет больше выходить на рынок облигаций до конца 2010 г. (ранее компания сообщала, что в нынешнем году рассматривает варианты размещения еврооблигаций объемом до 1 млрд долл. или рублевых облигаций на 35 млрд руб. (1,2 млрд долл.) для рефинансирования текущей задолженности). Тем не менее даже в этом случае мы не можем исключить других вариантов привлечения оператором новых заемных средств в 2010 г., в том числе и путем размещения облигационных выпусков – в качестве стандартного инструмента управления дюрацией и валютной структурой долгового портфеля. Среди возможных крупных расходов МТС в среднесрочной перспективе назовем финансирование сделки по выкупу долей у миноритариев Комстара, 62% акций которого МТС владеет в настоящее время (согласно текущим рыночным котировкам, 38% акций Комстара оцениваются в 930 млн долл.). Наш прогноз выручки МТС на 2010 г. составляет 13,2 млрд долл., рентабельности по OIBDA – 43%, отношения Чистый долг/OIBDA – в диапазоне от 0,9 до 1,2. Основными факторами риска для кредитного профиля МТС являются, по нашему мнению, значительные объемы дивидендных выплат и большой инвестиционный аппетит основного акционера, АФК «Система». В числе прочих рисков стоит отметить также рост конкуренции на российском рынке мобильной связи и в телекоммуникационной отрасли в целом.

MTS'20 привлекателен с премией в доходности к VimpelCom'18, превышающей 40 б.п.

Доходности российских еврооблигаций по состоянию на 22 мая 2010 г.



Источники: Bloomberg

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmant@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, baktintkv@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010