

ОАО «Мобильные ТелеСистемы» («МТС»)

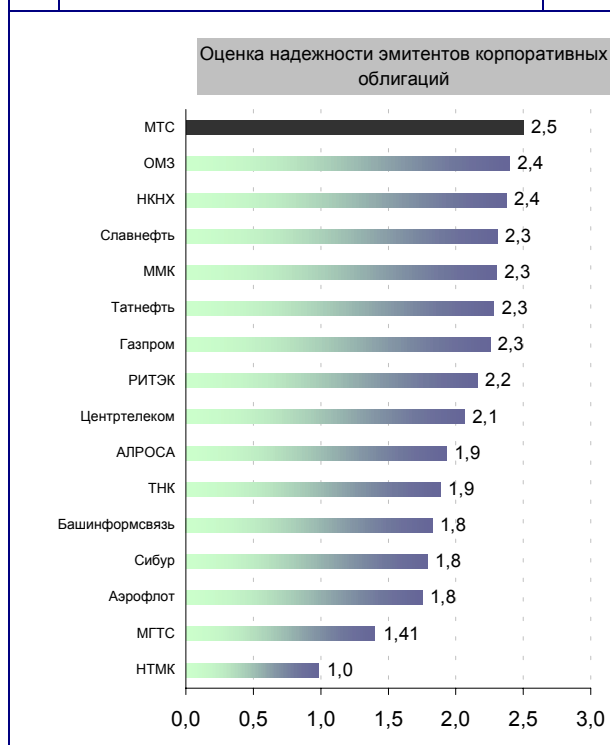
1-й выпуск еврооблигаций

250 000 000 долларов

Оценка кредитоспособности эмитента

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА	2
ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОСТОЯНИЕ	3
ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ	12
ДЕЛОВАЯ РЕПУТАЦИЯ	16
КРЕДИТНАЯ ИСТОРИЯ	17
ПРИЛОЖЕНИЕ	19



Алексей Третьяков,
Анастасия Шамина

Общий уровень риска – минимальный, рейтинг A (по методике журнала “Компания” и Банка ЗЕНИТ)

Финансовая устойчивость (низкий риск)

Высокая эффективность основной деятельности позволяет продолжать наращивать использование финансового рычага. До настоящего времени на обслуживание задолженности компания тратила менее 3% прибыли (ЕВИТ).

Снижение оценки по сравнению с максимально возможной связано, прежде всего, с интенсивными инвестиционными расходами, которые несет компания при формировании региональной сети. В 2000 году они увеличились втрое до 423 млн. долл., а в 2002 и 2003 годах МТС планирует поддерживать капитальные затраты на уровне 500 млн. долл. В случае резких негативных изменений конъюнктуры рынка, которые, на наш взгляд, в среднесрочной перспективе маловероятны, экспансионистские планы компании будут нуждаться в корректировке.

Экономическое состояние и перспективы (минимальный риск)

Доля компании на российском рынке сотовой связи по объёму реализации оценивается в 39%.

Благодаря значительному росту количества абонентов (в этом году их число превысило 2 млн. человек) за последние три года выручка компании удвоилась: на 2001 г. она прогнозируется в размере 850 млн. долл. по сравнению с 358 млн. долл. в 1999 г. Негативная динамика тарифов на рынке сотовой связи компенсируется быстрым ростом абонентской базы и не оказывает решающего влияния на экономические показатели МТС.

Деловая репутация (минимальный риск)

Основными акционерами компании являются Deutsche Telekom (36.2%) и АФК «Система» (34.8%), 17.3% акций компании в форме ADR третьего уровня принадлежат портфельным инвесторам.

МТС ежеквартально публикует отчётность по международным стандартам, аудитором является компания «большой пятёрки» - Arthur Andersen.

Кредитная история (низкий риск)

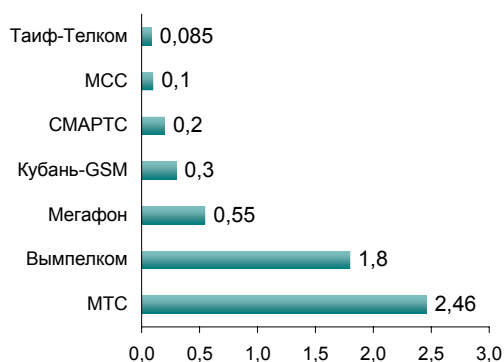
С момента создания и по сегодняшний день компания сохраняет статус уважаемого заемщика. Высокие финансовые показатели и деловая репутация позволяли МТС выбирать в банковском сообществе партнеров соответствующего уровня.

Хотя в СМИ имеется информация о финансовых проблемах МТС в период 1998-1999 годов, это не отразилось на отношении к компании со стороны инвестиционного сообщества. Начиная с 1999 года, были заключены кредитные соглашения с Dresdner Bank и International Moscow Bank. Организаторами первого выпуска еврооблигаций выступили Dresdner Bank и ING Barings.

Краткая характеристика

«Мобильные ТелеСистемы» – крупнейший оператор сотовой связи России. В настоящее время её услугами пользуются около 2.46 млн. абонентов в 26 регионах страны, что составляет порядка 39.2% российского рынка сотовой связи.

Схема 1. Крупнейшие сотовые операторы России по количеству привлечённых абонентов по состоянию на 1.12.2001 (млн. чел.)



Источник: Банк ЗЕНИТ

Компания была образована в октябре 1993-го года в виде закрытого акционерного общества. Крупнейшими акционерами на тот момент были Московская Городская Телефонная Сеть, DeTeMobil (100%-ая дочка Deutsche Telekom) и Siemens. В начале 1995 года АФК «Система» приобрела пакет у российских держателей акций, а DeTeMobil выкупил акции компании Siemens. В марте 2000 года было образовано открытое акционерное общество «Мобильные ТелеСистемы».

Предоставление услуг мобильной связи в стандарте GSM 900 компания начала в 1994-ом году, а в 1996-ом её доля на Московском рынке составляла уже 17%. На протяжении последних пяти лет компания динамично развивалась и по результатам третьего

квартала текущего года её рыночная доля достигла 39%.

По итогам 2000 года среди предприятий связи МТС заняла второе место после Ростелекома по объёмам реализации. Выручка компании достигла 485 млн. долл., увеличившись по сравнению с 1999 годом в полтора раза, при этом показатель рентабельности по прибыли до уплаты налогов, процентных расходов и амортизации составил 43%.

В июле 2000-го года МТС осуществила дополнительную эмиссию акций на сумму 350 млн. долл. (около 17.3% уставного капитала) и выпустила под них американские депозитарные расписки третьего уровня.

В августе 2001 года компания заняла шестое место по капитализации в рейтинге «Эксперт-200» (2.6 млрд. долл.), и уже за последующие три месяца капитализация компании возросла до 3.79 млрд. долл.

МТС имеет прочное финансовое положение и благоприятные экономические перспективы.

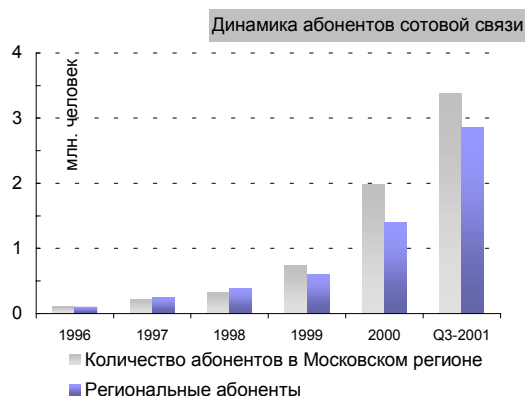
После повышения международным агентством Standard&Poor's 19 декабря 2001 года кредитного рейтинга России, МТС оказалась в числе первых трех компаний, которым S&P повысило рейтинг до нового суверенного потолка.

С 21 декабря 2001 года долгосрочный кредитный рейтинг МТС находится на уровне В+ (прогноз – стабильный).

Экономическое состояние и перспективы

Сотовая связь - самая динамичная отрасль экономики

За прошедшие годы выручка операторов мобильной связи росла в среднем на 20% в год, причём отрасль практически не пострадала от финансового кризиса 1998-го года. Наиболее динамично развивался Московский регион, на который сейчас приходится 68% всех абонентов и 51% всей прибыли от предоставления сотовых услуг в Российской Федерации. Наиболее успешным стал 2000 год, когда количество абонентов превысило 3-х миллионную отметку.



Источник: данные компании

Несмотря на столь бурное развитие, Россия значительно уступает другим странам по показателю проникновения сотовой связи. По состоянию на третий квартал 2001 года этот показатель составил всего 4.3%. Причём, если исключить из расчётной базы Московский и Северо-Западный регионы, то его значение снизится до 1.5%. Если учесть, что в стране наметился рост платёжеспособного спроса, то очевидными станут благоприятные перспективы развития сотовых операторов.

По прогнозам Boston Consulting Group, ежегодный прирост сектора беспроводной связи в последующие пять лет составит минимум 15%, при этом наиболее существенным будет рост продаж в регионах, поскольку Московский регион уже близок к насыщению, а Северо-Западный регион достигнет насыщения к 2003-2004 годам.

Уже в текущем году рост региональных продаж мобильных операторов превысил темпы роста в Московском регионе. Так, прирост абонентской базы одного из крупнейших региональных операторов, Кубань GSM, составил с начала года почти 200%, перевалив за отметку 300 тыс. абонентов, а прирост абонентской базы Вымпелкома и МТС в Московском регионе составил по состоянию на начало декабря 2001 года 94%.

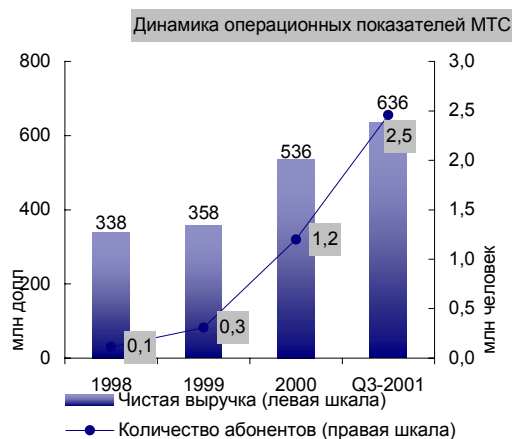
Данная статистика свидетельствует, что в будущем наиболее динамично будут развиваться компании мобильной связи, которые сумеют охватить наиболее перспективные регионы страны. Привлекательность региона для операторов сотовой связи в наибольшей степени определяется уровнем доходов населения и его плотностью, а также географическими границами. Чем выше плотность населения в регионе, тем меньшие удельные капитальные затраты потребуются для его охвата. Зависимость же между уровнем доходов населения и сроком окупаемости инвестиций очевидна.

Важно отметить, что компания, которая первой выйдет на определённый региональный рынок, получит до половины его объёма. Причём она сумеет привлечь наиболее привлекательных корпоративных и состоятельных клиентов.

В настоящее время на рынке беспроводной связи можно выделить трёх основных игроков (так называемую «Большую тройку»): «Мобильные ТелеСистемы», «Вымпелком» и «Мегафон». Лидирующие позиции принадлежат МТС, абонентская база которой составляет 2.4 млн. человек, что почти в 2 раза выше, чем у Вымпелкома и в 5 раз превышает показатели Мегафона, несмотря на то, что лицензионное покрытие последнего охватывает 68 регионов России.

«Мобильные ТелеСистемы» – лидер рынка сотовой связи в Москве и в России

Компания «Мобильные ТелеСистемы» на протяжении последних лет стабильно удерживала пальму первенства по объёму продаж услуг мобильной связи. Лидирующее положение в отрасли компании обеспечил правильный выбор направлений стратегического развития и эффективная маркетинговая политика.



Источник: данные компании

Сильные стороны компании

Значительный объём собственных финансовых ресурсов, которые могут быть использованы для развития компании

В 1994-ом году компания первой начала предоставление услуг мобильной связи стандарта GSM 900 и на протяжении

последующих лет развивала сеть именно этого стандарта. Это дало ей значительное конкурентное преимущество и позволило накопить достаточный запас финансовой прочности для последующего развития. В тоже время Вымпелком (основной конкурент МТС) сначала развивался в стандарте AMPS, и в результате ему пришлось, во-первых, инвестировать в развитие двух сетей, а во-вторых, выступать в роли догоняющего, когда очевидными стали преимущества стандарта GSM.

Сильные позиции в регионах

В 2000-ом году компания начала активную региональную экспансию и уже к декабрю текущего года число её региональных абонентов достигло 425 тыс. человек (для сравнения, у Вымпелкома - 155 тыс.). Поскольку МТС первая вышла на ряд региональных рынков, она получила наиболее перспективных клиентов, а, следовательно, и более высокую норму доходности на вложенный капитал. Кроме того, её важным конкурентным преимуществом по сравнению с Вымпелкомом является присутствие на стратегически важном рынке Санкт-Петербурга.

Известность торговой марки

Несмотря на то, что компания осуществляет развитие регионального бизнеса в основном через свои дочерние структуры, все они предоставляют услуги сотовой связи под единой торговой маркой МТС, хорошо узнаваемой населением. При покупке уже действующих операторов происходит их адаптация под единые требования сервиса компании.

Сильные стратегические партнёры

Наличие у компании сильных стратегических партнёров в лице Deutsche Telekom и АФК «Система» даёт МТС ряд преимуществ:

- во-первых, это возможность доступа к передовым технологиям связи и многолетнему опыту своих акционеров;
- во-вторых, возможность оптимизации своей деятельности в рамках вертикальной и горизонтальной интеграции с предприятиями, входящими в холдинг АФК «Система» (например, возможность получения льготных тарифов на интерконнект в МГТС и на аренду оптоволоконных линий в МТУ-Информ).

Слабые стороны компании

Система сервиса и биллинга нуждается в усовершенствовании

Система сервиса и ведения абонентских счетов во многом не соответствует требованиям абонентов и значительно уступает в этом плане системе Вымпелкома.

Например, если абонент Вымпелкома получает информацию о своём счёте каждый раз после разговоров по телефону, то клиент МТС зачастую не может получить доступа к своей статистике и для того чтобы получить выписку со счёта, вынужден заплатить определённую плату.

По словам руководства компании, в начале декабря был произведен апгрейд системы биллинга, и информация по счёту абонента стала более прозрачной, однако пока не представляется возможным оценить последствия данного факта.

Стратегия компании - стать первым общероссийским оператором сотовой связи с единой национальной GSM сетью, едиными тарифами и стандартизированным качеством услуг

Основными элементами стратегии являются:

1. Усиление позиций компании в Московской лицензионной зоне путём повышения качества предоставляемых абонентам услуг и улучшения контроля над их затратами. В рамках поставленной задачи, МТС намерена инвестировать в новую систему биллинга. Это будет способствовать повышению доверия клиентов и позволит удержать абонентов от перехода к другому сотовому оператору.
2. Укрепление позиций на рынке сотовой связи Санкт-Петербурга.
3. Развитие регионального бизнеса и создание сотовой сети в регионах, которые отличаются наибольшей плотностью населения и высоким уровнем доходов при особой концентрации внимания на региональных центрах и транспортных магистралях.
4. Выход на рынки стран СНГ и развитие бизнеса в Белоруссии.
5. Развитие сотовой связи третьего поколения стандартов WAP, GPRS и UMTS на базе тестовой сети в Москве.

С начала 2001 года региональная сеть МТС выросла в 6 раз

Первые региональные лицензии (в Твери, Костроме и республике Коми) МТС приобрела в 1997 году. На сегодняшний день компания является обладателем лицензий уже в 46 регионах России, в 26 из которых она ведёт активный бизнес.

Кроме того, на протяжении последних лет МТС произвела ряд поглощений крупных региональных операторов, среди которых необходимо отметить следующие:

- в 1998 году МТС приобрела 49.9% акций «РеКома» (оператора, эксплуатирующего сеть в центральном регионе России). В 2001-году компания докупила ещё 4% «РеКома» и в результате консолидировала контрольный пакет.
- в 1999 году МТС приобрела 100% акций «Амурской Сотовой Связи» и 51% «Цифровых Сетей Удмуртии-900»
- в 2000 МТС приобрела контрольный пакет акций «Мобильных Систем Связи», омского оператора, который станет ключевым звеном в формировании общероссийской сети МТС на территории Западной Сибири.
- в мае 2001 года были приобретены 100% акций «Телеком XXI», владеющего лицензиями на операции в 19 регионах Северо-Запада, включая Санкт-Петербург и Ленинградскую область. Официально об открытии сети МТС в Санкт-Петербурге было объявлено в декабре, и уже за две недели её работы подключились 11 тыс. человек, а также заключено 60 договоров на обслуживание корпоративных клиентов.
- в июле 2001 года за 27 млн. долл. МТС приобрела 81% пакет акций крупнейшего оператора Урала, Сибири и Дальнего Востока «Телеком-900» (117 тыс. абонентов), которому в свою очередь принадлежат компании «Уралтел», «Сибирские сотовые системы – 900» и «Дальневосточные сотовые системы – 900».

В начале декабря текущего года появилась информация о возможном приобретении «Мобильными ТелеСистемами» 100% акций крупнейшего регионального оператора «Кубань-GSM». По предварительным данным, эта покупка обойдётся МТС в 140 млн. долл. и в результате она приобретёт лидера сотовой связи Юга России, обслуживающего около 320 тыс. абонентов с годовой выручкой в 55 млн. долл. В этом случае число региональных абонентов МТС превысит 700 тыс. человек.

Помимо поглощений уже действующих региональных операторов, МТС инвестировала и непосредственно в покупку региональных лицензий. Данные операции осуществляются в основном дочерними структурами МТС компаниями «Росико» и «РеКом». Среди регионов, где МТС начала предоставление услуг сотовой связи, можно выделить Нижний Новгород и Киров, где сейчас наблюдается бум сотовой связи, наподобие того, что был в Москве в 2000 году.

В сентябре 2001 года МТС выиграла тендер на покупку лицензии стандарта GSM 900/1800, проводимый Министерством связи Белоруссии. Однако эксплуатировать сеть МТС будет не одна - по условиям конкурса должно быть организовано совместное предприятие, где доля компании составит 49%. Остальные 51% будут находиться в собственности государственного предприятия. В общей сложности МТС инвестирует в белорусский бизнес порядка 24 млн. долл. При этом компания начнёт подключение новых абонентов только в апреле 2002 года, когда истечёт срок монопольной лицензии белорусского оператора «Велком».

МТС планирует обеспечить зону радиопокрытия, которая будет охватывать Минск и его пригороды, а также международные транспортные коридоры.

Несмотря на то, что МТС не будет принадлежать контрольного пакета акций вновь создаваемого предприятия, можно предположить, что богатый опыт ведения конкурентной борьбы в Московском регионе позволит ей завоевать прочные позиции на белорусском рынке.

Динамика экономических показателей

Средняя выручка на одного абонента снижалась

На протяжении последних лет компания демонстрировала высокие темпы роста выручки: с 1998-го года этот показатель вырос примерно в 2,5 раза (в 2001 году объем продаж составит, по нашей оценке, 850 млн. долл. против 338 млн. долл. в 1998 году). Однако за тот же период абонентская база возросла в 22 раза. Столь значительное отставание темпов роста выручки от роста числа абонентов обусловлено, на наш взгляд, двумя факторами:

- во-первых, если сначала компания предоставляла услуги корпоративным и состоятельным клиентам, то впоследствии она вышла на массовый рынок;
- во-вторых, по мере усиления конкуренции между операторами произошло значительное снижение тарифов, и как следствие, средней выручки на одного абонента.

Компании предпочли более широкий рынок при более низких тарифах, нежели узкий сегмент при высоких ценах.

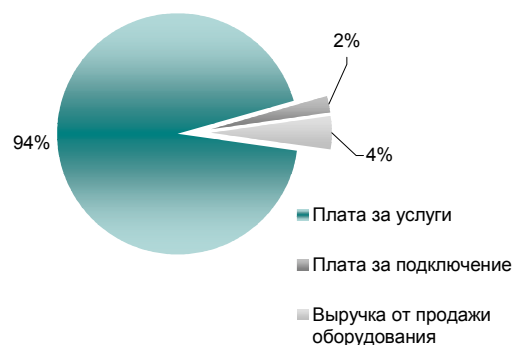
МТС имеет три основных источника дохода:

- единовременные платежи абонентов при подключении к сети;
- выручка непосредственно от предоставления услуг сотовой связи, которая формируется за счёт ежемесячной абонентской платы, регулярных платежей абонентов за единицу времени или информации, оплаты роуминга, а также продажи карт экспресс - оплаты;
- выручка от продажи телефонов и аксессуаров к ним.

Наиболее весомый вклад в объём поступлений (около 90%) вносит выручка от услуг связи. Это основной источник дохода компании. За три квартала текущего года этот показатель вырос на 80% по сравнению с аналогичным периодом 2000 года, при этом показатель месячной выручки на одного абонента сократился за тот же период почти в два раза.

Следует отметить также снижение абсолютного значения выручки от продажи телефонных аппаратов и аксессуаров для них, что связано, прежде всего, с мировой тенденцией удешевления сотовой связи.

Схема 2. Структура выручки МТС в III квартале 2001 года

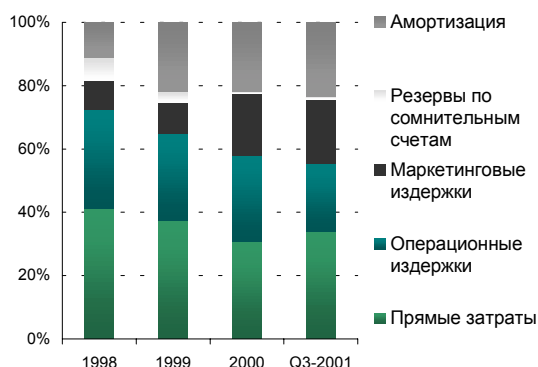


Источник: данные компании

Удельные затраты МТС за девять месяцев снизились на 32%

По мере роста выручки абсолютное значение совокупных затрат «Мобильных ТелеСистем» увеличивалось, однако более медленными темпами. Для компании характерно снижение показателя удельных затрат на одного абонента по всем статьям расходов, которое за девять месяцев текущего года составило 32%.

Схема 3. Структура затрат МТС



Источник: данные компании

Прямые затраты

Наибольший удельный вес в структуре издержек предприятия (31.7% за девять месяцев текущего года) имеют затраты, непосредственно связанные с обслуживанием абонента, к которым относятся плата за его телефонный номер и трафик, роуминг и телефонный аппарат, а также аренда линий у компаний «МТУ – Информ» и «Телмос».

Плата за телефонный номер подразумевает три вида платежей:

- разовый платёж за предоставление телефонного номера операторам традиционной связи: МГТС (прямой московский номер) и «Ростелекому» (федеральный номер);
- фиксированный ежемесячный платёж за каждого абонента;

- ежемесячные платежи, зависящие от интенсивности звонков абонента.

Вторая важная составляющая затрат - плата за роуминг другим сотовым операторам. Эти издержки возникают, когда абонент, находящийся вне зоны охвата МТС, осуществляет телефонный звонок. В этом случае, компания платит региональному сотовому оператору за возможность абонента воспользоваться его сетью (у абонента также возникают дополнительные затраты). В связи с тем, что МТС за последнее время приобрела ряд региональных операторов и начала эксплуатацию собственной GSM - сети во многих регионах страны, её затраты на роуминг, приведённые на одного абонента, снизились, несмотря на рост их совокупного значения. Можно прогнозировать, что тенденция сохранится и в будущем, поскольку строительство общероссийской сотовой сети компанией МТС ещё далеко от завершения.

Непосредственные затраты, возникающие при подключении нового абонента к сети, - это скидка, даваемая ему на покупку телефона. Как правило, цена, которую абонент платит за телефон, отличается в меньшую сторону от той, которую заплатила компания. Такое положение вещей существует во всём мире, поскольку продажа телефонов рассматривается сотовыми операторами не как средство извлечения дохода, а как маркетинговый ход, повышающий привлекательность компании и способствующий росту абонентской базы. Кроме того, стоимость телефонов - это единственная статья затрат, которая сократилась на 21% по сравнению с предыдущими периодами.

Это обусловлено общемировой тенденцией к снижению стоимости сотовой связи и её оборудования: перенасыщение западных рынков заставляет производителей снижать цены, перенося конкуренцию из ценовой плоскости в область технических решений. Хотя российский рынок ещё и далёк от насыщения, отечественные операторы покупают телефоны по общемировым ценам - отсюда и снижение затрат на них.

Снижение прямых удельных затрат компании можно считать долгосрочной тенденцией, поскольку МТС активно инвестирует в создание собственной оптоволоконной сети и коммутаторов. Это позволяет компании уменьшать долю арендуемых линий и подключать часть абонентов к собственным прямым номерам.

Операционные издержки

Ещё один блок расходов, непосредственно связанный с качеством организации деятельности компании, - операционные затраты (затраты на заработную плату и социальные выплаты персоналу, налоги, относимые на себестоимость, страхование, затраты на эксплуатацию системы биллинга (ведение абонентских счетов). Характерным является снижение их доли в совокупных издержках компании (20% за девять месяцев текущего года против 27% за аналогичный период 2000 года), а также значительное замедление темпов их роста.

В данном случае ключевым фактором можно считать эффект масштаба: в связи с ростом абонентской базы операционные затраты, приведенные на одного абонента, сократились почти в два раза. Дело в том, что операционные затраты можно считать не зависящими непосредственно от количества

абонентов, их рост происходит не линейно, а ступенчато.

Маркетинговые издержки

Среди различных расходов «Мобильных ТелеСистем» наиболее высокие темпы роста демонстрируют издержки на маркетинг и сбыт: по сравнению с 2000 годом они возросли почти в три раза. Этот факт явно свидетельствует об обострении рыночной конкуренции среди сотовых операторов. Средние затраты на маркетинг на одного абонента в месяц составили одну пятую месячной выручки от одного абонента, и похоже, что данная пропорция будет меняться в сторону увеличения.

Маркетинг можно рассматривать как основной фактор увеличения затрат компании. Маркетинговые издержки растут практически теми же темпами, что и абонентская база, а поскольку выручка на одного абонента будет неуклонно снижаться, - их доля в совокупном объёме затрат будет расти.

Однако эту тенденцию нельзя расценить как негативную: увеличение маркетинговых затрат, сопряжённое с ростом их эффективности, при прочих равных условиях ведёт к росту числа абонентов, а, следовательно, и выручки компании.

Резервы по сомнительным счетам

Специфической статьёй расходов сотовых операторов являются резервы по сомнительным счетам. Они формируются под абонентов, имеющих счета кредитного типа.

Благодаря усовершенствованию системы оплаты, МТС снизила издержки по данной статье с 12.8 млн. долл. в 1998 году до 2.4 млн. долл. в 2000 году. По результатам девяти месяцев 2001 года расходы на

создание резервов составили 1.9 млн. долл., таким образом в затратах компании они не превышают 1% и не способны оказать значительного влияния на размер прибыли.

Затраты на привлечение абонентов снижаются

Затраты по привлечению новых абонентов складываются из затрат на рекламу, комиссионных дилерам и скидки на приобретение "трубки".

Таблица 1. Средние затраты на привлечение одного абонента в месяц (долл. США)

	9 мес. 2001 г.	9 мес. 2000 г.
Затраты на рекламу	14	22
Комиссия дилерам	34	51
Скидка на покупку телефона	8	0
Совокупные затраты на привлечение одного абонента	56	73
Количество привлечённых абонентов за период, млн. чел.	1,427	0,684
ARPU*	39	54
Соотношение Затраты / ARPU	1,44	1,35

* - средняя выручка на одного абонента в месяц
Источник: данные компании

Хотя затраты на привлечение одного абонента и снизились, соотношение затрат и средней выручки на одного абонента в месяц (затраты/ARPU) возросло. Таким образом, в настоящее время затраты на привлечение абонента окупаются в среднем через 43 дня после его подключения к сети по сравнению с 40 днями в 2000 году.

Динамика затрат, приведенных на одного абонента, свидетельствует о том, что снижение показателя средней выручки полностью компенсируется снижением затрат

Ключевым фактором экономии затрат является не только эффект масштаба, но и капитальные вложения компании в повышение эффективности её оборудования и систем связи (например, создание собственной оптоволоконной сети).

Существующая тенденция снижения удельных затрат безусловно сохранится,

позволяя компании удерживать приемлемый уровень прибыли в условиях усиливающейся конкуренции.

По операционным показателям МТС значительно опережает своего ближайшего конкурента – компанию Вымпелком

Наиболее удачным стал для компании 2000 год, когда был привлечен почти миллион новых абонентов, выручка возросла в полтора раза, а норма рентабельности, несмотря на резкое снижение тарифов, сократилась всего на 4 процентных пункта и составила 43%.

За три квартала текущего года выручка МТС составила 635 млн. долл., что соответствует 39% российского рынка мобильной связи. В то же время объём продаж Вымпелкома за этот период в два раза ниже – только 288 млн. долларов (24.8% рынка).

Таблица 2. Основные экономические показатели МТС, млн. долл.

	1997	1998	1999	2000	Q3- 2001
Чистая выручка	208,4	338,3	358,3	535,7	635,6
Прибыль до процентных расходов, налогов и амортизации (ЕБИТДА)	103,5	154,8	169,3	232,6	298,6
Рентабельность продаж, %	49,7	45,7	47,2	43,4	47,0
Чистая прибыль	59,6	66,0	85,7	90,0	144,6

Источник: данные компании

Норма рентабельности по прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации за девять месяцев текущего года составила 47%. Несмотря на то, что это лишь немногим меньше благополучного 1997 года, у нас вызывает сомнения его долгосрочные перспективы. Скорее всего, рентабельность МТС в следующем году несколько снизится, что связано, во-первых, с понижением тарифов компании в четвёртом квартале, а во-вторых, с выравниванием уровня тарифов между Москвой и регионами.

Наиболее вероятным для компании мы считаем стабилизацию этого показателя на уровне в 40-45%.

Характерной чертой экономической деятельности компании является более высокий по сравнению с конкурентами показатель средней выручки на одного абонента (ARPU) – в третьем квартале он стабилизировался на уровне 39 USD, в то время как у Вымпелкома составил 27.8 USD на абонента.

Несмотря на общую тенденцию снижения этого показателя для российских мобильных операторов, он всё же остаётся достаточно высоким по сравнению с европейскими компаниями (средний показатель ARPU в Европе составляет 20 долл.). По мере увеличения показателя проникновения и усиления конкуренции между операторами этот показатель будет неуклонно снижаться.

Высокий показатель средней выручки на одного абонента в месяц обусловлен составом абонентов МТС: значительную их долю составляют корпоративные и состоятельные клиенты. Их удельный вес в абонентской базе составляет около 14%, а доля в общем объёме выручки компании – 37%. На одного абонента этой группы в месяц приходится порядка 97 долларов, при среднем уровне этого показателя по компании в 39 долларов.

Таблица 3. Структура абонентской базы МТС

	Корпоративные и состоятельные клиенты (прямые номера)	Массовый рынок (федеральные номера)
Удельный вес в абонентской базе	14	86
Доля в объёме продаж	37	63
ARPU, долл.	97	26
Средняя месячная продолжительность разговоров, мин.	285	148

Источник: данные компании

Основной вывод, сделанный нами, - рыночные позиции МТС будут усиливаться по мере её продвижения в регионы. При этом несмотря на снижение тарифов, показатель рентабельности по прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации будет удерживаться на уровне 40-45% за счёт экономии затрат и более высокого показателя выручки на одного абонента в регионах.

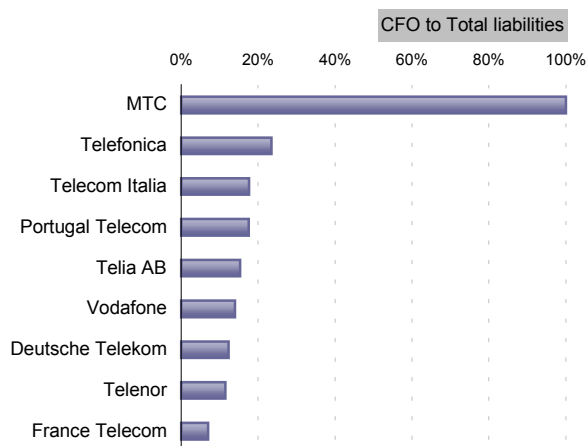
Финансовая устойчивость

Основной вывод, сделанный нами при анализе финансовой отчетности МТС: финансовое положение неожиданно устойчивое для быстро растущей компании

Даже спустя нескольких лет двузначного роста финансовых показателей, уровень использования финансового рычага остается на умеренном уровне.

Это выгодно отличает МТС от большинства европейских сотовых компаний, для которых конкурентная борьба за абонентов и лицензии создала труднопреодолимые финансовые проблемы.

Схема 4. Относительная долговая обремененность европейских телекоммуникационных компаний и МТС



Источник: Bloomberg, Банк ЗЕНИТ

Идущая вслед за МТС по показателю покрытия долговых обязательств операционным кэш-флоу испанская Telefonica генерирует операционный кэш-флоу в размере 13.4 млрд. евро при долговых обязательствах 57.1 млрд. евро. При этом долгосрочный кредитный рейтинг Telefonica A+ по версии агентства Standard&Poor's – один из наиболее высоких в отрасли.

Причины и предпосылки для стабильного финансового положения МТС мы видим в таких факторах, как наличие западных стратегических инвесторов и удачно

выстроенная стратегия в первые годы развития сотовой связи в России.

Структура активов и пассивов компании достаточно прозрачна, что существенно облегчает анализ кредитных рисков.

Внеоборотные активы, составляющие около 80% всех активов, представляют сетевое оборудование (43% внеоборотных активов), лицензии (26%) и оборудование к установке (16.5%).

Таблица 4. Структура внеоборотных активов МТС по состоянию на 30.09.2001 (млн. долл.)

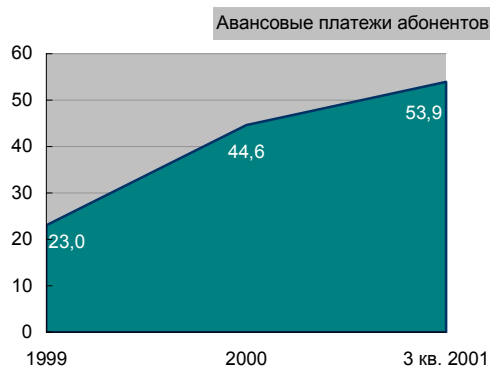
Статья	Сумма
Собственность, здания и оборудование	717
в т.ч. постройки, сетевое оборудование, оборудование базовых станций, офисная техника, автомобили	434
оборудование к установке	182
незавершенное строительство	80
оборудование в долгосрочном лизинге	21
Лицензии	287
Недвижимость	74
Гудвилл	23
Прочее	2
Итого	1 103

Источник: неаудированная консолидированная финансовая отчетность компании

Умеренный относительный объем заемных средств компания, отчасти, компенсирует финансированием за счет коммерческой кредиторской задолженности.

Коэффициент покрытия оборотными активами текущих обязательств в конце 3 квартала находился на уровне 0.99, что в российских условиях выглядит несколько рискованным. В то же время, значительную часть текущих обязательств компании составляют авансовые платежи абонентов, которые при стабильности тарифных планов не подвержены резким изменениям, и напротив, увеличиваются последовательно с ростом клиентской базы.

График 1. Источник дешевых ресурсов – авансовые платежи абонентов (млн. долл.)



Источник: консолидированная финансовая отчетность компании за 1999, 2000 и 3 кв. 2001 года

Если при оценке текущей задолженности не учитывать авансовые платежи абонентов, то коэффициент покрытия увеличивается до 1,23, что уже соответствует допустимым нормам.

Схема 5. Структура оборотных активов МТС по состоянию на 30.09.2001

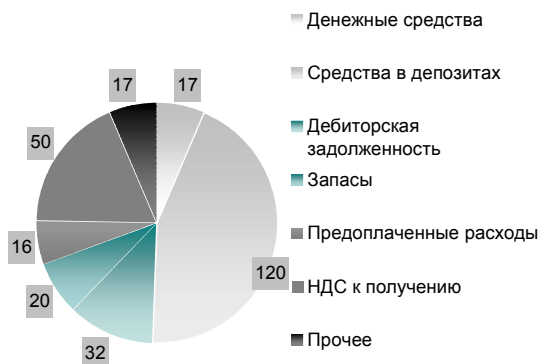
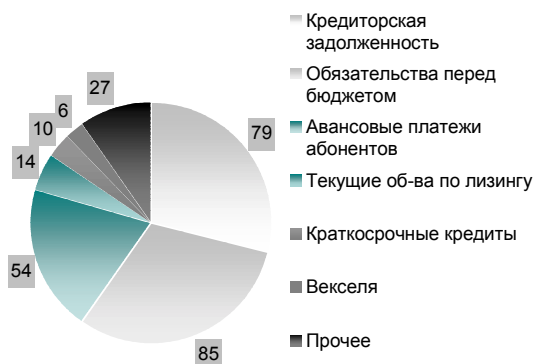


Схема 6. Структура текущих обязательств МТС по состоянию на 30.09.2001



Источник: неаудированная консолидированная финансовая отчетность компании

Заимствования

Заимствования, которые проводила МТС до настоящего времени, были незначительны по сравнению с масштабom операций компании.

По состоянию на 30 сентября 2001 года на балансе находились только два крупных кредита, причем оба были заключены сотовыми операторами до того, как они были приобретены МТС.

Таблица 5. Заемные средства МТС по состоянию на 30.09.2001 (млн. долл.)

Кредитор	сумма	ставка
Ericsson Project Finance*	35,1	Libor+4%**
в т.ч. к погашению в 2002	3,6	
к погашению после 2002	31,5	
Инкомбанк	5,3	16%
в т.ч. к погашению в 2002	5,3	
Прочие	0,9	
Итого	41,3	

** - по состоянию на 30.09.2001 действующая ставка по кредиту - 7.6%

Источник: данные компании

35.1 млн. долларов представляет оставшуюся часть 60 млн. долл. кредита, выданного Ericsson Project Finance компании Росико. После приобретения Росико МТС заключила договор с ее бывшим собственником АФК Системой, согласно которому, последняя приняла на себя обязательства по обслуживанию кредита.

Из данной суммы 3.6 млн. долларов необходимо погасить в 2002 году и 31.5 млн. долларов в течение последующих пяти лет.

Кредит Инкомбанка достался МТС в наследство от омской компании МСС. Кредитное соглашение было заключено в августе 1997 года сроком на пять лет под 16% годовых в валюте. По состоянию на 30 сентября оставшаяся задолженность МТС составляла 5.305 млн. долларов. Погашение кредита и выплата процентов должны быть проведены до 31 марта 2002 года.

Таблица 6. Заимствования МТС в 4 квартале 2001 года
(млн. долл.)

Кредитор	сумма	ставка
Dresdner Bank	3,0	Libor+3.2%
в т.ч. к погашению в 2002	3,0	
International Moscow Bank*	15,0	Libor+3.1%
в т.ч. к погашению в 2002	н/д	
Еврооблигационный займ	250,0	11,25%**
в т.ч. к погашению после 2002	250,0	
Итого	268,0	

* открыта кредитная линия с возможностью заимствования на срок до 2 месяцев

** доходность к погашению

Источник: данные компании, Банк ЗЕНИТ

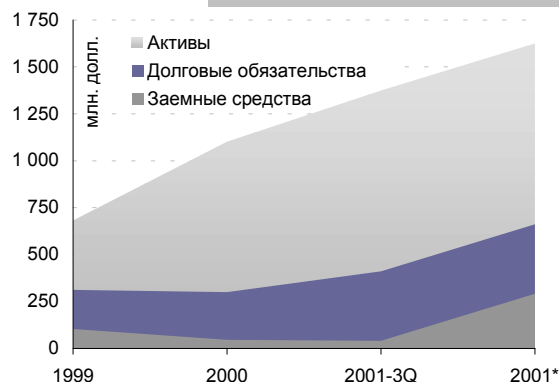
Размещение еврооблигаций возвращает уровень финансового рычага к отметке двухлетней давности

Выход на рынок еврооблигаций устраняет диспропорцию между собственными и заемными средствами, которая образовалась в 2000 году после размещения на Нью-Йоркской фондовой бирже 17.3% обыкновенных акций МТС.

Благодаря успешному размещению и хорошим финансовым результатам по основной деятельности, собственный капитал МТС вырос в 2000 году в 2.3 раза до 801 млн. долл. Показатель задолженности к активам (Total liabilities to Assets) снизился за этот период с 46% до 27%, что уже недостаточно для быстро развивающейся компании.

Обязательства сотовых операторов, поглощенных МТС в 2001 году послужили причиной небольшого относительного увеличения консолидированных обязательств, однако гораздо большее влияние на финансы компании окажет размещение еврооблигаций. Объем заемных средств (без учета новых кредитных соглашений) может увеличиться с 41 до 290 млн. долл., а показатель задолженности к активам увеличиться до 41%.

Динамика финансовых показателей МТС



Источник: данные компании, Банк ЗЕНИТ

По нашим оценкам, еврооблигационный займ увеличивает средневзвешенную стоимость заемного капитала для МТС с 8% до 11% годовых. Начиная с 2002 года, процентные расходы могут вырасти в 5-6 раз, и без учета дальнейшего роста компании, на обслуживание задолженности компания будет тратить около 15% прибыли до оплаты процентов и налогообложения.

Вместе с тем, по оценкам компании и отраслевых аналитиков, объем продаж и чистая прибыль МТС могут удвоиться в течение ближайших трёх лет.

Оценка динамики финансовых показателей



Источник: расчеты Банка ЗЕНИТ

Если планы региональной экспансии будут реализованы в том виде, в котором ожидает их руководство компании, при этом рентабельность бизнеса будет удержана на уровне, сопоставимом с текущим, у МТС еще

сохранится достаточный резерв для наращивания заимствований без девальвации кредитного риска по выпущенным ранее обязательствам.

При оценке резерва заимствований мы исходили из предположения роста выручки в 2002 году на 40% и на 20% в 2003 благодаря продолжению роста абонентской базы в Москве, старту полноценной эксплуатации сети в Санкт-Петербурге и абонентам, полученным при приобретении региональных операторов.

Размер финансовых обязательств на 2002-2003 год мы оценили исходя из предположения, что компания рефинансирует текущие займы (составлявшие на 2003 год 41 млн. долл.) и получит 250 млн. долл. от размещения еврооблигационного займа.

Закладывая в прогноз пропорциональный динамике операционных показателей рост коммерческих обязательств, мы оценили резерв МТС по привлечению долгового финансирования в 200 млн. долл. в 2002 году и 300 млн. долл. – в 2003.

При условии, что компания не будет наращивать обязательства в более агрессивном темпе, мы будем оценивать кредитные риски по группе «финансовая устойчивость» как низкие.

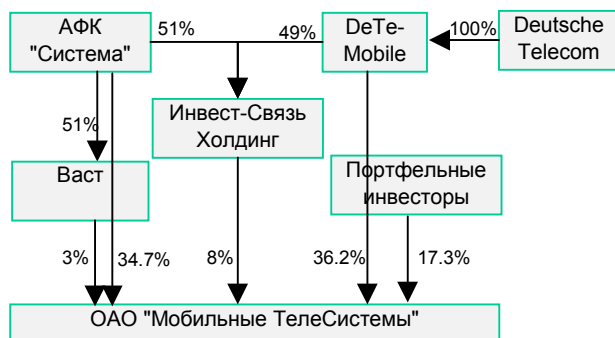
Деловая репутация

Паритет акционеров

Деловая репутация компании заслуживает высоких оценок.

Акционерный капитал МТС распределён следующим образом: АФК «Системе» принадлежит 35% её акций, а 36% находятся в собственности крупнейшей телекоммуникационной компании Германии Deutsche Telekom AG.

Схема 7. Состав акционеров МТС



Источник: данные компании

Присутствие в акционерном капитале стратегического инвестора с мировым именем однозначно хорошо влияет на репутацию МТС. С другой стороны, АФК «Система» – это диверсифицированный российский холдинг с сильными позициями на телекоммуникационном рынке.

Компании ЗАО «Инвест - Связь Холдинг» и ВАСТ также принадлежат основным акционерам МТС, причём «Система» владеет их контрольными пакетами (но при этом не получает контрольного пакета акций МТС).

В уставном капитале МТС нет государственного участия, а между основными акционерами существует баланс

интересов: АФК «Система» имеет административный ресурс и рычаги оперативного контроля над предприятием (например, через МГТС), а Deutsche Telekom обладает доступом к финансовым ресурсам западных инвесторов. Это позволяет сделать вывод о том, что альянс двух акционеров долгосрочный, что уменьшает риск конфликтов между ними.

В июле 2000-го года компания выпустила Американские Депозитарные Расписки третьего уровня, общий объём которых составляет порядка 17.3% акционерного капитала.

Структура совета директоров отражает интересы только стратегических инвесторов: из семи его членов четыре – представители АФК «Система» и три - Deutsche Telekom AG. Представителей портфельных инвесторов в Совете Директоров нет.

Мобильные ТелеСистемы – информационно прозрачная компания

МТС ежеквартально публикует консолидированную финансовую отчётность по международным стандартам. Аудитор компании - Arthur Andersen.

МТС своевременно освещает в прессе все существенные события, регулярно проводит презентации итогов хозяйственной деятельности, организует conference calls.

Кредитная история

Незначительное число кредитных соглашений отражает низкую потребность в заемных средствах у МТС вплоть до 2001 года

На протяжении всего периода существования долгосрочная финансовая состоятельность компании никогда не ставилась под сомнение.

До 2001 года, когда началась масштабная экспансия в регионы, денежные потоки от основной деятельности практически полностью покрывали инвестиционные потребности МТС.

В конце 2000 года остаток денежных средств на расчетных счетах и депозитах даже превышал общий объем заимствований.

Достаточно сложно представить, чтобы при таком положении дел компания оказалась неплатежеспособной.

Согласно нашей информации, у компании лишь в период кризиса 1998 года возникали краткосрочные финансовые затруднения

Тем не менее, по сообщениям СМИ и агентства Standard&Poog's, в 1998-1999 годах МТС находилась в состоянии технического дефолта в отношении ряда обязательств по кредитным договорам с Европейским Банком Реконструкции и Развития (По данным компании общая сумма полученных от ЕБРР кредитов составляла в 1998 году 45 млн. долл.).

Временные финансовые затруднения МТС мы можем связать с тем, что значительная доля денежных средств компании была размещена в Инкомбанке, ставшим неплатежеспособным после кризиса 1998 года.

В дальнейшем МТС полностью уладила взаимоотношения с ЕБРР и в октябре 2000 года задолженность перед банком была

полностью погашена с опережением первоначального графика погашения более чем на год.

Осенью 2001 года, впервые после соглашения 1997 года с ЕБРР, компания заключила серьезные кредитные соглашения. В ноябре Телеком XXI, входящий в структуру МТС, привлек 3 млн. долл. от Dresdner Bank, а также оформил кредитную линию на 15 млн. долл. с Международным Московским Банком.

Размещение в декабре 2001 года первого еврооблигационного займа, несомненно, станет важнейшим фактором формирования будущей кредитной истории. Судя по именам участников размещения (ING Barings, Dresdner Bank, Salomon Smith Barney, Commerzbank и с российской стороны – Альфа Банк и Банк ЗЕНИТ), компания имеет доверие среди инвестиционного сообщества.

Приложение**1. Информация о выпуске**

Эмитент	Mobile TeleSystems Finance (Luxemburg). Полный и безусловный гарант по облигациям – ОАО «Мобильные ТелеСистемы»
Вид ценных бумаг	Еврооблигации (144A/Regulation S bonds)
Объем выпуска	250 млн. долл.
Начало размещения	13 декабря 2001 года
Использование средств	Развитие сети сотовой связи
Номинал облигации	1000 долларов
Срок погашения	21 декабря 2004 года
Купон	Купонный период – 6 месяцев Первый купонный период: с 21 декабря 2001 года по 21 июня 2002 года
Порядок определения процентных ставок	Ставка купонного дохода фиксирована – 10.95% годовых Суммы купонных выплат рассчитываются на основе 360- дневного финансового года
Досрочное погашение	Не предусмотрено
Организаторы	Совместные ведущие организаторы: ING Bank, Dresdner Bank Ведущий со-организатор: Альфа-Банк Совместные со-организаторы: Банк ЗЕНИТ, Commerzbank, Salomon Smith Barney
Платежный агент	J.P. Morgan Bank Luxemburg, S.A.
Вторичное обращение	На внебиржевом рынке и Luxemburg Stock Exchange
Депозитарий	JPMorgan Chase Bank, Лондонское отделение

2. Зоны лицензионного покрытия ОАО «МТС»

Регион	GSM-900		GSM-1800	
	Владелец лицензии	Дата окончания	Владелец лицензии	Дата окончания
Московская лицензионная зона				
Москва	МТС	01.12.04	Росико	28.04.08
Московская обл.	МТС	01.12.04	Росико	28.04.08
Санкт-Петербургская лицензионная зона				
Санкт-Петербург	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Ленинградская обл.	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Европейская часть России				
Архангельск	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Белгород	Реком	15.05.08	Росико	28.04.08
Брянск	Реком	15.05.08	Росико	28.04.08
Иваново			Росико	28.04.08
Калининград	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Калуга	МТС	01.10.06	Росико	28.04.08
Карелия	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Киров	Росико	28.04.08	Росико	28.04.08
Республика Коми	МТС	22.08.07	Росико	28.04.08
Коми-Пермяцк			Росико	28.04.08
Кострома	МТС	22.08.07	Росико	28.04.08
Курск	Реком	15.05.08	Росико	28.04.08
Липецк	Реком	15.05.08	Росико	28.04.08
Мурманск	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Ненецк	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Нижний Новгород	Росико	28.04.08	Росико	28.04.08
Новгород	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Орёл	Реком	15.05.08	Росико	28.04.08
Оренбург			Росико	28.04.08
Пермь	Росико	28.04.08	Росико	28.04.08
Псков	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
	МТС	01.10.06	Росико	28.04.08
Рязань	МТС	01.10.06	Росико	28.04.08
Смоленск	МТС	01.10.06	Росико	28.04.08
Тамбов			Росико	28.04.08
Тула	МТС	01.10.06	Росико	28.04.08
Тверь	МТС	04.04.07	Росико	28.04.08
	Цифровые Сети			
Республика Удмуртия	Удмуртии	21.02.07	Росико	28.04.08
Владимир	МТС	10.01.06	Росико	28.04.08
Вологда	Телеком XXI	28.04.08	Телеком XXI	28.04.08
Воронеж	Реком	15.05.08	Росико	28.04.08
Ярославль			Росико	28.04.08
Азиатская часть России				
Алтай	Сибирские сотовые системы*	19.07.11		
Амурск	Амурская Сотовая Связь	10.01.07		
Челябинск	Росико	28.04.08	Росико	28.04.08
	Дальневосточные сотовые системы*			
Хабаровск		10.01.07		
Курган			Росико	28.04.08
	Сибирские сотовые системы*		Сибирские сотовые системы	
Новосибирск		21.02.07		21.02.07
Омск	МСС	20.12.06		
Свердловская обл.	Уралтел*	01.03.06	Росико	28.04.08

* контрольные пакеты акций операторов Уралтел, Сибирские сотовые системы-900 и Дальневосточные сотовые системы-900 принадлежат компании Телеком-900, 81% акций которой находятся в собственности МТС

3. Финансовые показатели МТС

Баланс (млн. долл.)					
	1999	2000	2001 П	Q3-2001	Q3-2000
Активы	682	1 101	1 635	1 375	
Необоротные активы	595	771	1 130	1 103	
Оборотные активы	87	330	505	272	
в т. ч. денежные средства	10	76	267	17	
Пассивы	682	1 101	1 635	1 375	
Доля меньшинства	26	-	-	7	
Собственный капитал	344	801	975	955	
Долгосрочные обязательства	160	117	387	137	
в т. ч. займы и кредиты	66	23	282	32	
Текущие обязательства	152	183	273	274	
в т. ч. займы и кредиты	38	24	10	10	
Отчет о прибылях и убытках (млн. долл.)					
	1999	2000	2001 П	Q3-2001	Q3-2000
Чистая выручка	315	484	850	635	368
Себестоимость	91	122	518	396	263
в т.ч. амортизация	54	88	129	94	62
Чистый операционный доход	116	139	332	239	105
ЕБИТДА	169	232	390	299	171
Процентные расходы	12	11	8	6	8
Налог на прибыль	19	51	90	75	29
Чистая прибыль	86	90	162	145	76
Операционный кэш-флоу (CFO)	117	191	291	260	152
Финансовые показатели					
	1999	2000	2001 П	Q3-2001	Q3-2000
Отношение заемных средств к активам (Debt ratio)	15%	4%	18%	3%	
Покрытие текущей задолженности (Current ratio)	0,57	1,81	1,85	0,99	
Покрытие заемных средств (CFO to Total Debt)	1,12	4,04	1,00	8,4	
Покрытие процентных расходов (ЕБИТ Interest expense coverage)	9,9	13,5	32,4	37,6	
Рентабельность по ЕБИТДА	54%	48%	46%	47%	

**БАНК ЗЕНИТ**

Россия, 129110, Москва
Банный переулок, дом 9
тел. 7 095 937 07 37
факс 7 095 937 07 36
WEB <http://www.zenit.ru>

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ДЕПАРТАМЕНТ

Начальник Департамента	Панферов Алексей	panferov@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
Начальник управления	Суверов Сергей	sergejj.suverov@zenit.ru
Облигации	Третьяков Алексей	a.tretyakov@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Ряузов Никита	riauzov@zenit.ru
Облигации	Поспелов Константин	konstantin.pospelov@zenit.ru
Интернет-трейдинг	Матюшин Сергей	s.matyushin@zenit.ru
Акции	Чемолосов Игорь	i.chemolosov@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		
Начальник управления	Соломахин Вадим	vadim@zenit.ru
РЕПО, векселя	Копелович Кирилл	kopelovich@zenit.ru
Акции	Суханов Сергей	sergey.suhanov@zenit.ru
Рублевые займы	Панюков Николай	nikolay.panukov@zenit.ru
Управление инвестиционных проектов		ibcm@zenit.ru
	Аржанов Андрей	andrey.arjanov@zenit.ru
	Синюкова Оксана	oksana.sinjukova@zenit.ru
	Пивков Роман	roman.pivkov@zenit.ru
Управление акционерного капитала		corpfin@zenit.ru
	Сокольский Дмитрий	
	Юнкевич Алексей	
	Паин Дмитрий	
	Васин Максим	

При перепечатке ссылка на Банк ЗЕНИТ обязательна.

Данный аналитический обзор составлен на основе публичных источников, которые признаны надежными, в то же время Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за достоверность информации, использованной при подготовке настоящего материала. Содержание бюллетеня может использоваться только в информационных целях. Инвестирование в российские финансовые инструменты сопряжено с существенным риском, поэтому инвесторам рекомендуется использовать данный информационно-аналитический продукт лишь как один из механизмов, обеспечивающих принятие взвешенных инвестиционных решений. Если Вам потребуется профессиональная консультация по вопросам функционирования российских финансовых рынков, пожалуйста, свяжитесь с нашими сотрудниками.