МТС (BB/Ba2/BB+)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

29 августа 2012 года

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО ПО-ПРЕЖНЕМУ НА ВЫСОТЕ

Отчетность по US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2012 г.

Хороший квартал, не считая результатов в Узбекистане. Вчера МТС опубликовала результаты 2 кв. и 1 п/г 2012 г. по US GAAP, которые оказались несколько лучше наших ожиданий. Основное негативное событие в отчетном периоде – списания по обесценению активов в Узбекистане на сумму порядка 1,1 млрд долл., о которых предупреждала компания, ставшие причиной чистого убытка как по итогам квартала, так и за полугодие. В остальном, с корректировкой на разовые списания, МТС продемонстрировала неплохой рост операционных показателей и повышение операционной эффективности, особенно на российском рынке, что привело, в том числе, к дальнейшему снижению долговой нагрузки.

Выручка продолжает расти. Консолидированная выручка МТС во 2 кв. 2012 г. увеличилась на 4% за квартал, не изменившись по сравнению со 2 кв. 2011 г., и составила 3,1 млрд долл. В 1 п/г 2012 г. доходы компании выросли на 1% год к году до 6,1 млрд долл. Низкий рост выручки объясняется в основном ослаблением локальных валют против доллара. В действительности темпы роста на ключевых рынках были неплохими. Так, в России выручка увеличилась на 5% квартал к кварталу и на 9% год к году до 82,8 млрд руб. (2,6 млрд долл.), прежде всего за счет мобильного сегмента, доходы которого поднялись на 6% и 10% соответственно до 69,3 млрд руб. (2,2 млрд долл.). Рост мобильной выручки в России, в свою очередь, стал следствием повышения качества клиентов и увеличения объемов потребления сотовых услуг: ARPU и MOU за квартал повысились на 6% и 10% соответственно до 297 руб. (8,4 долл.) и 309 мин., в результате выросли доходы оператора как от голосовой связи, так и от передачи данных. Хорошая динамика наблюдалась и на украинском рынке – выручка поднялась на 8% за квартал и на 7% год к году до 2,4 млрд гривен (300 млн долл.), также вследствие квартального роста ARPU и MOU на 8% и 2% до 40 гривен (5 долл.) и 611 мин. соответственно. Однако в этом случае основной прирост обеспечил сегмент голосовой связи.

Повышение скорректированной рентабельности. Консолидированная OIBDA МТС во 2 кв. 2012 г. сократилась на 77% за квартал и на столько же год к году до 295 млн долл., главным образом под влиянием списаний узбекских активов на сумму 1,1 млрд долл. С корректировкой на эти разовые статьи (далее использованы скорректированные данные) OIBDA в апреле–июне поднялась на 9% за квартал и на 6% год к году до 1,4 млрд долл., а в 1 п/г – на 8% год к году до 2,6 млрд долл. На этом фоне рентабельность по OIBDA во 2 кв. 2012 г. достигла 44% по сравнению с 42% в 1 кв. 2012 г. и 2 кв. 2011 г. По итогам всего 1 п/г 2012 г. рентабельность по OIBDA составила 43% (в 1 п/г 2011 г. – 40%). Основным катализатором роста операционной эффективности вновь стал российский рынок, на котором OIBDA поднялась на 9% квартал к кварталу и на 14% год к году до 36,9 млрд руб., в первую

Обращающиеся выпуски

MOBTEL (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
MTS '20	750 $	8,63	22 июн 20	5,64
МТС-3	10 000 R	8,00	20 июн 13	7,80
МТС-1	10 000 R	7,00	17 окт 13	7,50
МТС-4	15 000 R	7,60	13 май 14	8,23
МТС-2	10 000 R	7,75	20 окт 15	8,43
МТС-8	15 000 R	8,15	13 ноя 15	8,84
МТС-5	15 000 R	8,75	19 июл 16	9,14
МТС-7	10 000 R	8,70	7 ноя 17	9,37

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Динамика финансовых показателей МТС

US GAAP, млн долл.

	2010	2011	2012П
Выручка	11 293	12 319	13 518
OIBDA *	4 735	5 144	5 535
Чистая прибыль	1 548	1 568	
Рентабельность по OIBDA, %	42	42	41
Чистая рентабельность, %	14	13	
Опер. ден. поток	3 617	3 849	4 038
Капвложения	(2 647)	(2 459)	(3 109)
Основные средства	7 972	8 205	
Денежные средства	928	1 851	
Дебиторская задолженность	801	868	
Кредиторская задолженность	682	856	
Собственный капитал	4 157	3 571	
Активы	14 478	15 318	
Долг, в т.ч.:	7 150	8 710	7 884
краткосрочные займы	757	1 156	
долгосрочные займы	6 393	7 554	
Чистый долг	6 222	6 859	
Доля краткосрочного долга, %	11	13	
Долг / OIBDA	1,5	1,7	1,4
Чистый долг / OIBDA	1,3	1,3	
OIBDA / Проценты к уплате	6,1	7,8	
Капитал / Активы	0,3	0,2	

* с корректировкой на разовые списания

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

очередь за счет жесткого контроля над затратами, а также выручки от более маржинальных продуктов, в том числе услуг по передаче данных. Общие и административные расходы снизились на 6% квартал к кварталу и на 3% год к году до 628,7 млн долл., уменьшилась и стоимость закупленных телефонов (-4% квартал к кварталу, -15% год к году до 180 млн долл.), при этом продолжает увеличиваться доля продаж более маржинальных смартфонов, которые впоследствии сгенерируют дополнительный трафик. На этом фоне прогноз компании, предполагающий сохранение рентабельности по скорректированной OIBDA по итогам 2012 г. на уровне 42%, выглядит вполне реалистичным.

Свободный денежный поток остается положительным... Капзатраты в отчетном квартале выросли со среднего для компании уровня, увеличившись на 43% квартал к кварталу и на 25% год к году до 661 млн долл., что привело к росту отношения Капзатраты/Выручка до 21% с 15% в 1 кв. 2012 г. и 17% во 2 кв. 2011 г. Главным фактором роста капзатрат стала продолжающаяся модернизация 3G-сетей. Тем не менее, даже несмотря на некоторое снижение денежного потока от операционной деятельности, свободный денежный поток остается положительным. Так, во 2 кв. 2012 г. операционный денежный поток сократился на 22% квартал к кварталу, поднявшись на 31% год к году до 998 млн долл., по итогам 1 п/г 2012 г. его значение составило 2,3 млрд долл. Свободный денежный поток по итогам апреля–июня составил 336 млн долл., а в 1 п/г – 1,1 млрд долл.

...что позволяет снижать долговую нагрузку. На этом фоне компания может позволить себе дальнейшее снижение долговой нагрузки. Так, за 2 кв. 2012 г. долг МТС снизился на 9% до 7,3 млрд долл., во многом за счет валютной переоценки в связи с укреплением доллара. Денежные средства на балансе сократились на 9%, в основном по причине увеличения краткосрочных финансовых вложений перед крупными выплатами по долгу после отчетной даты. Чистый долг также опустился на 9% до 6,7 млрд долл. Вкупе с повышением операционной эффективности это привело к снижению долговой нагрузки до уровня 1,4 в терминах Долг/OIBDA с 1,5 в 1 кв. 2012 г. и 1,7 в 2011 г. (Чистый долг/OIBDA составил 1,2). Даже по формальным показателям долговая нагрузка, без корректировки на списания, находится на вполне комфортных уровнях – всего 1,7 Долг/OIBDA, что сравнимо с показателями 2011 г.

Евробонд неинтересен, в рублевом сегменте заслуживают внимания МТС–4 и МТС–7. Отчетность в очередной раз подтвердила высокое кредитное качество МТС – невзирая на рост капзатрат, долговая нагрузка компании остается под контролем. В то же время сохраняется неопределенность в отношении ситуации в Узбекистане, хотя она не должна привести к дальнейшему существенному ухудшению финансовых показателей компании. Единственный евробонд эмитента MOBTEL'20, на наш взгляд, не представляет интереса. Более привлекательно смотрится бумага материнской компании AFKSRU'19, спред которой к кривой долларовых свопов на 100 б.п. шире, чем у «дочки», что, по нашему мнению, неоправданно. Большинство локальных выпусков не отличаются высокой ликвидностью и лежат практически на одной кривой, чуть ниже материнской АФК «Система». Среди них можно рекомендовать относительно короткий МТС-4 и длинный МТС-7, премия которых к кривой ОФЗ выше, чем у остальных бумаг.

См. таблицы на следующих страницах.

Неплохое повышение рентабельности и снижение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели МТС по US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2012 г., млн долл.

	2 кв. 11	1 п/г 11	2011	1 кв. 12	2 кв. 12	1 п/г 12	2 кв.12/ 1 кв.12, %	2 кв.12/ 2 кв.11, %	1п/г 12/ 1 п/г 11
Выручка	3 128	6 062	12 319	3 014	3 122	6 136	4	(0)	1
OIBDA *	1 303	2 429	5 144	1 259	1 375	2 634	9	6	8
Чистая прибыль	398	759	1 568	519	(673)	(155)			
Рентабельность OIBDA, %	42	40	42	42	44	43			
Чистая рентабельность, %	13	13	13	17	(22)	(3)			
Опер. ден. поток	761	1 669	3 849	1 277	998	2 274	(22)	31	36
Капвложения	(528)	(806)	(2 459)	(463)	(661)	(1 125)	43	25	40
Основные средства		8 401	8 205	8 681		7 754	(11)		
Денежные средства		1 223	1 851	965		881	(9)		
Дебиторская задолженность		935	868	1 013		1 033	2		
кредиторская задолженность		1 387	856	905		950	5		
Собственный капитал		3 609	3 571	4 221		2 445	(42)		
Активы		15 382	15 318	15 835		14 519	(8)		
Долг, в т.ч.:		7 441	8 710	8 086		7 343	(9)		
краткосрочные займы		623	1 156	869		1 106	27		
долгосрочные займы		6 819	7 554	7 217		6 237	(14)		
Чистый долг		6 218	6 859	7 121		6 462	(9)		
Доля краткосрочного долга, %		8	13	11		15			
Долг / OIBDA		1,6	1,7	1,5		1,4			
Чистый долг / OIBDA		1,3	1,3	1,3		1,2			
OIBDA / Проценты к уплате	8,1	7,3	7,8	7,8	9,1	8,4			
Собственный капитал / Активы		0,2	0,2	0,3		0,2			
* с корректировкой на разовые списания									

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

		Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	EBITDA, млн долл.	Рентаб. EBITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП / Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг / EBITDA	Чистый долг / EBITDA	Коэфф. тек. ликв.	Капитал / Активы
	Телекоммуникации											
	МТС		9 867	4 486	45,5	2 328	1,5	8 349	1,9	1,3	1,0	0,3
	ВымпелКом		8 703	4 273	49,1	892	3,9	7 353	1,7	1,4	0,9	0,3
2009	Ростелеком		8 406	3 240	38,5	1 428	1,9	3 462	1,1	0,9	0,7	0,5
	АФК Система		18 750	7 119	38,0	3 434	1,1	15 445	2,2	1,6	1,0	0,3
	Теле2		986	323	32,8	273	0,7	2 017	6,2	6,2	0,4	- 0,7
	СИТРОНИКС		1 024	101	9,9	79	1,9	756	7,5	5,9	1,1	0,3
	Развивающиеся страны											
	Singapore Telecom		10 390	3 089	29,7	1 335	2,5	5 215	1,7	1,4	0,7	0,62
	Turkcell		5 763	1 921	33,3	1 014	1,1	1 473	0,8	(0,83)	1,9	0,63
	Развитые страны											
	Deutsche Telekom		90 084	27 758	30,8	10 603	2,1	71 382	2,6	2,2	0,9	0,3
	Tele2		5 167	1 208	23,4	538	2,2	428	0,4	0,2	0,9	0,7
	Телекоммуникации											
	МТС		11 293	4 863	43,1	2 647	1,4	7 150	1,5	1,3	1,0	0,3
	ВымпелКом		10 513	4 932	46,9	1 757	0,4	5 661	1,1	1,0	0,7	0,5
	Ростелеком		8 376	3 068	36,6	1 708	1,6	4 190	1,4	1,2	0,6	0,5
2010	АФК Система		28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,4
	Теле2		1 408	494	35,1	216	1,9	2 148	4,3	4,3	0,4	- 0,5
	СИТРОНИКС		1 167	123	10,5	42	4,2	753	6,1	4,0	0,9	0,2
	Развивающиеся страны											
	Singapore Telecom	A+/Aa2/A+	11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
	Turkcell	BB+/Ba2/BBB-	5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,80)	2,4	0,6
	Развитые страны											
	Deutsche Telekom	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	0,6	0,3
	Tele2	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	0,9	0,7
	Телекоммуникации											
	МТС	BB/Ba2/BB+	12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2
	ВымпелКом	BB/Ba3	23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
2011	Теле2	/-/BB+	1 775	689	38,8	295	1,7	779	1,1	1,1	0,5	0,2
	Ростелеком		10 070	4 004	39,8	2 816	1,0	5 077	1,3	1,2	0,4	0,5
	АФК Система		32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4
	СИТРОНИКС		1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2
	Развивающиеся страны											
	Singapore Telecom	A+/Aa2/A+	13 587	3 820	28,1	1 507	2,9		1,4	0,9	0,8	0,6
	Turkcell	BB+/Ba2/BBB-	5 603	1 742	31,1	747	1,6		1,2	(1,0)	2,4	0,6
	Развитые страны											
	Deutsche Telekom	BBB+/Baa1/-	81 669	26 459	32,4	9 147	2,5		2,5	2,2	0,6	0,3
	Tele2	A-/A3/A-	6 284	1 654	26,3	667	2,1		1,3	1,2	0,9	0,5
	Телекоммуникации											
1 п/г12	МТС	BB/Ba2/BB+	6 136	2 634	42,9	1 125	2,0	7 754	1,4	1,2	0,7	0,2
	ВымпелКом	BB/Ba3	11 364	4 708	41,4	1 780	1,7	28 611	3,0	2,7	0,8	0,3
	Телекоммуникации											
	МТС		13 518	5 535	40,9	3 123	1,4	7 884	1,4	1,3	0,9	0,3
	ВымпелКом		25 261	10 131	40,1	4 953	1,3	24 455	2,4	2,2	0,8	0,3
2012П	Ростелеком		11 474	4 342	37,8	2 295	1,6	5 055	1,2	0,8	1,2	0,6
	АФК Система		34 630	7 584	21,9	3 465	1,8	15 299	2,0	1,8	1,0	0,4
	Теле2		2 112	842	39,9	275	2,2	958	1,1	1,1	0,4	0,2
	СИТРОНИКС		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 2012