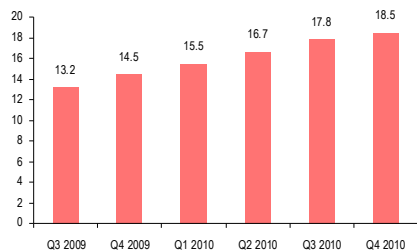


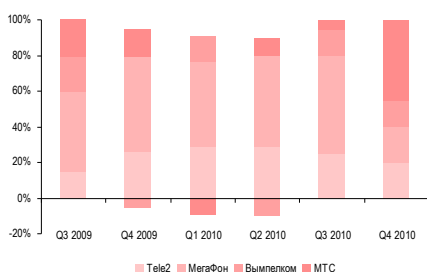
## Российский рынок облигаций

### Рост абонентской базы Tele2 в России



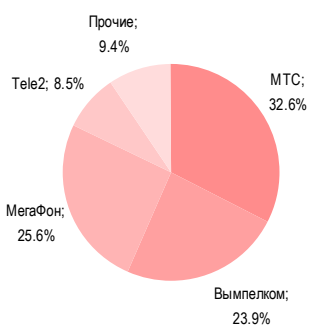
Источник: данные компании

### Динамика подключений



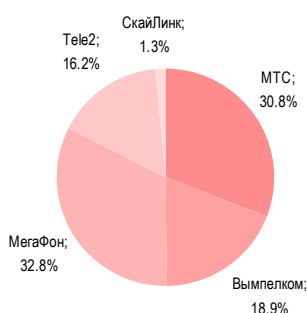
Источник: данные компании, ACM-Consulting

### Доли рынка операторов в России



Источник: ACM-Consulting

### Доли рынка операторов в СПб



Источник: ACM-Consulting

## Tele 2: локальный заем с глобальными целями

На этой неделе на российском долговом рынке появилась новость о дебютном займе российской «дочки» шведской Tele2: компания планирует привлечь 30 млрд руб. путем размещения по открытой подписке семи выпусков рублевых облигаций сроком на 10 лет. Заявление интересно, прежде всего, тем, что, потеснив операторов «большой тройки» на телекоммуникационном рынке, шведская компания может перетянуть на себя часть инвесторов и на долговом рынке. Второй особенностью данного займа является направление заемных средств: по нашим расчетам, порядка двух третей российского займа будет направлено на финансирование инвестиционных целей компании вне России.

Что касается самой структуры выпусков, то непосредственным эмитентом будет являться компания Санкт-Петербург Телеком. Всего планируется разместить по 5 млн облигаций серии 01 и 02, по 3 млн облигаций серии 03 и 04, по 4 млн облигаций серии 05 и 06 и 6 млн облигаций серии 07.

Мы положительно относимся к возможному появлению на долговом рынке нового эмитента телекоммуникационного сектора с очень низкой долговой нагрузкой. Ожидаем премию к кривой ВымпелКома в 70-90 б.п., которая в процессе обращения может сократиться.

Полагаем, что эмитент не сможет разместить облигации без предоставления oferty, срок которой составит, по нашим оценкам, 3-5 лет. В этом случае видим справедливую доходность новых бумаг на уровне 8.5-8.7 % в случае трехлетней oferty, 9.0-9.25 % в случае пятилетней oferty.

### Tele2 Russia – «мобильный дискаунтер»

Tele2 – одна из ведущих телекоммуникационных компаний в Европе. По состоянию на конец 2010 года Tele2 обслуживала более 28 млн абонентов в 11 странах, предлагая услуги мобильной и фиксированной телефонии, широкополосного доступа в Интернет, а также кабельного ТВ. Основой маркетинговой стратегии Tele2 является предложение максимально низких цен на рынке.

В России компания присутствует с 2003 года и за прошедшее время сумела завоевать в жесткой борьбе около 8.5 % рынка. При этом компания продолжает активно наращивать абонентскую базу (прирост за 2010 год – 4 млн абонентов, около 25 % всех новых подключений в России), в основном, за счет вытеснения Мегафона и ВымпелКома. Tele2 имеет лицензии на оказание услуг сотовой связи в 37 регионах России шести федеральных округов и обслуживает более 18 млн абонентов.

### Россия – ключевой рынок для Группы

Российский сегмент чрезвычайно важен для Группы. Абонентская база в нашей стране составляет порядка 60 % общего количества абонентов всей группы. Финансовые итоги деятельности компании в 2010 году в России также были очень успешны. Выручка выросла за год на 36 % (против роста на 1.8 % для всей Группы), EBITDA – на 45 %. Вклад Tele2 Россия в EBITDA Группы составил 35 %, вклад в общую выручку – 26 %.

### Перспективы

По всей видимости, на достигнутом Теле2 останавливаться не собирается. Компания имеет существенный потенциал развития бизнеса: средняя доля компании в традиционном регионе присутствия Tele2 (Северная Европа и Прибалтика) в среднем составляет 20 %, в то время как в России – 8.5 % от общей абонентской базы. Однако необходимо отметить наличие у компании существенных ограничений в развитии, заключающихся в отсутствии лицензий на предоставлении услуг 3G и LTE. До достижения определенной доли рынка (по нашей оценке, 10-15 %) этот фактор будет являться не слишком значимым, учитывая фокус оператора на региональные рынки и ориентацию на low-ARPU абонентов, однако в будущем может серьезно ограничить дальнейшее развитие.

Планируемый выпуск облигаций увеличит величину долга в три раза

Привлечение \$ 1 млрд нового долга увеличит совокупный долг группы Tele2 практически втрое (общий долг по итогам 2010 г. составляет \$ 465 млн), однако показатель «Долг/ЕБИТДА» при этом останется меньше 1.0X, что выгодно отличает Tele2 от конкурентов на долговом рынке: Долг/ЕБИТДА у ВымпелКома и МТС составляет 1.15X и 1.32X соответственно (в абсолютных значениях уровень совокупного долга Tele2 ниже чем у ВымпелКома и МТС практически в 10 раз).

По словам президента Tele2 Russia, привлеченные от облигационного займа средства пойдут «на финансирование корпоративных нужд и для дальнейшего развития всей группы компаний». Отметим, что согласно отчету Tele2 за 2010 год, инвестиционная программа российского подразделения компании на 2011 г. втрое ниже запланированного объема облигационных выпусков. Согласно Ведомостям, компания решила поступить нетрадиционным образом и занять деньги в России для финансирования деятельности всей Группы (глобальные игроки часто поступают наоборот).

Спрэд к кривым ВымпелКома и МТС...

На необходимость премии планируемых бондов Tele2 к кривым выпусков ВымпелКома и МТС влияют следующие факторы:

- Малая величина активов эмитента Санкт-Петербург Телеком (3.9 млрд руб.): для размещения придется прибегать к привлечению поручителей. По предварительной информации, головная компания вряд ли предоставит гарантии по займу, однако в качестве поручителей могут быть задействованы другие российские компании Группы.
- Меньший масштаб бизнеса – группа Tele2 уступает ВымпелКому и МТС по размерам активов и ЕБИТДА почти в 3 раза.
- Меньшая публичность, в т.ч. отсутствие рейтингов и консолидированной отчетности российского подразделения.
- Отсутствие рейтингов у эмитента приводит к потенциальной «неломбардности» нового выпуска и, как следствие, его меньшей ликвидности.
- Значительный объем предложения долговых бумаг эмитента.
- Отсутствие обращающихся бондов компании на внутреннем долговом рынке требует предоставления традиционной премии за дебют эмитента.

Сравнительные финансовые показатели сотовых операторов за 2009-2010 гг., \$ млн

	Tele2 Group			Tele2Russia				VimpelCom	MTS
	2009	2010	%, г-к-г	2009	2010	%, г-к-г	доля в группе	2010	2010 E
Выручка	6 218.6	6 333.4	1.8%	1198.4	1623.6	35.5%	25.6%	10513	11127
ЕБИТДА	1 481.3	1 621.7	9.5%	390.0	563.4	44.5%	34.7%	4932	4920
ЕБИТ	904.5	1 117.7	23.6%	287.3	436.8	52.0%	39.1%	2852.5	2963
Сарех	700.0	575.7	-17.8%	352.0	235.7	-33.0%	40.9%	2224.4	2225
Чистая прибыль	749.8	1 022.0	36.3%	n/a	n/a			1673.3	1613
Активы	6 423.8	6 365.7	-0.9%	n/a	n/a			19928	14446
Долг	571.0	464.9	-18.6%	n/a	n/a			5661	6474
Чистый долг	364.1	333.4	-8.4%	n/a	n/a			4740	4312
ЕБИТДА margin	23.8%	25.6%		32.5%	34.7%			46.9%	44.2%
Net Income margin	12.1%	16.1%						15.9%	14.5%
Долг/ЕБИТДА	0.39	0.29						1.15	1.32
Чистый долг/ЕБИТДА	0.25	0.21						0.96	0.88

Tele2 Group: отчетность по МСФО

Tele2 Russia: консолидированная отчетность отсутствует, представлены выборочные показатели, публикуемые Группой

ВымпелКом: отчетность по US GAAP

МТС: оценки Аналитического департамента Банка Москвы (по US GAAP)

Источники: данные компаний, расчеты RD Банка Москвы

... постепенно может сузиться

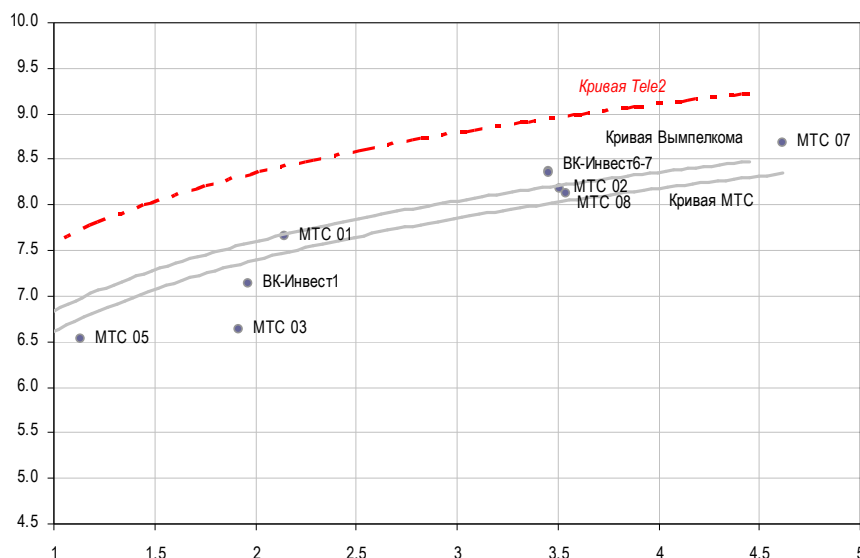
Появление нового эмитента увеличит емкость телекоммуникационного сектора российских облигаций на 24 %. В настоящий момент на рублевом рынке обращается 11 выпусков ВымпелКома и МТС суммарным объемом 125 млрд руб.

Сейчас самым длинным выпуском в этом сегменте рынка является МТС-07, который на дюрации 4.61 года торгуется под 8.67 %. Длинные выпуски ВымпелКома (ВК-Инвест 6 и 7) торгуются на уровне 8.37 %. Мы полагаем справедливой премию Tele2 к ВымпелКому (ВК-Инвест 6 и 7) в 70-90 б.п. из-за перечисленных в предыдущем разделе факторов.

С нашей точки зрения эмитент не сможет разместить облигации без предоставления оферты. Мы считаем, что при первом выходе этого эмитента на российский рынок наиболее вероятным является установление 3-5-летней оферты. В этом случае ожидаем доходность на уровне 8.5-8.7 % в случае трехлетней оферты, 9.0-9.25 % в случае пятилетней оферты.

Исходя из имеющейся на сегодняшний день информации о структуре выпусков, нам нравится возможность приобретения новых облигаций эмитента телекоммуникационного сектора с очень низкой долговой нагрузкой. В свою очередь, мы рекомендуем к продаже бонды ВымпелКома, в связи с ожидаемым ростом долговой нагрузки из-за сделки по покупке Wind. Отмечаем, что в процессе обращения возможно сужение спреда Tele2 – ВымпелКом в случае появления гарантий со стороны материнской компании Группы, усиления опережающей динамики по операционным показателям относительно ВымпелКома и МТС, а также по мере «знакомства» инвесторов с эмитентом.

Карта доходности рублевых облигаций телекоммуникационного сектора



Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404  
 Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Нефть и газ**

Денис Борисов  
[Borisov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Borisov_DV@mmbank.ru)

Сергей Вахрамеев  
[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)

**Экономика**

Кирилл Тремасов  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Стратегия**

Кирилл Тремасов  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Юрий Волов, CFA  
[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Юрий Нефедов  
[Nefedov\\_YA@mmbank.ru](mailto:Nefedov_YA@mmbank.ru)

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA  
[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Андрей Кучеров  
[Kuchеров\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kuchеров_AA@mmbank.ru)

**Финансовый сектор**

Виктория Чичуа  
[Chichua\\_VT@mmbank.ru](mailto:Chichua_VT@mmbank.ru)

**Минеральные удобрения**

Юрий Волов, CFA  
[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин  
[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Иван Рубинов, CFA  
[Rubinov\\_IV@mmbank.ru](mailto:Rubinov_IV@mmbank.ru)

**Потребсектор**

Виталий Купеев  
[Kupееv\\_VS@mmbank.ru](mailto:Kupееv_VS@mmbank.ru)

**Долговые рынки**

Юрий Нефедов (руководитель группы)  
[Nefedov\\_YA@mmbank.ru](mailto:Nefedov_YA@mmbank.ru)

Анастасия Сарсон  
[Sarson\\_AY@mmbank.ru](mailto:Sarson_AY@mmbank.ru)

Екатерина Горбунова  
[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@mmbank.ru)

Антон Дроздов, CFA  
[Drozdvov\\_AY@mmbank.ru](mailto:Drozdvov_AY@mmbank.ru)

**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин  
[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Дмитрий Доронин  
[Doronin\\_DA@mmbank.ru](mailto:Doronin_DA@mmbank.ru)

**Телекоммуникации**

Кирилл Горячих  
[Goryachih\\_KA@mmbank.ru](mailto:Goryachih_KA@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.