

Специальный обзор долговых рынков

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Облигации МТС – за новыми покупками вслед за ВымпелКом?

12 ноября 2010 года

Календарь размещений									
Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Оферта	Дата погашения	Тип размещения	Организатор	Ориентир по доходности	Рекомендации НОМОС-БАНКа
16 ноября 2010 года	МТС	07	10	-	07.11.2017	book-building с 28 октября по 12 ноября 2010 года	Газпромбанк, ВТБ Капитал, Сбербанк, Банк Москвы	8.89-8.99%	≤8.99%
		08	15	5 лет	03.11.2020			8.32-8.47%	≤8.47%

Сегодня закрывается книга заявок на размещение сразу двух выпусков облигаций МТС серий 07 объемом 10 млрд руб. с погашением через 7 лет и 08 на сумму 15 млрд руб. сроком 10 лет и промежуточной офертой 5 лет. Размещение выпусков намечено на 16 ноября 2010 года. Отметим, что ориентир индикативной ставки купона входе book-building по облигациям серии 07 был ниже организаторами до уровне 8,7–8,8% годовых (доходность 8,89–8,99% годовых к погашению), а серии 08 – до 8,15–8,3% годовых (доходность 8,32–8,47% годовых к оферте). Средства от размещения облигаций будут использоваться для оптимизации долгового портфеля Компании и на корпоративные нужды. Мы рекомендуем принять участие в выпусках МТС на вновь обозначенных организаторами уровнях, но при этом выделяем среди возможных альтернатив первичного рынка новые облигации ЕвроХима серии 03, предлагающих премию 20–40 б.п. к доходности 5–летних бумаг МТС серии 08.

На наш взгляд, решение МТС выйти на первичный рынок как раз кстати, особенно после успешного размещения облигаций «ВымпелКома», который первоначально планировал к размещению один выпуск на 10 млрд руб., ориентируя рынок на уровень ставок 9,00–9,50% годовых, но в конечном итоге расширил предложение до 2 выпусков общим объемом 20 млрд руб. и привлек денежные средства по существенно меньшей ставке – 8,3% годовых (доходность 8,47% годовых к погашению через 5 лет). Это все в условиях готовящейся сделки по приобретению итальянского сотового оператора Wind Telecomunicazioni и египетского компании Orascom Telescom, владеющей операторами связи в Азии и Африке, реализация которой, может привести, по собственным оценкам «ВымпелКома», к наращиванию долговой нагрузки российско-украинского VimpelCom Ltd – соотношение Чистый долг/ЕБИТДА возрастет с 0,8х до 2,3–2,5х. Кроме того, в покупке Orascom Telescom присутствует риск, что один из его ключевых активов алжирский оператор Djezzy будет национализирован властями Алжира на непонятных на данный момент условиях. С учетом последних новостей вероятность реализация этой сделки с каждым днем становится все меньше.

Таким образом, очевидно, что размещение облигаций МТС, кредитный профиль которой не вызывает каких-либо опасений, на этом фоне может пройти на более комфортных условиях, то есть ниже ориентира организаторов данных облигационных займов: 8,3% годовых по бумагам серии 08 с 5–летней офертой и 8,8% годовых по выпуску 07 с погашением через 7 лет.

В свою очередь, длинные выпуски МТС не отличаются высокой ликвидностью, поэтому вряд ли смогут выступить ориентиром по доходности для новых бумаг Эмитента. Первичный рынок корпоративных заемщиков также не предлагает широкого выбора бумаг, достойных облигаций Оператора. В качестве альтернативы может выступить только облигации ЕвроХима серии 03 объемом 5 млрд руб., размещение которых предварительно намечено на 24 ноября. Организаторы данного выпуска ориентируют рынок на ставку купона 8,5–9% годовых, что формирует доходность в диапазоне 8,68–9,20% годовых к оферте через 5 лет. Отметим, что ЕвроХим имеет рейтинг на уровне «ВВ» от Fitch и S&P, также как и у МТС от S&P, хотя от Fitch у Оператора рейтинг на ступень выше – «ВВ+». ЕвроХим отличается крепким кредитным профилем, хотя немногим и уступает МТС по эффективности бизнеса (рентабельность ЕБИТДА у ЕвроХима по 1 полугодю 2010 года 29% против 44% у МТС) и уровню долговой нагрузки (Чистый долг/ЕБИТДА у ЕвроХима 1,79х против 1,3х у МТС). Несмотря на несущественные различия в кредитном качестве и уровне рейтингов, на наш взгляд, ЕвроХим предлагает в ответ на это неплохую премию в размере 20–40 б.п. к бумага МТС серии 08 с офертой через 5 лет, что вполне может заинтересовать инвесторов.

Ценность сделки по покупке «Укртелекома» для МТС?

Между тем, отметим, что у МТС нет острой необходимости в привлечении денежных средств, поскольку собственных финансовых возможностей вполне достаточно для исполнения обязательств по краткосрочным долгам (1,718 млрд долл.) и на реализацию инвестиционной программы (2,6 млрд долл.). Но в свете амбициозных намерений международной экспансии VimpelCom Ltd (ожидается, что после объединенная с Wind Telecomunicazioni и Orascom Telescom компания займет 5–ую строчку в мировом рейтинге крупнейших по абонентской базе операторов связи) ответным шагом МТС может стать M&A-активность Оператора на международном уровне, для чего Компании могут потребоваться дополнительные денежные средства. То, что МТС может пойти «по стопам» «ВымпелКома» многие участники рынка считают риском для Оператора. Вместе

Специальный обзор долговых рынков

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Облигации МТС – за новыми покупками вслед за ВымпелКом?

12 ноября 2010 года

с тем, как мы уже отмечали ранее, сделка ВК, если она и состоится, является довольно уникальной по своим масштабам. МТС же если и будет проводить экспансию, то с большой долей вероятности с компаниями среднего масштаба. Подтверждением этому может стать появившаяся информация в СМИ, что Оператор направил в Фонд государственного имущества Украины заявку на участие в конкурсе по продаже 92,79% госакций ОАО «Укртелеком». Конкурс состоится 28 декабря 2010 года, начальная цена составляет 1,33 млрд долл.

ОАО «Укртелеком» – монополист на рынке связи Украины, который занимает, по собственным оценкам компании, 73,7% рынка фиксированной телефонии в стоимостном выражении. Число абонентов местной телефонной связи составляет 10,28 млн. Компания также оказывает услуги широкополосного доступа к Интернету (34% рынка), мобильной связи (под брендом ТМ Utel) и пр. Количество пользователей ШПД в 2009 году составляло более 843 тыс., мобильной связи – порядка 537 тыс. Резюмируя, получается оператор с довольно сильными позициями в фиксированной связи и широкополосной. В части позиций на мобильном рынке, то они достаточно слабые. Однако на сегодняшний день мобильные операторы стремятся, прежде всего, на рынок ШПД и фиксированной связи. В свете последнего планы МТС смотрятся вполне логичными.

В случае успеха в конкурсе по продаже акций «Укртелекома» МТС сможет существенно усилить свои позиции в Украине, получив монопольный доступ к достаточно стабильной абонентской базе пользователей фиксированной связи и ШПД, а также расширив абонентскую базу мобильной связи до более чем 18 млн (104 млн в целом по Компании), тем самым став универсальным оператором и на украинском рынке (общее количество абонентов фиксированной связи в России и Украине составит порядка 18 млн, ШПД – свыше 2,2 млн). Это даст возможность Оператору получить операционную синергию от сделки за счет конвергенции услуг связи, соответствующий опыт МТС приобрела на российском рынке при интеграции бизнеса Комстар–ОТС.

Финансовые результаты операторов МТС и Укртелеком в 2008-2009 годы									
млн долл.	МТС (US GAAP)				Укртелеком (ПБУ)				
					ПБУ			МСФО	
	6м2010	2009	2008	2009/2008	9м2010	9м2009	2009	9м2010/9м2009	2009
Основные финансовые показатели									
Выручка	5 386	9 824	11 901	-17.5%	756	733	1 013	3.2%	862
OIBDA	2 389	4 474	5 848	-23.5%	145	152	165	-4.6%	145*
Чистая прибыль (убыток)	734	1 005	2 000	-49.8%	-8	-24	-57	-67.6%	-132
% расходы	-442	-572	-234	144.5%	-31	-36	-41	-15.1%	-39
	2009	2009	2008	2009/2008	6м2010	2009	6м2010/2009	2009	
Активы	15 316	15 781	14 717	7.2%	1 408	-	1 459	-3.5%	1 288
Денежные средства и их эквиваленты	2 433	2 740	1 482	84.9%	52	-	60	-12.9%	42
Финансовый долг, в т.ч.	7 267	8 330	5 368	55.2%	379	-	446	-15.0%	455
долгосрочный	5 550	6 328	3 672	72.3%	247	-	436	-43.4%	8
краткосрочный	1 718	2 002	1 696	18.0%	132	-	10	1249.2%	447
Чистый долг	4 834	5 589	3 886	43.8%	327	-	386	-15.3%	413
Кредиторская задол-ть	519	505	875	-42.3%	66	-	84	-20.9%	144
Показатели эффективности и покрытия долга									
Рентабельность OIBDA	44.3%	45.5%	49.1%	-3.6 п.п.	19.2%	20.8%	16.3%	-1.6 п.п.	-
Рентабельность по чистой прибыли	13.6%	10.2%	16.8%	-6.6 п.п.	-	-	-	-	-
Фин. долг/OIBDA	1.52	1.86	0.92	-	3.49	-	2.71	-	-
Чистый долг/OIBDA	1.01	1.25	0.66	-	3.01	-	2.34	-	-
OIBDA/% расходы	5.41	7.82	25.01	-	4.73	4.21	4.00	-	-
Фин. долг/Активы	0.47	0.53	0.36	-	0.27	-	0.31	-	-

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКА

В части финансов покупка «Укртелекома» позволит несколько увеличить масштабы бизнеса МТС, но при этом, скорее всего, из-за более низкой эффективности первого приведет к снижению рентабельности деятельности Оператора, но несущественно. Учитывая большой опыт работы российской Компании на рынке связи, МТС, наверняка, удастся исправить финансовую ситуацию в украинском операторе и повысить его эффективность. Приобретение «Укртелекома», на наш взгляд, не должно привести к существенному росту долговой нагрузки МТС. Даже с учетом новых облигаций Оператора и финансового долга «Укртелекома» соотношение Финансовый долг/OIBDA вряд ли превысит уровень 2009 года в 1,8x. Последнее на фоне ожидаемых ВымпелКомом кредитных метрик смотрится вполне комфортно. Стоит отметить также, что собственных финансовых ресурсов и облигационных займов будет вполне достаточно для погашения краткосрочных долгов, реализацию инвестпрограммы и сделок M&A.

Специальный обзор долговых рынков

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Облигации МТС – за новыми покупками вслед за ВымпелКом?

12 ноября 2010 года

(С последними финансовыми результатами МТС за 1 полугодие 2010 года по US GAAP можно ознакомиться в нашем комментарии: http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/daily-review_27082010.pdf).

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Контакты

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tret'yakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.