

### «Ростелеком»: итоги 2010 года по МСФО – достойный ответ «большой тройке»

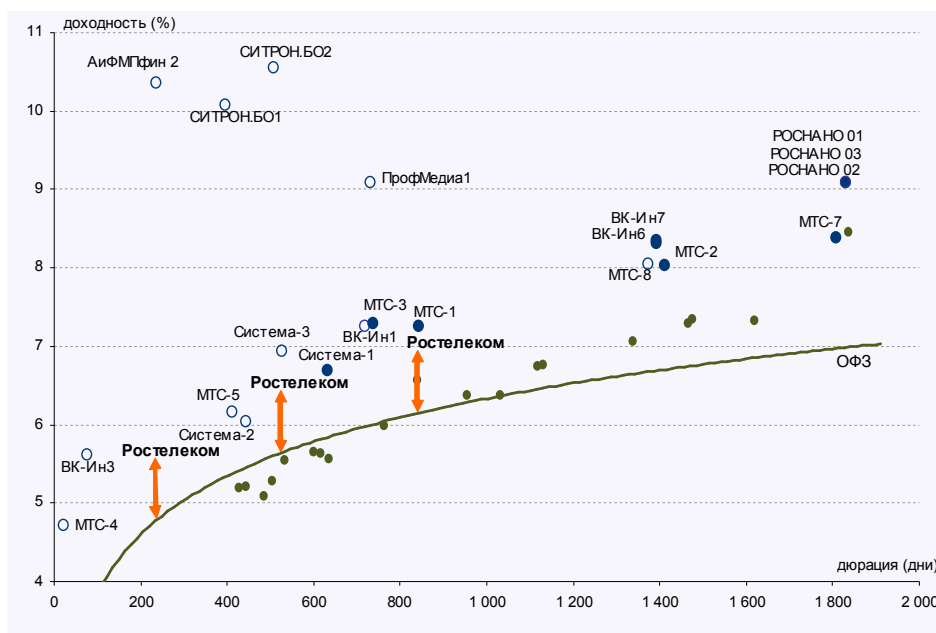
Александр Полютков  
polyutov\_av@nomos.ru

На этой неделе «Ростелеком» впервые после объединения (с МРК и «Дагсвязьинформ») опубликовал финансовые результаты за 2008–2010 годы по МСФО, что не могло не вызвать повышенный интерес у инвесторов, поскольку «в рынке» после реорганизации останутся конвертированные облигации 7 МРК – всего 14 выпусков общим объемом по номиналу 31,5 млрд руб. Данные выпуски под названием «Ростелекома» должны в скором времени появиться в обращении (сейчас проходит формирование и регистрация в ФСФР отчетов об итогах выпуска этих бумаг).

Стоит отметить, что консолидированные данные объединенного «Ростелекома» за наиболее актуальный 2010 год оказались ожидаемо на хорошем уровне, учитывая финансовое состояние присоединенных МРК и самого «Ростелекома». В целом, порядок цифр ключевых финансовых показателей Оператора по масштабам и качеству вполне соответствует уровню крупнейших игроков телекоммуникационного рынка России: МТС, «МегаФону» и «ВымпелКому», немногим уступая им по эффективности из-за более низкой маржинальности фиксированных услуг связи, где «Ростелеком» имеет лидирующие позиции. Таким образом, можно с уверенностью сказать, что в России появился еще один игрок федерального масштаба. Мы считаем, что опубликованная отчетность за 2010 год по МСФО станет отправной точкой для объединенной Компании, поскольку в дальнейшем даст возможность оценить эффективность прошедших преобразований, в частности уже по итогам 2011 года.

Что касается облигаций объединенного «Ростелекома», то спрэд их доходности к кривой ОФЗ должен быть уже в сравнении с бумагами МТС и «ВымпелКом-Инвест» (по нашим оценкам, на уровне 70–100 б.п. против 100–130 б.п. у конкурентов), главным образом из-за наличия государства в качестве контролирующего акционера «Ростелекома». Вместе с тем, не в полной мере понятна ситуация с ликвидностью облигаций Эмитента, поскольку часть бумаг могла быть выкуплена в преддверии реорганизации Компании, так как в последние месяцы торговая активность облигаций МРК была минимальной.

#### Телекоммуникации, медиа и высокие технологии



### Операционный профиль объединенного «Ростелекома»

После завершения процедуры объединения «Ростелеком» стал интегрированным оператором, предоставляющим весь перечень услуг связи (фиксированная и мобильная связь, доступ в Интернет (ШПД), Интернет–ТВ, и пр.), в том числе предлагая пакетированные (комбинированные) продукты для своих клиентов. Абонентская база пользователей фиксированной связи объединенного Оператора составила по итогам 2010 года порядка 29,2 млн, ШПД – 6,4 млн (с учетом приобретенной в феврале этого года НТК – 6,86 млн), платного ТВ – 0,9 млн (с учетом НТК – 5,5 млн), мобильной связи – 12 млн. Общая протяженность магистральной сети «Ростелекома» составляет свыше 500 тыс. км. и является крупнейшей в стране.

Абонентская база телекоммуникационных компаний в России по итогам 2010 года				
млн чел.	Ростелеком	МТС	МегаФон	VimpelCom Ltd.
Мобильная связь	12,0	71,4	56,6	52,0
Фиксированная связь	29,2	n/a	n/a	n/a
ШПД	6,4	1,8	n/a	3,3
Платное ТВ	0,9	2,8	n/a	n/a

Источник: данные компаний

Сравнивая операционный профиль «Ростелекома» с другими крупными игроками рынка, очевидно, что по традиционным услугам фиксированной связи Оператор занимает лидирующие позиции, также как и по охвату магистральной сети (вторую строчку занимает «МегаФон» с сетью более 110 тыс. км, по собственным оценкам компании). Кроме того, «Ростелеком» имеет заметное преимущество и по числу абонентов ШПД. В то же время МРК традиционно серьезно уступали компаниям «большой тройки» по привлечению абонентов мобильной связи, поэтому их количество в разы уступает им. В целом, отметим, что вновь созданная Компания обладает хорошим потенциалом для развития интегрированных услуг связи, причем с акцентом на более маржинальные и перспективные услуги ШПД.

### Финансовый профиль новой Компании

Финансовые результаты телекоммуникационных компаний за 2010 год				
млн долл.	Ростелеком	МТС	VimpelCom Ltd.	МегаФон
	МСФО	US GAAP	US GAAP	US GAAP
Выручка	9 077,1	11 293,2	10 512,7	7 094,8
Операционный денежный поток	2 799,6	3 617,2	3 670,1	2 840,5
OIBDA	3 650,8	4 872,9	4 932,3	3 218,7
Чистая прибыль	1 343,1	1 380,6	1 673,3	1 618,8
% расходы	341,5	777,3	540,0	27,6
Активы	14 004,4	14 478,0	19 928,0	10 451,1
Дебиторская задол-ть	826,9	798,1	473,8	228,2
Денежные средства и их эквиваленты	414,3	927,7	885,0	87,5
Финансовый долг	4 529,2	7 160,6	5 660,9	1 080,2
краткосрочный	1 643,7	757,1	1 162,0	399,4
долгосрочный	2 885,5	6 403,5	4 498,9	680,8
Чистый долг	4 114,9	6 232,9	4 775,9	992,7
Кредиторская задол-ть	1 313,0	682,1	922,0	565,4
Рент-ть OIBDA	40,2%	43,1%	46,9%	45,4%
Рент-ть по чистой прибыли	14,8%	12,2%	15,9%	22,8%
Фин. долг/OIBDA	1,24	1,47	1,15	0,34
Чистый долг/OIBDA	1,13	1,28	0,97	0,31
OIBDA/% расходы	10,69	6,27	9,13	116,82
Фин. долг/Активы	0,32	0,49	0,28	0,10

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКа

Что касается финансового профиля объединенного «Ростелекома», то по масштабам бизнеса Оператор занял достойное место среди компаний «большой тройки». В частности, по размеру выручки Компания в 2010 году немногим уступила МТС и VimpelCom Ltd.: 9,08 млрд долл. против 11,29 млрд долл. и 10,51 млрд долл.

соответственно. Вместе с тем, учитывая сделку VimpelCom Ltd. с Wind Telecom и активное развитие бизнеса МТС в странах СНГ, на наш взгляд, наиболее правильным будет сравнить российскую выручку компаний, поскольку бизнес «Ростелекома» присутствует исключительно в России. Так, МТС в России заработал 9,43 млрд долл., «ВымпелКом» – 8,16 млрд долл., а «МегаФон» – 7,09 млрд долл. Принимая во внимание данные цифры, можно отметить, что «Ростелеком» в 2010 году занял вторую строчку по размеру выручки среди национальных операторов.

В то же время по эффективности бизнеса новый федеральный Оператор уступает «большой тройке» – рентабельность OIBDA в 2010 году составила 40,2% против 43–47% соответственно. При этом на уровень рентабельности «Ростелекома» оказывает влияние преобладание менее маржинальной фиксированной связи в общей структуре оказываемых услуг (более 50% выручки). Напомним, что услуги данной связи регулируются государством, поэтому повысить их эффективность за счет роста тарифов не представляется возможным. Кроме того, высокая конкуренция со стороны сотовой связи ограничивает действия «для маневра» в этом направлении. В свою очередь, мы считаем, что у «Ростелекома» есть все шансы для повышения эффективности бизнеса как за счет развития более маржинальных услуг ШПД, пакетированных продуктов, так и оптимизации капитальных затрат (исключение расходов на создание дублирующей инфраструктуры, централизация закупки оборудования), административных и управленческих расходов (благодаря эффекту масштаба, централизации управления и устранения дублирующих функций), снижения стоимости обслуживания долга.

Между тем, долговая нагрузка «Ростелекома» после объединения была достаточно комфортной и находилась на общеотраслевом уровне: соотношение Финансовый долг/OIBDA составило 1,24х, что ниже, чем у МТС (1,47х), и было на уровне VimpelCom Ltd. (1,15х), хотя у последней после сделки с Wind Telecom данное соотношение составит 2,7–3,0х. В то же время минимальный уровень долгового бремени среди телекоммуникационных компаний по-прежнему был у «МегаФона» – 0,34х по соотношению Финансовый долг/OIBDA.

Финансовые результаты Ростелекома за 2008-2010 годы по МСФО (после реорганизации)

млрд руб.	2008	2009	2010	2010/2009	2009/2008
Выручка	258,9	264,6	275,7	4,2%	2,2%
Операционный денежный поток	70,9	86,3	85,0	-1,4%	21,7%
OIBDA	89,4	101,6	101,4	-0,2%	13,6%
OIBDA (скорр.)	94,4	102,6	110,9	8,1%	8,7%
Чистая прибыль	27,0	26,3	31,3	19,3%	-2,8%
Чистая прибыль (скорр.)	32,0	27,3	40,8	49,5%	-14,7%
% расходы	12,6	14,9	10,4	-30,3%	17,8%
Активы	414,6	403,2	426,8	5,9%	-2,8%
Дебиторская задол-ть	23,6	22,2	25,2	13,3%	-5,7%
Денежные средства и их эквиваленты	19,6	13,6	12,6	-7,3%	-30,6%
Финансовый долг	143,7	116,2	138,0	18,8%	-19,1%
краткосрочный	64,2	49,1	50,1	2,0%	-23,5%
долгосрочный	79,5	67,1	87,9	31,1%	-15,6%
Чистый долг	124,1	102,6	125,4	22,3%	-17,3%
Кредиторская задол-ть	39,9	35,0	40,0	14,3%	-12,3%
Рент-ть OIBDA	34,5%	38,4%	36,8%	-1,6 п.п.	3,9 п.п.
Рент-ть OIBDA (скорр.)	36,5%	38,8%	40,2%	1,4 п.п.	2,3 п.п.
Рент-ть по чистой прибыли	10,4%	9,9%	11,4%	1,5 п.п.	-0,5 п.п.
Рент-ть по чистой прибыли (скорр.)	12,4%	10,3%	14,8%	-2,1 п.п.	4,5 п.п.
Фин. долг/OIBDA	1,61	1,14	1,36	-	-
Фин. долг/OIBDA (скорр.)	1,52	1,13	1,24	-	-
Чистый долг/OIBDA	1,39	1,01	1,24	-	-
Чистый долг/OIBDA (скорр.)	1,31	1,00	1,13	-	-
OIBDA/% расходы	7,08	6,83	9,77	-	-
OIBDA (скорр.)/% расходы	7,47	6,89	10,69	-	-
Фин. долг/Активы	0,35	0,29	0,32	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Мы считаем, что у «Ростелекома» вряд ли возникнут какие-либо сложности с рефинансированием краткосрочного долга (1,64 млрд долл.) с учетом значительного операционного денежного потока Компании за 2010 год (2,8 млрд долл.), а также имеющегося запаса денежных средств на счетах по итогам 2010 года (414 млн долл.). Кроме того, уровень долговой нагрузки Оператора позволяет привлечь дополнительное финансирование для осуществления инвестиционной программы (в 2010 году общий объем капвложений МРК, «Ростелекома» и «Дагсвязьинформ» составил 51,8 млрд руб. (около 1,7 млрд долл.)).

### Рейтинг «Ростелекома» – есть возможность повышения

«Ростелеком» в настоящее время имеет рейтинг «ВВ»/Стабильный только от одного международного агентства Standard&Poor's, что на одном уровне с МТС и «ВымпелКом», только у последних с «Негативным» прогнозом.

Рейтинги телекоммуникационных компаний				
	Ростелеком	МТС	МегаФон	VimpelCom Ltd.
S&P	ВВ/Стабильный	ВВ/Негативный	ВВВ-/Стабильный	ВВ/Негативный
Fitch	-	ВВ+/Позитивный	ВВ+/Позитивный	-
Moody's	-	Ba2/Стабильный	Ba1/Стабильный	Ba3/Стабильный

Источник: Cbonds

Учитывая кредитные метрики объединенного «Ростелекома» за 2010 год, публикацию консолидированной отчетности по МСФО за 2008–2010 годы, а также наличие госхолдинга «Связьинвест» и госкорпорации «Внешэкономбанк» в качестве контролирующих акционеров Компании, мы считаем, что у Оператора есть все шансы на повышение рейтинга от S&P. Но сдерживающим фактором для рейтинговых действий может стать неопределенность ситуации с сохранением контрольного пакета «Ростелекома» в «руках» государства. Риск сокращения доли государства в объединенном Операторе до уровня ниже контрольного связан со вторым этапом реорганизации, когда будут объединены «Ростелеком» и «Связьинвест». Поскольку данные компании владеют акциями друг друга, появятся казначейские акции, которые по закону надо погашать, а это снизит госдолю (в «Ростелекоме» она сейчас составляет 53,2%). Перекрестное владение возникло полгода назад, когда «Ростелеком» выкупил у «Комстар–ОТС» 25% плюс 1 акция «Связьинвеста». Окончательное решение по данному вопросу (как избежать потери контроля) будет принято в мае 2011 года правительственной комиссией по транспорту и связи. В свою очередь, в конце 2010 года «ВЭБ капитал» просчитал все возможные варианты слияния и пришел к выводу: для того чтобы госдоля не уменьшилась, блокпакет «Связьинвеста» у «Ростелекома» должен выкупить либо ВЭБ (или другой агент государства), либо 100% «дочка» самого «Связьинвеста». Поэтому вполне вероятно, что после того, как окончательно станет ясна судьба госконтроля в «Ростелекоме» рейтинговые агентства отреагируют на это своими действиями. Для сравнения, у дочерних компаний ВЭБа и ВТБ, а именно ВЭБ–лизинг и ВТБ–Лизинг рейтинги находятся на уровне «ВВВ» (от Fitch и S&P соответственно), у «дочки» РЖД «Первой грузовой компании» – на уровне «ВВВ–» (Fitch и S&P).

# Контакты

<b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
<b>Департамент долговых инструментов</b>	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
<b>Аналитика</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	<b>research@nomos.ru</b>
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
<b>Сопровождение эмиссий</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
<b>Департамент операций на финансовых рынках</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_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	matrossov_ka@nomos.ru
<b>Департамент брокерского обслуживания и управления активами</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	
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.