

Вчера VimpelCom Ltd. Group представила операционные и финансовые результаты за 1 полугодие 2010 года по US GAAP, которые начиная с 21 апреля этого года наряду с данными российского «ВымпелКома» консолидируют финансовые показатели украинского «Киевстара». Напомним, несколько раньше свои итоги деятельности за первые 6 месяцев текущего года анонсировали МТС и «МегаФон». В целом, отчетный период выдался для «большой тройки» успешным: операторам удалось на фоне позитивных тенденций в экономике добиться стабильного роста потребления как голосовых, так и дополнительных услуг, о чем свидетельствуют ключевые операционные показатели. Кроме того, воспользовавшись удобным моментом с точки зрения стоимости активов, который предоставил экономический кризис, компании «большой тройки» за счет M&A-сделок стали интегрированными операторами связи, сделав ставку на конвергенции услуг и расширение абонентской базы. Все это способствовало росту ключевых финансовых показателей компаний, а также укреплению их кредитных метрик.

«ВымпелКом» сдает позиции «МегаФону»?

В 1 полугодии 2010 года произошло знаковое событие на российском рынке мобильной связи, где «МегаФону» удалось потеснить «ВымпелКом» со 2 места по количеству активных абонентов. Так, согласно данным AC&M Consulting, в июне этого года доля «МегаФона» на рынке сотовой связи в России составила 25,1% (53,5 млн пользователей), а «ВымпелКома» – 23,8% (50,9 млн). При этом бессменным лидером среди операторов мобильной связи остался МТС, занимая около 32,5% рынка с количеством активных абонентов 69,4 млн. Но стоит учитывать, что МТС под активными пользователями понимает абонентов, приносящих доход в течение последних 6 месяцев, а «ВымпелКом» и «МегаФон» – в течение последних 3 месяцев, поэтому отрыв лидера, скорее всего, меньше, чем кажется с первого взгляда. В то же время по консолидированной базе (около 89,4 млн) VimpelCom Ltd Group значительно опережал «МегаФон» (54,09 млн), в том числе и благодаря количеству пользователей «Киевстара» (24,06 млн). Более того, если VimpelCom решится на покупку 100% третьего итальянского сотового оператора Wind Telecomunicazioni SpA и контрольного пакета Orascom Telecom Holding (OTH), владеющего операторами в Азии и Африке, то Оператор войдет в ранг ведущих мировых игроков по количеству абонентов на уровне 200 млн (для сравнения, у Vodafone абонентская база превышает 320 млн, у Telefonica – 260 млн). Вместе с тем, по динамике цифр отчетного периода видно, что органический прирост клиентской базы в России был активнее у «МегаФона», как относительно предыдущего квартала (+3,63%), так и к аналогичному периоду 2009 года (+18,0%), а у МТС и «ВымпелКома» он составил к аналогичному периоду 3% и 1,9% соответственно. Кроме того, у «ВымпелКома» во 2 квартале в сравнении с 1 кварталом даже наблюдался небольшой отток пользователей сотовой связи на 0,7%. Отдельно стоит отметить, что став универсальными операторами связи компании «большой тройки» обзавелись и абонентами фиксированной связи и ШПД: у МТС их число достигло 7,94 млн, прибавив за квартал 2,4%, у «ВымпелКома» – до 2,75 млн. «МегаФон», в свою очередь, данные о количестве пользователей ШПД за полугодие не раскрывает.

Абонентская база «большой тройки» в 2008-2010 гг.

млн абонентов	30 июня 2010 года	30 июня 2009 года	30 июня 2008 года	30 июня 2010/30 июня 2009	30 июня 2009/30 июня 2008	31 марта 2010 года	30 июня 2010/31 марта 2010
МТС							
Консолидированная абонентская база (мобильная связь)	103.41	95.03	86.94	8.8%	9.3%	102.38	1.0%
Россия:							
Мобильная связь	69.42	67.42	61.38	3.0%	9.8%	69.08	0.5%
Фиксированная связь	7.94	-	-	-	-	7.76	2.4%
ШПД	1.44	-	-	-	-	1.36	5.7%
Платное ТВ	2.18	-	-	-	-	2.12	2.5%
VimpelCom Ltd. Group							
Консолидированная абонентская база (мобильная связь)	89.37	63.68	53.71	40.4%	18.6%	66.82	33.7%
Россия:							
Мобильная связь	50.91	49.97	42.49	1.9%	17.6%	51.25	-0.7%
ШПД	2.75	1.74	0.62	57.8%	181.8%	2.53	8.6%
в том числе мобильный Интернет	1.32	0.76	-	72.6%	-	1.18	11.3%
«МегаФон»							
Консолидированная абонентская база (мобильная связь)	54.09	45.80	38.87	18.1%	17.8%	52.04	3.93%
Россия (мобильная связь)	53.52	45.36	38.71	18.0%	17.2%	51.64	3.63%

Источник: данные компаний, AC&M Consulting, расчеты НОМОС-БАНКА

К докризисным ARPU и MOU...

По уровню потребления услуг связи на основном для операторов «большой тройки» российском рынке видно, что ситуация улучшается и уже близка к докризисному уровню, чему способствует стабилизация ситуации в экономике. Причем, все компании отметили увеличение потребления голосовых и дополнительных услуг связи, что отразилось на показателях ARPU и MOU. Так, во 2 квартале 2010 года относительно сопоставимого периода 2009 года ARPU МТС и «ВымпелКома» продемонстрировал рост на 3,7% и 2,2% соответственно, хотя еще год назад динамика показателя находилась в отрицательной области. В свою очередь, «МегаФон» единственный из «большой тройки» снизил ARPU, что, вероятно, стало обратной стороной медали политики активного стимулирования потребления услуг связи и привлечения новых абонентов, база которых расширялась более интенсивно, нежели у прямых конкурентов. Из-за сезонности 2 квартал традиционно стал для операторов наиболее успешным, чем 1 квартал – ARPU всех компании показал уверенный рост на 6,8–7,2%. Что касается MOU, то его значения в апреле–июне 2010 года также показали положительные изменения: у МТС возрос на 6,5% до 230 минут, у «ВымпелКома» – на 3,5% до 219 минут, а у «МегаФона» – на 3,9% до 291 минуты.

Основные операционные показатели «большой тройки» в России в 2009-2010 гг.												
	ARPU, руб.						MOU, мин.					
	2 кв. 2010	2 кв. 2009	2 кв. 2008	2 кв. 2010/2 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010/1 кв. 2010	2 кв. 2010	2 кв. 2009	2 кв. 2008	2 кв. 2010/2 кв. 2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010/1 кв. 2010
МТС	254	245	261	3.7%	237	7.2%	230	216	207	6.5%	211	9.0%
«ВымпелКом»	330	323	348	2.2%	308	7.2%	219	212	220	3.5%	204	7.6%
«МегаФон»	315	325	372	-3.1%	295	6.8%	291	280	296	3.9%	272	7.0%

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКА

Ключевые финансы в плюсе

Стоит отметить, что финансовая отчетность всех компаний «большой тройки» консолидирует финансовые показатели последних их «приобретений»: у МТС – результаты «Комстар–ОТС», у «МегаФона» – Группы «Синтерра», VimpelCom Ltd – финансы «ВымпелКома» и «Киевстара». Все это дает возможность достаточно объективно сопоставить их текущее финансовое состояние в новом статусе, в том числе интегрированных операторов.

Финансовые результаты «большой тройки» в 2009-2010 гг.												
млн долл.	VimpelCom Ltd. Group				МТС				МегаФон			
	2009	1 пол. 2010	1 пол. 2009	1 пол. 2010/1 пол. 2009	2009	1 пол. 2010	1 пол. 2009	1 пол. 2010/1 пол. 2009	2009	1 пол. 2010	1 пол. 2009	1 пол. 2010/1 пол. 2009
Основные финансовые показатели												
Выручка	8 703	4 873	4 123	18.2%	9 824	5 386	4 512	19.4%	5 726	3 293	2 588	27.3%
OIBDA	4 273	2 303	2 036	13.1%	4 474	2 389	2 062	15.9%	2 776	1 502	1 251	20.0%
Чистая прибыль	1 121	716	404	77.3%	1 005	734	520	40.9%	1 426	749	604	23.9%
% расходы	-599	-274	-278	-1.5%	-572	-442	-196	125.6%	-52	-12	-23	-50.8%
	2009	1 пол. 2010	1 пол. 2009	1 пол. 2010/2009	2009	1 пол. 2010	1 пол. 2009	1 пол. 2010/2009	2009	1 пол. 2010	1 пол. 2009	1 пол. 2010/2009
Активы	14 733	20 943	-	42.2%	15 749	15 316	-	-2.8%	8 140	9 120	-	12.0%
Дебиторская задол-ть	392	516	-	31.6%	610	693	-	13.5%	135	206	-	52.6%
Денежные средства и их эквиваленты	1 447	2 353	-	62.6%	2 523	2 433	-	-3.6%	415	271	-	-34.6%
Финансовый долг, в т.ч.	7 353	6 333	-	-13.9%	8 350	7 267	-	-13.0%	898	1 135	-	26.5%
долгосрочный	5 540	4 801	-	-13.3%	6 328	5 550	-	-12.3%	639	782	-	22.3%
краткосрочный	1 813	1 532	-	-15.5%	2 022	1 718	-	-15.1%	258	354	-	36.9%
Чистый долг	5 906	3 980	-	-32.6%	5 827	4 834	-	-17.0%	483	864	-	79.0%
Кредиторская задол-ть	546	690	-	26.5%	590	519	-	-12.1%	393	415	-	5.6%
Показатели эффективности и покрытия долга												
Рентабельность OIBDA	49.1%	47.3%	49.4%	-2.1 п.п.	45.5%	44.3%	45.7%	-1.4 п.п.	48.5%	45.6%	48.3%	-2.7 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	12.9%	14.7%	9.8%	4.9 п.п.	10.2%	13.6%	11.5%	2.1 п.п.	24.9%	22.7%	23.4%	-0.7 п.п.
Фин. долг/OIBDA	1.72	1.38	-	-	1.87	1.52	-	-	0.32	0.38	-	-
Чистый долг/OIBDA	1.38	0.86	-	-	1.30	1.01	-	-	0.17	0.29	-	-
OIBDA/%	7.14	8.41	7.32	-	7.82	5.41	10.53	-	53.22	130.05	53.29	-
Фин. долг/Активы	0.50	0.30	-	-	0.53	0.47	-	-	0.11	0.12	-	-

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКА

С учетом последних M&A–преобразований, а также на фоне улучшения операционных показателей мобильного и фиксированного направлений бизнеса в январе–июне 2010 года, ослабления доллара относительно валют стран присутствия компаний, ключевые финансовые показатели всех трех операторов продемонстрировали уверенный рост. Причем, больших успехов по выручке и показателю OIBDA удалось добиться «МегаФону»,

который продемонстрировал их рост на 27,3% до 3,3 млрд долл. и на 20,0% до 1,5 млрд долл. соответственно. Безусловно, самые высокие темпы расширения абонентской базы «МегаФона» не могли не сказаться на его доходах. В то же время по увеличению размера чистой прибыли с приростом в 77,3% явным лидером в «большой тройке» является VimpelCom, хотя в ее абсолютных значениях компания немного уступила своим конкурентам 716 млн долл. против 734 млн долл. у МТС и 749 млн долл. у «МегаФона». Вместе с тем, столь существенный рост конечного финансового результата VimpelCom главным образом был обусловлен заметным снижением убытков по курсовым разницам с 422 млн долл. в 1 полугодии 2009 года до 25,6 млн долл. в отчетную дату в результате укрепления рубля. Аналогичную ситуацию можно наблюдать во 2 квартале 2010 года и у МТС и «МегаФона», чьи потери от изменения валютных курсов также уменьшились.

Эффективность под давлением фиксированного бизнеса

Эффективность бизнеса «большой тройки», вероятно, после «преобразований» в полноценных интегрированных операторов связи подверглась давлению, в том числе со стороны сегмента фиксированной связи. Рентабельность OIBDA всех компаний в отчетном периоде снизилась: у VimpelCom – на 2,1 п.п. до 47,3% к 1 полугодью 2009 года, у МТС – на 1,4 п.п. до 44,3%, у «МегаФона» – на 2,7 п.п. до 45,6%. Таким образом, видно, что наибольшая эффективность деятельности у вновь созданного VimpelCom, а наименьшая у МТС. В свою очередь, на бизнес МТС дополнительное негативное влияние в плане эффективности оказывает активное развитие собственной менее рентабельной розницы (сети салонов сотовой связи). В то же время эффективность мобильного бизнеса «большой тройки» во 2 квартале 2010 года по-прежнему находилась на высоком уровне: у МТС рентабельность OIBDA составила 45,7%, у российского «ВымпелКома» и украинского «Киевстара» – 51,0% и 55,1% соответственно, у «МегаФона» – 45,7%.

Долг без перемен

В части уровня долговой нагрузки, по итогам 1 полугодия 2010 года кардинальных изменений относительно начала года у «большой тройки» не произошло. МТС и VimpelCom в отчетном периоде удалось немного сократить размер финансового долга на 13,0% до 7,3 млрд долл. и на 13,9% до 6,3 млрд долл. соответственно. После чего соотношение Финансовый долг/OIBDA данных компаний снизилось, по нашим оценкам, с 1,87х до 1,52х у МТС и с 1,72х до 1,38х у VimpelCom. «МегаФон» напротив в январе–июне 2010 года нарастил размер финансового долга на 26,0% до 1,1 млрд долл., при этом соотношение Финансовый долг/OIBDA возросла незначительно с 0,32х до 0,38х. Очевидно, что по уровню долговой нагрузки у «МегаФона» среди компаний «большой тройки» ситуация по-прежнему остается наиболее комфортной. В целом, риски рефинансирования долга операторов остаются несущественными, а график исполнения обязательств достаточно комфортным: краткосрочная часть долга у МТС на конец июня составляла 23,6% (около 1,7 млрд долл. при денежных средствах 2,4 млрд долл.), у VimpelCom – 24,2% (или 1,5 млрд долл. против 2,4 млрд долл. на счетах), у «МегаФона» – 31,2% (или 354 млн долл. при денежных средствах 271 млн долл. и операционном денежном потоке за первые 6 месяцев года порядка 1,4 млрд долл.). Причем, во 2 полугодии 2010 года МТС еще предстоит погасить и рефинансировать около 821 млн долл. долга, а VimpelCom – 642 млн долл. (на 31 августа 2010 года уже погашено 429 млн долл.).

Учитывая имеющийся запас ликвидности компаний «большой тройки» в виде денежных средств и значительных операционных денежных потоков (за 1 полугодие 2010 года), реализация намеченных операторами инвестиционных программ также не вызывает каких-либо сомнений. Напомним, МТС в 2010 году запланировал капзатраты в размере 2,6 млрд долл., из которых уже освоено порядка 566 млн долл. Похожую сумму в 561 млн долл. VimpelCom также проинвестировал в свое развитие. В свою очередь, «МегаФон» в то же время утвердил размер инвестиций на 2010 год на уровне около 60 млрд руб. (около 1,996 млрд долл.), из них реализовано проектов на сумму 17,559 млрд руб. (или порядка 584 млн долл.).

Принимая во внимание возможность компаний «большой тройки» рефинансировать краткосрочные долги и исполнить инвестиционные программы своими силами, мы считаем, что долговая нагрузка операторов в ближайшее время останется на текущих уровнях и вряд ли серьезным образом возрастет.

Новые приобретения и рост долга VimpelCom под вопросом?

Вместе с тем, в СМИ все чаще появляется информация о идущих переговорах по покупке VimpelCom Ltd 100% третьего итальянского сотового оператора Wind Telecomunicazioni SpA и контрольного пакета Orascom Telecom Holding (OTH), владеющего операторами в Азии и Африке, у египетского мультимиллиардера Нагиба Савириса (в СМИ сообщалось, что факт переговоров подтвердили обе стороны). Сумма сделки может составить 5 млрд евро, или 6,4 млрд долл. Исходя из этих параметров сделки, господин Савирис получит 23% VimpelCom Ltd. с

денежной доплатой в размере 1,74 млрд долл. Исходя из предварительных данных сделки, а также кредитных метрик итальянского и египетского операторов (компании обладают высокой долговой нагрузкой: Чистый долг Wind Telecomunicazioni в 2009 году равнялся 8,541 млрд евро, а у Orascom Telecom – 5,112 млрд долл., при этом соотношение Чистый долг/ЕБИТДА компаний составляло – 4,1х и 2,4х соответственно), новые приобретения могут негативно отразиться на общем состоянии кредитного профиля VimpelCom в плане утяжеления долгового бремени компании. Данный факт, а также необходимость развития приобретенных активов может потребовать от VimpelCom Ltd. дополнительных финансовых ресурсов. Не исключено, что необходимые денежные средства могут быть отвлечены у дочерних «ВымпелКом» и «Киевстар». В то же время сильные результаты российского «ВымпелКома» в первом полугодии 2010 года говорят о достаточном финансовом заделе прочности в виде денежных средств на счетах (2,05 млрд долл. на 30 июня 2010 года), весомого операционного денежного потока (1,6 млрд долл. в январе–июне 2010 года), невысокой долговой нагрузки (соотношение Финансовый долг/OIBDA – 1,5х) и комфортного графика погашения долга, только 24,1% которого (или 1,5 млрд долл.) носят краткосрочный характер.

«Большая тройка» на долговом рынке, пока без «МегаФона»

На долговом рынке рублевых облигаций и евробондов в настоящее время присутствуют бумаги МТС и «ВымпелКома», а «МегаФон» здесь не представлен, но, тем не менее, для полноты картины в обзоре были приведены финансовые и операционные результаты данного оператора. Рублевые выпуски облигаций ВымпелКом–Инвест серий 01 (УТМ 7,59% годовых/940 дн.) и 03 (УТР 5,62% годовых/301 дн.) могут быть интересными для инвестирования на фоне выпусков конкурента – компании МТС, предлагая премию порядка 10–20 б.п. к его бумагам, имеющих схожую дюрацию: МТС серии 03 (УТР 7,46% годовых/921 дн.), 04 (УТР 5,54% годовых/257 дн.), 05 (УТР 6,78% годовых/648 дн.).

Вместе с тем, на рынке еврооблигаций ситуация с бумагами МТС и «ВымпелКома» обстоит несколько в другом свете. Реакция на новость о возможной покупке VimpelCom Ltd. компаний Wind Telecomunicazioni SpA и Orascom Telecom Holding была воспринята инвесторами негативно, что незамедлительно проявилось в котировках его евробондов, существенно подешевевших во второй половине августа (доходности снизились на 70–90 б.п.). Данный факт, на наш взгляд, предоставляет бумагам VimpelCom возможность ценового «апсайда», но сдерживающим фактором может выступить их ограниченная ликвидность.

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
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов 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	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	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.