

СИБИРЬТЕЛЕКОМ

26.06.2008 ОАО «Сибирьтелеком» (СТК) опубликовало аудированную отчетность по МСФО за 2007 год. Все основные финансовые показатели продемонстрировали положительную динамику:

- выручка компании составила 35,25 млрд.руб. (+16,9% к 2006 году),
- EBITDA достигла 11,84 млрд.руб. (+60,4%),
- чистая прибыль составила 2,66 млрд.руб. (+178,7%).

По итогам 2007 года у СТК снизилась долговая нагрузка и существенно повысились показатели рентабельности.

Катализатором роста денежных потоков СТК в 2007 году выступили:

- местная связь (+16,5% после повышения тарифов в феврале 2007 года),
- «новые услуги» (+46,4% за счет активного продвижения ШПД в Интернет под брендом Webstream – абонентская база СТК выросла в 2007 году более чем в 3 раза и на конец года составила около 200 тыс.человек – при этом, по прогнозам менеджмента СТК, в 2008 году она удвоится и составит порядка 410 тыс.человек),
- внутризоновая связь (доходы в этом сегменте увеличились на 22,3% за счет роста F2M трафика).

Одновременно компания продолжила жестко контролировать операционные расходы – в частности, крупнейшая статья расходов любой российской МРК – расходы на оплату труда – у СТК в 2007 году снизилась (!) на 5,8%, что в немалой степени способствовало повышению рентабельности бизнеса оператора (EBITDA margin 33,6%). При этом, по прогнозам менеджмента компании, в 2008 году ожидается рост чистой прибыли на 43% (до 3,8 млрд.руб.), а EBITDA margin ожидается не менее 35%.

Как ожидается, в 2008 году объем CAPEX СТК составит порядка 8 млрд.руб. (+19,4% к 2007 году). Основными направлениями вложения средств будут традиционная телефония (30%), телекоммуникационная инфраструктура (27%) и «новые услуги» (21%). До конца 2008 года уровень цифровизации сетей компании планируется довести до 80% (против 73% по итогам 2007 года).

В целом мы достаточно высоко оцениваем кредитное качество СТК. Несмотря на повышение конкуренции во всех сегментах телекоммуникационного рынка СФО, компания продемонстрировала существенное улучшение операционных и финансовых показателей в 2007 году и упрочила свои рыночные позиции.

Активное развитие «новых услуг» - в первую очередь предоставление ШПД-доступа в Интернет, а также увеличение внутризонового трафика будут являться основными драйверами роста денежных потоков СТК в среднесрочной перспективе. Жесткий контроль над операционными расходами способствует росту показателей рентабельности СТК. Долговая нагрузка в настоящий момент находится на достаточно низком уровне.



ОАО "Сибирьтелеком" (СТК) — крупнейшая телекоммуникационная компания, осуществляющая свою деятельность на территории Сибирского Федерального округа (СФО), на территории которого проживает более 20 млн.человек. ВРП региона составляет порядка 10,7% от ВВП РФ. При этом на долю отрасли транспорта и связи приходится порядка 12,6% ВРП СФО.

СТК предоставляет населению и организациям широкий спектр телекоммуникационных услуг, в том числе услуги местной и внутризоновой телефонной связи, сотовой связи, высокоскоростного доступа в Интернет с использованием технологии xDSL, передачи данных, проводного и эфирного радиовещания, обеспечивает трансляцию программ кабельного телевидения, а также оказывает услуги присоединения и услуги по пропуску трафика другим операторам связи.

Компания обслуживает более 4,2 млн абонентов фиксированной и свыше 3,4 млн абонентов сотовой связи.

Доля СТК на телекоммуникационном рынке СФО в сегменте:	%
Местная связь	82%
Внутризоновая связь	97%
Интернет-услуги	52%
Сотовая связь	23%

Источник: годовой отчет компании за 2007 год

Ключевые финансовые показатели СТК	2006	2007	%
Доходы, млн. руб	30 153	35 246	16,9%
EBITDA, млн. руб	7 382	11 843	60,4%
Прибыль от операционной деятельности, млн. руб	3 240	5 715	76,4%
Прибыль до налогообложения, млн. руб	2 058	4 170	102,6%
Чистая прибыль, млн. руб	954	2 659	178,7%
Текущая ликвидность, x	0,40	0,38	
Кэфф. автономии, %	36,2%	35,9%	
Платный долг / EBITDA, x	2,38	1,80	
EBITDA / % к уплате, %	5,48	6,95	
Рентабельность по EBITDA, %	24,5%	33,6%	
Рентабельность по чистой прибыли, %	3,2%	7,5%	

Источник: отчетность компании по МСФО, расчеты банка

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Доходы СТК от предоставления услуг местной телефонной связи увеличились в 2007 году на 16,5% до 11,55 млрд. рублей по сравнению с 9,91 млрд. рублей в 2006 году. Рост доходов произошел за счет увеличения абонентской базы пользователей традиционных телекоммуникационных услуг, а также вследствие существенного повышения тарифов на услуги местной телефонной связи с 1 февраля 2007 года.

Между тем, потенциал дальнейшего роста тарифов на фиксированную связь во многом ограничен - в начале апреля этого года Федеральная служба по тарифам (ФСТ) заявила, что предельные тарифы на услуги фиксированной связи в ближайшие три года вырастут не более чем на 7,0-7,5% в 2009 и 6% в 2010 и 2011 годах (а МРК разом отказались от ранее анонсированного повышения безлимитного тарифа).

Более того, о готовящемся выходе на наиболее привлекательные сегменты рынка фиксированной связи СФО (корпоративные клиенты) заявили такие компании как Вымпелком, МТС и МегаФон-Сибирь.

Учитывая, что потенциал роста абонентской базы в сегменте фиксированной связи у большинства МРК уже практически исчерпан (что следует из резкого сокращения числа неудовлетворенных заявок на установку телефона у большинства МРК), даже несмотря на строительный бум во многих регионах РФ (что означает рост числа потенциальных клиентов телекоммуникационных компаний), выручка МРК от услуг местной связи в среднесрочной перспективе будет расти весьма скромными темпами (в лучшем случае на уровне инфляции).

Очень скромный прирост доходов (всего +10,3%) продемонстрировал сотовый бизнес СТК. Жесткая конкуренция с федеральными и региональными операторами, а также высокая насыщенность рынка ведет к низким темпам роста абонентской базы – так, если на конец 2007 года численность абонентов сотового бизнеса СТК составляла 4,27 млн.человек, то по прогнозам менеджмента в 2008 году она вырастет только на 9,8% - до 4,69 млн.человек.

ARPU сотового бизнеса СТК в 2007 году стабилизировался на уровне 222 руб. Компания предпринимает шаги для его повышения за счет расширения спектра неголосовых услуг (особенно на базе мобильного Интернета), а также различного рода контент-услуг. Кроме того, СТК уделяет повышенное внимание внедрению новых технологий – в частности, ЗАО «Байкалвесткомм» (100% «дочка» СТК) в 2008 году планирует ввести в эксплуатацию технологию высокоскоростной передачи данных (EV-DO Revision A) что позволит внедрить новые сервисы для абонентов (видеосвязь, мобильное телевидение). Тем не менее, конкуренция с федеральными операторами вероятнее всего приведет к незначительному снижению ARPU сотового бизнеса СТК в среднесрочной перспективе.

Структура выручки СТК	2006	2007	%
Местная связь	9 913	11 547	16,5%
Сотовая связь	8 258	9 109	10,3%
Внутризоновая связь	4 271	5 222	22,3%
Присоединение и пропуск трафика	3 748	4 255	13,5%
Новые услуги	2 242	3 282	46,4%
Прочие услуги связи	480	709	47,7%
Услуги по договорам содействия	788	649	-17,6%
Радиосвязь, радиовещание, ТВ	417	406	-2,6%
Прочие доходы	36	67	86,1%
Итого выручка:	30 153	35 246	16,9%

Источник: отчетность компании по МСФО, расчеты банка

Местная связь: тарифная структура на 1Q08	ARPU, руб.	Физ.лица, %	Юр.лица, %
Социальный	132,2	6%	
Комбинированный	184,1	24%	0,1%
Повременный	159,2	23%	66,8%
Безлимитный	322,7	47%	33,2%

Источник: данные компании

С 1 июля 2006 года в соответствии с «Правилами оказания услуг местной, внутризонавой, междугородной и международной телефонной связи» вступил в силу принцип «платит звонящий» (СРР). Для МРК это означает новый источник дохода – трафик с фиксированных аппаратов на мобильные (F2M) – ранее он был бесплатным. Следует отметить, что цена F2M звонка (1,5 руб./мин., из которых 0,95 руб. идет мобильным операторам) ниже, чем средний звонок M2M, что стимулирует рост F2M трафика и, соответственно, доходов МРК. Внедрение СРР привело к увеличению доходов от услуг внутризонавой связи СТК в 2007 году на 22,3% до 5,2 млрд. рублей (против 4,3 млрд. рублей в 2006 году).

Следует отметить, что в настоящий момент до конца не ясна ситуация с возможной отменой тарификации при звонках F2M в случае абонент фиксированной связи выбрал безлимитный тариф – ранее с этой инициативой выступило Минсвязи. Однако, по оценкам менеджмента СТК, даже если эти поправки будут приняты, потери компании составят не более 1% от совокупной выручки.

Основным драйвером роста денежных потоков СТК в среднесрочной перспективе является дальнейшее развитие проекта широкополосного доступа в Интернет по ADSL-технологии под маркой Webstream. Абонентская база СТК по ШПД в 2007 году выросла в 3 раза и достигла 200 тыс.пользователей. По итогам первого квартала численность ШПД-абонентов составила 234,5 тыс.человек. По прогнозам менеджмента СТК, к концу 2008 года она достигнет 410 тыс.пользователей. Столь стремительный рост ожидается как за счет органического роста абонентской базы вследствие низкой насыщенности рынка, так и из-за перехода абонентов с коммутируемого доступа (число dial-up пользователей на конец первого квартала составляет 375 тыс.человек, а к концу года ожидается сокращение их числа до 350 тыс.чел.).

Следует отметить, что через 4 года СТК рассчитывает увеличить абонентскую базу по ШПД до 1,3 млн.человек. Это вполне согласуется с установками основного акционера всех российских МРК – госхолдинга «Связьинвест», который ставит перед МРК задачу наращивания абонентской базы по ШПД к 2012 году в 8 и более раз относительно уровня 2007 года.

В настоящее время уровень проникновения Интернета в СФО оценивается всего в 7-10% от общего числа домохозяйств. Кроме того, далеко не все домохозяйства располагают компьютером (по некоторым оценкам, в среднем по РФ этот показатель достигает 30%, в то время как в наиболее экономически благоприятном регионе – Москве – порядка 70%. Т.е. по мере роста доходов населения можно ожидать увеличения его «компьютеризации», что создает необходимые условия для роста спроса на услуги доступа в Интернет).

Обратной стороной столь перспективного рынка является серьезное усиление конкурентной борьбы. В частности, на иркутский рынок Интернет-услуг недавно вышли такие федеральные компании как «Мультирегион» и «ТрансТелеКом». Кроме того, на рынке присутствует множество региональных игроков.

Внутризонавая связь	2007	1Q08
Объем F2M трафика, млн.мин.	1542	408
Объем F2F трафика, млн.мин.	761	180

Источник: данные компании

Уровень проникновения ШПД в СФО (по домохозяйствам)	Доля СТК на рынке доступа в Интернет
2007 – 8,3%	49,0%
2008 – 11,8%	58,9%
2009 – 14,8%	62,2%
2010 – 19,3%	64,1%
2011 – 25,3%	66,0%

Источник: данные компании

В настоящий момент доля СТК на этом рынке составляет порядка 50% и удержать ее будет весьма непросто (хотя для прокладки инфраструктуры «последней мили» новым игрокам потребуется определенное время, а у СТК эта инфраструктура уже есть). Для конечного пользователя усиление конкурентной борьбы выльется в ощутимое снижение тарифов. Напомним, на этот вопрос обращал внимание даже новый президент РФ Д.Медведев: «Качество еще низкое, а цена высокая – стоимость Интернета в Красноярске выше в шесть раз, чем в Москве, а уровень жизни – ниже». Следует отметить, что СТК в этом году уже не раз снижал тарифы на доступ в Интернет. По оценкам менеджмента компании, в 2007 году ARPU по ШПД составил 660 руб. для физических лиц и 1880 – для корпоративных клиентов (средневзвешенный ARPU в 2007 году составил порядка 940 руб.). В дальнейшем вероятно снижение ARPU, но за счет резкого роста абонентской базы доходы от «новых услуг» в среднесрочной перспективе будут расти достаточно высокими темпами.

Рост абонентской базы по ШПД является необходимым условием для активного внедрения дополнительных сервисов – в первую очередь это IP-TV. Это технология, позволяющая передавать телевизионный канал с помощью интернет-протокола. В отличие от традиционных видов цифрового телевидения (эфирного, кабельного и спутникового) IP-TV - полностью интерактивный сервис с возможностью персонального вещания и выбора контента по желанию зрителя. Абонент получает доступ не только к вещательному телевидению (федеральные, региональные и тематические каналы), но и к различным интерактивным сервисам: видео по запросу, управление просмотром телепередач (в т.ч. и архивных), дистанционное управление видеомagneфоном, поддержка нескольких ТВ-камер и многое другое. Принципиальное преимущество цифрового ТВ-вещания, прежде всего, в его высоком качестве и возможности устойчиво транслировать несколько десятков телевизионных и радиопрограмм.

Зачастую в регионах РФ по сетям традиционного ТВ доступно всего несколько каналов. Это формирует дополнительный спрос на услуги IP-TV (число каналов в этом случае может исчисляться десятками). По оценкам менеджмента СТК, данный рынок будет прирастать на 40-50% ежегодно в течение ближайших 4-5 лет. К этому времени большинство МРК вероятнее всего будут активно предлагать пакеты Triple Play (телефония + Интернет + IP-TV). Менеджмент СТК рассчитывает что к 2012 году рынок пакетных предложений в СФО вырастет до 40 млрд.руб. (сейчас он оценивается только в 5 млрд.руб.). Следует отметить, что СТК в 2008 году завершает строительство межрегиональной мультисервисной сети, что позволит компании предоставлять услуги Triple-Play во всех регионах СФО. Инвестиции по этому проекту составили порядка 30 млрд.руб., а сама сеть представляет собой систему волоконно-оптических линий общей протяженностью 16 тыс.км.

1Q08	ARPU, руб.	абонентская база, тыс. человек
ШПД	866	234,5
Коммутируемый доступ	175	375

Источник: данные компании

Из общеотраслевых негативных (для МРК) тенденций можно выделить намерение Минсвязи к сентябрю этого года разработать и внести в правительство поправки к закону «О связи», касающиеся недискриминационного доступа всех операторов к сетям связи. Согласно новому законодательству, существенные операторы (т.е. МРК) должны будут поделиться своей телекоммуникационной инфраструктурой с другими операторами, которые приходят на рынок. Сами альтернативные операторы сейчас обвиняют МРК в навязывании им крайне тяжелых условий работы (нарушение порядка установления цен за присоединение к сетям связи, затягивание сроков согласования условий договоров и т.д.). Реализация новых предложений Минсвязи судя по всему начнется не ранее 2009 года. Облегчение доступа альтернативных операторов к телекоммуникационной инфраструктуре МРК приведет к усилению конкуренции на региональных телекоммуникационных рынках, что в свою очередь будет способствовать снижению тарифов для конечного пользователя (в первую очередь это услуги местной связи и доступ в Интернет) в среднесрочной перспективе.

Одновременно с наращиванием выручки, СТК жестко контролирует операционные расходы. В первую очередь это относится к расходам на персонал – сейчас это крупнейшая статья себестоимости любой российской МРК. Именно поэтому переход на новые технологии и оборудование, позволяющие снизить численность персонала, является одной из основных задач любой российской МРК. Если в среднем для наших МРК показатель «число линий на работника» составляет 100-150 шт, то для зарубежных телекоммуникационных компаний нормой является уровень в 400 линий и более. Это говорит о том, что у наших МРК есть еще существенный потенциал снижения удельных издержек.

В 2007 году расходы на ФОТ СТК снизились на 5,8% (при совокупном росте операционных расходов на 9,73%). В прошлом году проводилось высвобождение персонала непрофильных видов деятельности, вспомогательного и обслуживающего персонала и др. Ожидаемая численность персонала СТК на конец 2008 года – 31,1 тыс.человек. Одновременно в бюджете компании на 2008 год запланировано увеличение средней заработной платы на 15,2% к уровню 2007 года, но при этом в 2008 году ожидается уменьшение совокупных расходов на ФОТ еще на 2,2%. Снижение в абсолютном выражении крупнейшей статьи операционных расходов СТК – это безусловный успех менеджмента в повышении эффективности бизнеса компании. Напомним, по оценкам менеджмента СТК в 2008 году ожидается увеличение чистой прибыли компании на 43% (до 3,8 млрд.руб.).

Крупнейшей статьёй расходов СТК после затрат на ФОТ, являются амортизационные отчисления. В 2007 году эта статья у СТК выросла на 47,95%. На наш взгляд, в основном это связано с технической модернизацией компании. В любом случае амортизационные отчисления остаются в компании, поэтому их рост не сказывается на свободных денежных потоках СТК (от состояния которых в первую очередь зависит способность компании обслуживать обязательства), хотя и способствует снижению прибыли.

Структура себестоимости	2006	2007	%
Заработная плата	11 840	11 156	-5,78%
Износ и амортизация	4 142	6 128	47,95%
Материалы, ремонт и обслуживание	3 113	2 894	-7,04%
Налоги, за исключением налога на прибыль	612	756	23,53%
Расходы по услугам операторов связи	2 334	3 915	67,74%
Восстановление резерва по сомнительным долгам	174	15	n/a
Убыток от выбытия ОС и НА	351	226	-35,61%
Прочие операционные расходы	4 695	4 943	5,28%
Возмещение убытков от УУС	0	472	n/a
Итого операционные расходы:	26 913	29 531	9,73%

Источник: отчетность компании по МСФО, расчеты банка

Значительный рост в 2007 году продемонстрировали расходы по услугам операторов связи (+67,74%). По оценкам менеджмента СТК данная статья в среднесрочной перспективе будет увеличиваться на 6-8% ежегодно, и связано это с ростом F2M трафика.

В результате опережающего роста доходов компании над операционными расходами, в 2007 году выросли показатели рентабельности СТК: EBITDA margin теперь составляет 33,6% (против достаточно скромных 24,5% годом ранее), а Net Income margin в 2007 году составил 7,5% (против 3,2% в 2006 году).

В 2007 году СТК снизила долговую нагрузку – показатель «платный долг / EBITDA» снизился до 1,8х, а коэффициент «EBITDA / проценты к уплате» вырос до 6,95х.

В 2008 году объем CAPEX СТК составит порядка 8 млрд.руб. (+19,4% к 2007 году). Основными направлениями вложения средств будут традиционная телефония (30%), телекоммуникационная инфраструктура (27%) и «новые услуги» (21%). До конца 2008 года уровень цифровизации сетей компании планируется довести до 80% (против 73% по итогам 2007 года). СТК не раскрывает источники финансирования своей инвестиционной программы, однако мы считаем, что ее реализация не приведет к существенному росту долговой нагрузки.

В целом мы достаточно высоко оцениваем кредитное качество СТК. Несмотря на повышение конкуренции во всех сегментах телекоммуникационного рынка СФО, компания продемонстрировала существенное улучшение операционных и финансовых показателей в 2007 году и упрочила свои рыночные позиции.

Активное развитие «новых услуг» - в первую очередь предоставление ШПД-доступа в Интернет, а также увеличение внутризонального трафика будут являться главными драйверами роста денежных потоков СТК в среднесрочной перспективе. Жесткий контроль над операционными расходами способствует росту показателей рентабельности СТК. Долговая нагрузка в настоящий момент находится на достаточно низком уровне.

Основные фин.показатели	2006	2007
Оборачиваемость активов, х	0,68	0,69
Текущая ликвидность, х	0,40	0,38
Мгновенная ликвидность, х	0,05	0,10
Коэфф. автономии, %	36,2%	35,9%
Доля долгосрочных пассивов в платном долге, %	66,7%	59,9%
Платный долг / EBITDA, х	2,38	1,80
EBITDA / % к уплате, %	5,48	6,95
Рентабельность по EBITDA, %	24,5%	33,6%
Рентабельность по чистой прибыли, %	3,2%	7,5%

Источник: отчетность компании по МСФО, расчеты банка

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ 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. Описания любой компании или компаний, и (или) их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые АКБ «Связь-Банк» считает надежными, Банк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. АКБ «Связь-Банк», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны, должностные лица и (или) сотрудники Банка и (или) связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и (или) намереваются приобрести такие доли капитала и (или) выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, АКБ «Связь-Банк» может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). АКБ «Связь-Банк» может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 228-38-06

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО АКБ «Связь-Банк»
125375, г. Москва, ул. Щепкина, д. 40, стр.1
Тел.: +7(495) 228-36-42
E-mail: sviaz-bank@sviaz-bank.ru
Internet: <http://www.sviaz-bank.ru/>

Руководство

Автухов Михаил 228-38-01
IB@sviaz-bank.ru

Бахшиян Шаген 228-36-42
IB@sviaz-bank.ru

Эмиссия долговых инструментов

Барков Дмитрий 228-36-42 (30-93)
emission@sviaz-bank.ru

Смакаев Роберт 228-36-42 (33-37)
emission@sviaz-bank.ru

Волгарев Виктор 228-36-42 (30-97)
emission@sviaz-bank.ru

Продажи на финансовых рынках

Сумин Владимир 228-38-06 (30-32)
sales@sviaz-bank.ru

Очкин Алексей 228-38-06 (31-01)
sales@sviaz-bank.ru

Голубничий Денис 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Дергачев Дмитрий 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Бабаджанов Сухроб 228-38-01 (31-24)
broker@sviaz-bank.ru

Клиентское обслуживание

Хмелева Ольга 228-38-06 (30-77)
broker@sviaz-bank.ru

Виноградова Анна 228-38-06 (31-02)
broker@sviaz-bank.ru

Анализ финансовых рынков

Свиридов Станислав 228-38-01 (31-92)
research@sviaz-bank.ru

Бодрин Юрий 228-38-01 (31-06)
research@sviaz-bank.ru

Гребцов Максим 228-38-01 (31-88)
research@sviaz-bank.ru

Кредитный анализ

Чердаков Евгений 228-36-42 (30-95)
CR@sviaz-bank.ru