

Tele2 Россия (-/-/BB+):

Российский рынок облигаций

10 июня 2011 г.

Качественное пополнение в рядах «телекомов»

Выводы

В настоящее время продолжается маркетинг дебютного выпуска классических облигаций Теле2-Санкт-Петербург серии 01 (Tele2-1). Срочность займа составляет 10 лет с 5-летней офертой. Ориентир ставки купона находится в диапазоне 9–9,5% (доходность к оферте 9,20–9,73%). Эмитентом выступает одна из основных операционных компаний Tele2 Россия, в числе поручителей по займу – холдинговая структура Tele2 Russia Holding AB (-/-/BB+), зарегистрированная в Швеции.

Текущие ориентиры по выпуску Tele2-1 предлагают премию к облигациям ВымпелКома (BB/BB3/-) в размере 60–110 б.п. (с корректировкой на дюрацию). Мы оцениваем справедливый размер премии в пределах 40 б.п., что делает предложение Tele2 привлекательным даже по нижней границе нынешних ориентиров. Мы рекомендуем инвесторам участвовать в размещении выпуска Tele2-1.

Рынок рублевых облигаций пополнится новым качественным «телекомом». Tele2 Россия является 100%-ной «дочкой» шведского телекоммуникационного холдинга Tele2 AB Group (кредитные рейтинги отсутствуют). Tele2 AB представляет услуги мобильной и фиксированной связи в 11 странах, общая абонентская база холдинга превышает 31 млн абонентов. Tele2 AB имеет листинг на Стокгольмской бирже, текущая рыночная капитализация холдинга составляет порядка \$9,1 млрд. Крупнейшим акционером Tele2 AB является публичная шведская инвестиционная группа Kinnevik, которой принадлежит 47.5% голосующих акций компании.

Российский рынок, на котором Tele2 работает с 2003 г, является для холдинга ключевым – на его долю приходится более 60% общего количества абонентов и около 35% EBITDA. Российское подразделение холдинга характеризуется умеренной долговой нагрузкой (чистый долг/EBITDA на конец 1кв11г - 1,7х). На уровне Tele2 AB Group текущая долговая нагрузка близка к нулю. Целевые прогнозы долговых коэффициентов озвученные руководством Tele2 Россия на среднесрочную перспективу (чистый долг/EBITDA в диапазоне 1,25–1,75х) позволяют рассчитывать, что кредитный профиль эмитента продолжит оставаться «высокопрочным».

Динамично развивающийся российский мобильный «дискаунтер». Общая рыночная доля Tele2 Россия по числу абонентов на российском рынке мобильной связи составляет порядка 8,6%. Компания владеет лицензиями в 43 регионах РФ и занимает 4-ю строчку среди крупнейших российских мобильных операторов. В Санкт-Петербурге, ключевом регионе присутствия Tele2, рыночная доля компании оценивается примерно в 16%, при этом в ряде регионов, где Tele2 Россия оперирует на протяжении более 4-х лет, ее доля рынка превышает 40%.

Достаточно успешно конкурировать с операторами «большой тройки» Tele2 позволяет реализуемая компанией стратегия мобильного «дискаунтера», доказывающая свою эффективность даже на рынках с высоким уровнем проникновения мобильной связи. Низкие цены на услуги связи в сочетании с относительно высоким качеством сервисов позволяют Tele2 опережать основных конкурентов по темпам роста. При этом, благодаря жесткому контролю над издержками, Tele2 удается добиваться впечатляющих показателей рентабельности (норма EBITDA на уровне 35-36%). Поддержание рентабельности на данном уровне входит в число стратегических целей компании. Мы полагаем, что уже зарекомендовавшая себя бизнес-модель Tele2 на российском рынке услуг мобильной связи останется успешной и в будущем, что обеспечит благоприятные перспективы кредитного профиля оператора.

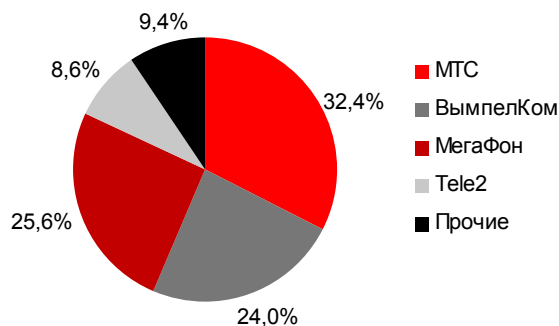
Илл. 1: Ключевые финансовые показатели Tele2 Россия и Tele2 AB Group по МСФО, млрд руб

	Tele2 Россия (Fitch BB+)		Tele2 AB Group (нет рейтингов)	
	2010	1кв11	2010	1кв11
Выручка	42,7	11,7	169,3	43,2
EBITDA	15,0	4,2	43,3	11,6
Чистая прибыль	8,0	2,0	27,3	5,5
Операц. денежный поток	12,3	3,1	40,9	9,3
Капитальные затраты	(6,6)	(1,4)	(15,2)	(4,2)
Свободный денежный поток	5,7	1,7	25,7	5,1
Совокупный долг	64,6	40,4	10,3	10,6
Чистый долг	57,9	29,3	6,5	4,2
Собственный капитал	(25,7)	3,0	129,4	134,4
Активы	46,8	48,3	180,9	183,1
Коэффициенты				
Норма EBITDA,%	35,1	36,2	25,6	26,8
Чистый долг/EBITDA (x)	3,9	1,7	0,1	0,1
Долг/Собственный капитал (x)	-2,5	13,5	0,1	0,1

Источники: данные компании, оценки Альфа-Банк

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерены получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Илл. 2: Рыночные доли операторов*, 1кв11г.


Источники: AC&M Consulting
* по числу абонентов

Илл. 3: Динамика абонентской базы Tele2 (млн)


Источники: данные компании

Оптимизация баланса – основная причина выхода компании на рынок облигаций. На конец 1кв2011г чистый долг Tele2 составлял порядка 29,3 млрд руб и был практически полностью сформирован займами, полученными ей от материнской структуры. Основными целями, которые оператор преследует выходя на рынок рублевых облигаций, являются:

- рефинансирование внутрикорпоративных займов: в среднесрочной перспективе Tele2 намерена рефинансировать большую часть бизнеса в России за счет третьих сторон;
- приведение в соответствие рублевых денежных потоков и рублевых обязательств;
- получение доступа к широкому кругу инвесторов.

Мы считаем, что такая стратегия финансирования полностью оправдана для компании, которая заинтересована в дальнейшем развитии бизнеса в России и ставит перед собой серьезные задачи по расширению своего присутствия на рынке.

Страновые риски «во главе угла». Взвешенная и четко определенная финансовая политика, проводимая Tele2 как на уровне российского подразделения, так и на уровне материнской структуры, позволяет нам рассматривать кредитный риск по облигациям Tele2 Россия как относительно низкий и с оптимизмом оценивать перспективы кредитного профиля эмитента. В тоже время, мы считаем обоснованным наличие премии по облигациям Tele2 к кривой доходности ВымпелКома в пределах 40 б.п. Хотя кредитный рейтинг Tele2 превышает уровень ВымпелКома, данная премия отражает гораздо большие масштабы бизнеса последнего даже в сравнении с материнской структурой Tele2 Россия - Tele2 AB Group. Мы выделяем два ключевых кредитных риска для Tele2 Россия:

- (1) Участие компании в крупных для ее масштабов M&A сделках, которые могут потребоваться в рамках дальнейшей экспансии оператора в России (что, в свою очередь, может спровоцировать ощутимый рост долговой нагрузки).
- (2) Являясь иностранной компанией, оперирующей в российской инфраструктуре и на российском правовом поле, Tele2 может столкнуться со сложностями при получении новых лицензий и/или получении их на неконкурентных условиях (в том числе на предоставление услуг связи в стандартах 3G/4G).

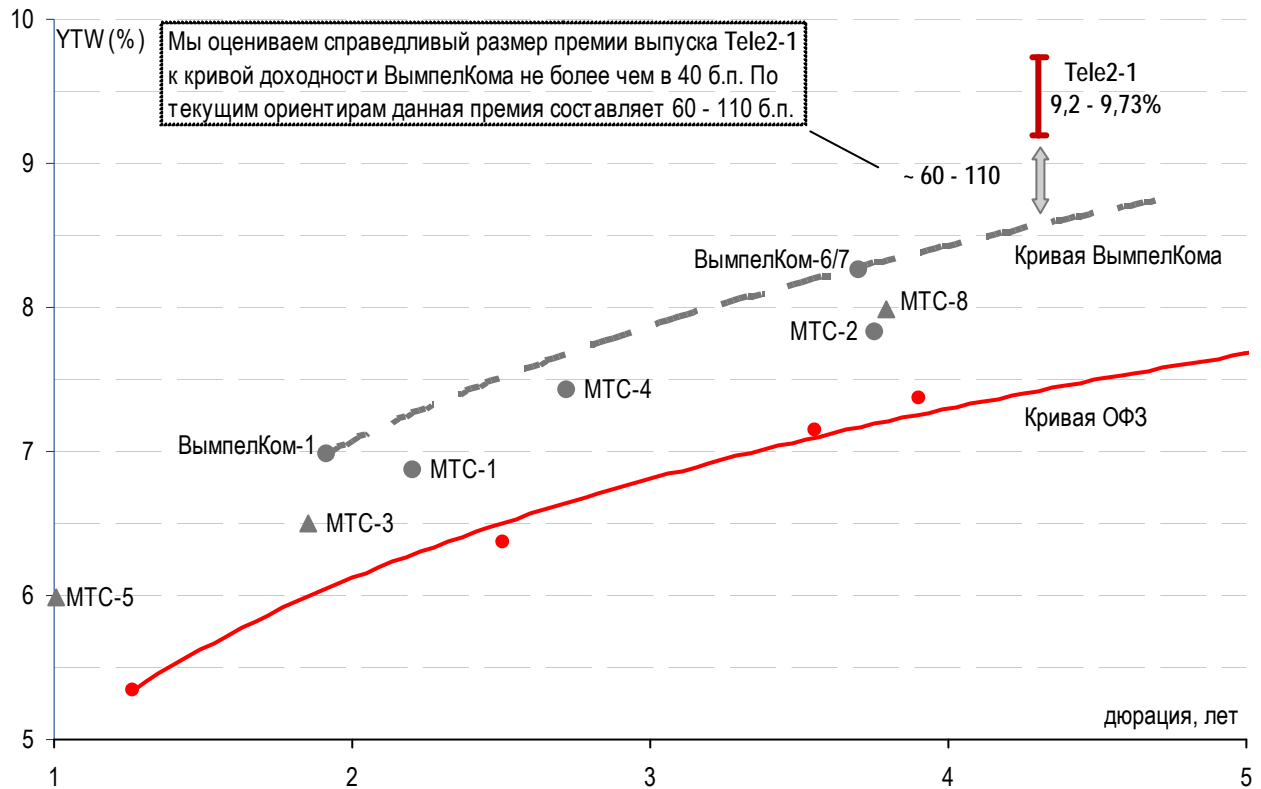
На наш взгляд, второй риск является более значимым, принимая во внимание, доступность льготного финансирования на значимые для Tele2 Россия M&A сделки со стороны не обремененной долговой нагрузкой материнской структурой оператора.

Илл. 4: Сравнение ключевых финансовых и операционных показателей Tele2 и «большой тройки»

	Tele2 Россия (-/-/BB+)	ВымпелКом (BB/Va3/-)	МТС(BB/Va2/BB+)	МегаФон (BBB-/Va1/BB+)
Количество абонентов в России на конец 2010 г, млн.	19,0	52,0	71,4	56,6
Выручка в 2010 г, \$ млн	1 406	10 513	11 293	7 100
ЕБИТДА в 2010 г, \$ млн	494	4 944	4 866	3 227
Свободный денежный поток в 2010 г, \$ млн	188	1 912	970	738
Активы на конец 2010 г, \$ млн	1 533	19 928	14 478	10 397
Коэффициенты				
Норма ЕБИТДА в 2010 г, %	35,1	47,0	43,1	45,5
Чистый долг/ЕБИТДА на конец 1 кв11г. (x)	1,7	2,5*	1,3	Отриц.

Источники: данные компаний, оценки Альфа-Банка
* - объединенные результаты VimpelCom Ltd и Wind

Илл.5: Диаграмма доходностей рублевых облигаций



* - котировки по состоянию на 09 июня 2011 г.
 Источники: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050) Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Станислав Боженко, Ph.D. старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Александр Бойцов, Старший менеджер (7 495) 974-2515 (доб. 7120) Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2011 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.