

Телекоммуникационный сектор

**МТС и ВымпелКом: оценка результатов
и привлекательности ценных бумаг**

Содержание

| | |
|--|----|
| ВЫРУЧКА И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ | 3 |
| ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА | 5 |
| ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРОГРАММА | 6 |
| ТЕНДЕНЦИИ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОГО СЕКТОРА | 7 |
| РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИЙСКИХ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ | 8 |
| РУБЛЕВЫЙ РЫНОК ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ | 9 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ | 10 |



Выручка и рентабельность

Динамика финансовых результатов МТС и Вымпелкома в 2010 году была схожей. Обе компании по итогам прошедшего года продемонстрировали рост выручки, операционной прибыли и показателя OIBDA. Рентабельность по OIBDA у обеих компаний снизилась. В то же время, Вымпелком показал более сильную динамику перечисленных показателей:

- ✓ выручка Вымпелкома выросла на 20,8% и достигла \$10 512,8 млн., в то время как рост выручки МТС составил только 14,5%, а значение годовой выручки составило \$11 293,2 млн.;
- ✓ показатель OIBDA Вымпелкома увеличился на 15,4% и составил \$4 932,3 млн.; аналогичный показатель у МТС достиг уровня в \$4 872,9 млн., а рост всего 8,6%.
- ✓ рентабельность по OIBDA у обеих компаний в прошедшем году снизилась примерно на одну величину. Для Вымпелкома рентабельность упала 2,2 п.п. до 46,9%. Операционная рентабельность МТС снизилась на 2,4 п.п. до 43,1%.

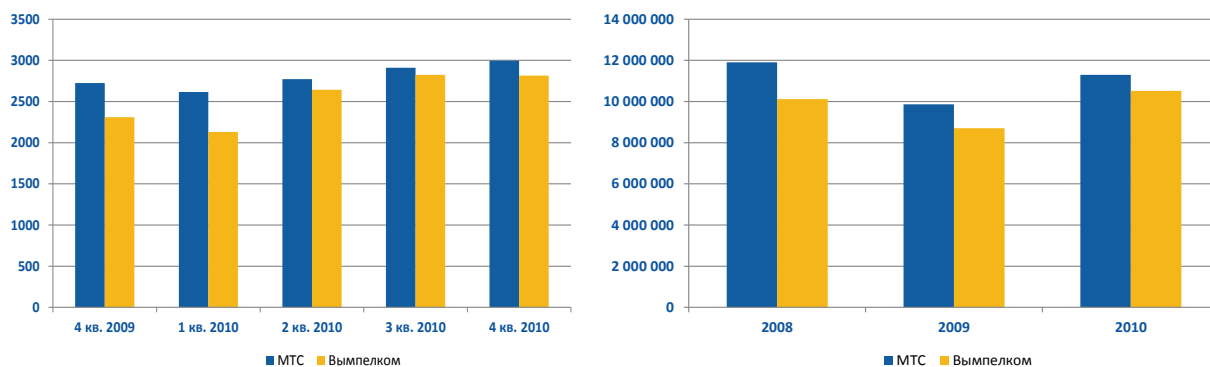
Отметим, что Вымпелком смог достичь максимальных за всю историю своего существования показателей выручки, показателя OIBDA и чистой прибыли, главным образом, в связи с консолидацией результатов с Киевстаром. В то же время, результаты МТС так и не смогли превысить уровень лучшего для нее 2008 года.

Годовой рост выручки у МТС и Вымпелкома был связан как с увеличением числа абонентов, так и с ростом «качественных» показателей: ARPU и MOU. За год количество абонентов мобильной связи МТС выросло на 5,6% до 108,1 млн. человек. Вымпелком смог нарастить абонентскую базу на 43,5% с 64,6 млн. человек до 92,7 млн. человек, главным образом, за счет присоединения Киевстара.

Показатель ARPU (среднемесячный доход на абонента) у МТС вырос на 2,1% до 252,8 руб./абонента. Для Вымпелкома рост составил 2,7%, за год значение ARPU выросло до 328,2 руб./абонента.

Показатель MOU (среднемесячное количество минут разговора) у МТС в 2010 году увеличился на 9,9% до 234 руб./абонента. Рост MOU у Вымпелкома составил 3,4%, показатель составил 218,5 руб./абонента.

Динамика выручки МТС и Вымпелкома в 2010 году (поквартально) и 2008-2010 годах



Источник: данные компаний, расчеты UFS

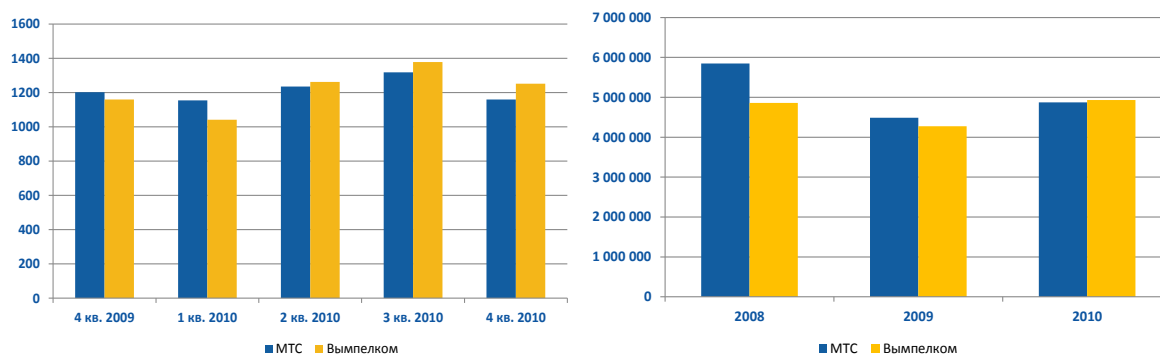
Динамика поквартальных финансовых результатов говорит в пользу Вымпелкома. Выручка Вымпелкома в 4 кв. 2010 года выросла относительно аналогичного периода предыдущего года на 22% и составила \$2 815 млн. Выручка



МТС увеличилась по сравнению с 4 кварталом 2009 года только на 10% до \$2 995 млн. Схожая картина наблюдается и по показателю OIBDA. Данный показатель вырос у Вымпелкома в 4 кв. прошедшего года на 8% до \$1 251 млн. по сравнению с 4 кв. 2009 года, в то время как у МТС показатель OIBDA снизился на 3,5% и \$1 159,2 млн.

Отметим и тот факт, что если в 2008 и 2009 годах показатель OIBDA у МТС был выше аналогичного показателя Вымпелкома, то в 2010 году OIBDA Вымпелкома, начиная со 2 квартала, регулярно превышал в абсолютном выражении этот показатель МТС.

Динамика OIBDA МТС и Вымпелкома в 2010 году (поквартально) и 2008-2010 годах

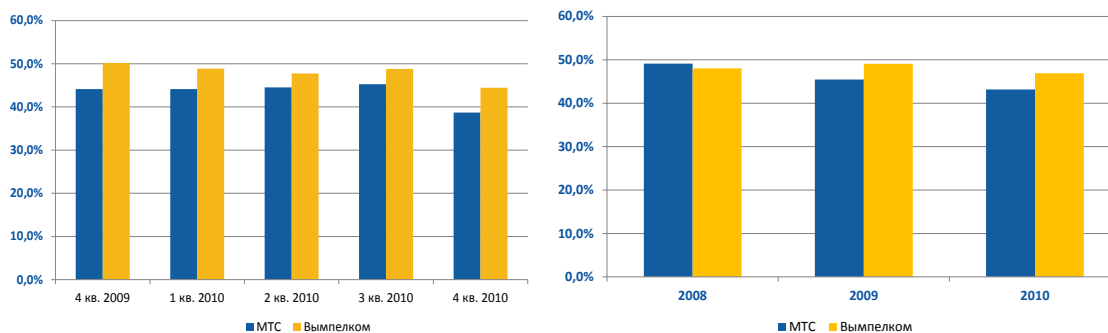


Источник: данные компаний, расчеты UFS

Не очень позитивным моментом является тот факт, что и Вымпелком и МТС второй год подряд демонстрируют снижение операционной рентабельности. Но если в 2009 году рентабельность по OIBDA упала благодаря опережающему падению выручки по сравнению с затратами, то в 2010 году выручка росла медленнее, чем затраты. По нашему мнению, это связано с обострением конкуренции на рынке телекоммуникационных услуг, что привело к значительному росту затрат на привлечение клиентов. Так, за 2010 год общие и административные расходы, которые включают и маркетинговые затраты, выросли у МТС на 15,3% до \$3 125 млн., а у Вымпелкома на 28,2% до \$3 064 млн. Разумеется, не последнюю роль в росте затрат сыграло и увеличение расходов на персонал, которое наблюдалось у большинства компаний в посткризисный год.

Особенно сильно падение рентабельности по OIBDA у обеих компаний наблюдалось в 4 кв. 2010 года, что связано и с сезонным фактором, в частности с падением доходов от роуминговых услуг. Отметим, что падение доходов от роуминга стало и следствием того, что осенью 2010 года компании «большой тройки» добровольно согласились снизить тарифы на передачу данных в роуминге под давлением ФАС, о чем сообщил лично премьер-министр В. Путин.

Динамика OIBDA МТС и Вымпелкома в 2010 году (поквартально) и 2008-2010 годах



Источник: данные компаний, расчеты UFS



Мы ожидаем, что в текущем году обе компании смогут показать дальнейший рост выручки и показателя OIBDA. В то же время, рентабельность OIBDA по-прежнему будет находиться под давлением. Компаниям придется поддерживать объем маркетинговых затрат на высоком уровне. Кроме того, после объединения Вымпелкома с Wind Telecom рентабельность объединённой компании может также снизиться. Тем не менее, в долгосрочной перспективе мы видим значительный синергетический эффект для Вымпелкома от сделки с Wind Telecom, и полагаем, что в будущем это позволит увеличить денежный поток от операционной деятельности минимум в 2 раза.

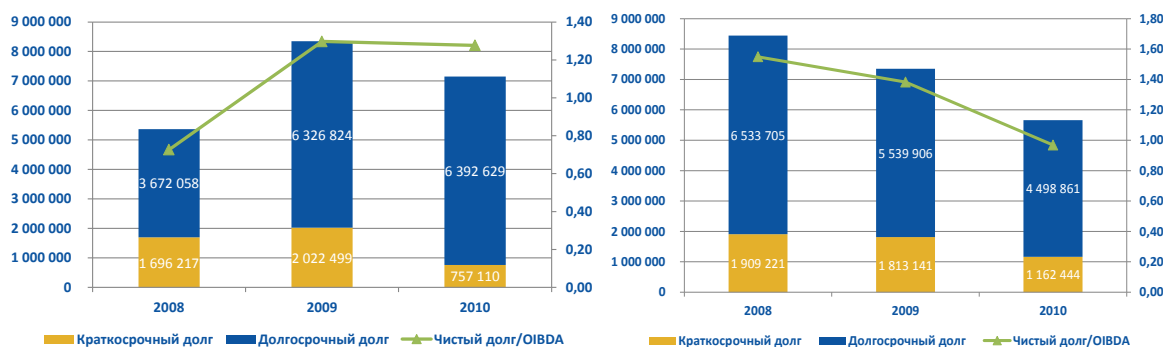
Долговая нагрузка

Совокупная долговая нагрузка компании МТС за 2010 год составила \$7,15 млрд. По сравнению с 2009 годом долг компании снизился на \$1,2 млрд. или на 14%. Снижение было обусловлено успешно проведенной реструктуризацией долга в 2010 году, когда МТС воспользовалась снижением стоимости заимствований, как на публичном, так и на кредитном рынке. В 2010 году компания смогла разместить выпуски рублевых облигаций на 10 млрд. рублей со сроком 7 лет и на 15 млрд. рублей с офертой через 5 лет. На рынке евробондов МТС смогла занять \$750 млн. так же на 10 лет. Это позволило погасить выпуск на \$400 млн. и закрыть синдицированный кредит, выданный еще в 2006 году.

Также компания заключила договор со Сбербанком России на открытие кредитных линий совокупным объемом 100 млрд. рублей по ставке 8,95%, что всего на 25 б.п. выше, чем стоимость по облигациям с аналогичным сроком. Структура долга претерпела значительные изменения. Доля краткосрочного долга в общем объеме задолженности снизилась с 24% до 11%, а доля долгосрочных обязательств возросла соответственно с 76% до 89%.

Улучшение качества долга, в свою очередь, нашло отражение в прогнозах мировых рейтинговых агентств. Так, прогнозы от S&P и Fitch Ratings изменились со “стабильный” на “позитивный”. Отношение Долг/OIBDA за прошедший год снизилось до 1.47 по сравнению с 1.86 на начало года, как за счет снижения долговой нагрузки, так и за счет роста операционной прибыли. Отношение Чистый Долг/OIBDA осталось практически на том же уровне - 1.3. Обслуживание долговых обязательств компании - OIBDA/Процентные затраты - в целом ухудшилось. За прошлый год данный показатель уменьшился с 7,8 до 6,9 по причине снижения рентабельности по OIBDA, однако, остается на достаточно высоком уровне. В 2011 году мы не видим факторов для значительного увеличения долговой нагрузки, так как МТС пока не планирует привлекать дополнительное финансирование и будет обходиться уже ранее привлеченными средствами, в том числе это связано и с консервативной стратегией развития.

Структура и динамика долга МТС и Вымпелкома в 2008-2010 годах



Источник: данные компаний, расчеты UFS



Компания Вымпелком в 2010 году снизила свою совокупную долговую нагрузку на \$1,7 млрд. или на 13% до \$5,661 млрд. Основным вкладом в снижение уровня долга стало погашение выпуска еврооблигаций на \$300 млн. и ранее выданных синдицированных кредитов. Как и МТС, компания активно пользовалась улучшением ситуации на рынках капитала и проводила реструктуризацию своей задолженности. В 2010 году Вымпелком привлек 2 рублевых займа на 5 лет совокупным объемом 20 млрд. рублей. Структура долга компании улучшилась - доля краткосрочной задолженности в совокупном объеме долга снизилась на 4 п.п. и составила 21%, доля “длинных” долгов на конец года составила 79%. Позитивное изменение структуры долга, так же как и МТС, позволило улучшить прогнозы по кредитным рейтингам от мировых рейтинговых агентств. Во второй половине 2010 года прогноз от Fitch Ratings изменился с “негативный” на “стабильный”.

Отношение Долг/OIBDA за прошедший год снизилось до 1,15 по сравнению с 1,72 на начало года 2010 года. Снижение показателя связано не только с общим снижением уровня долга, но и с ускоренным ростом OIBDA на фоне консолидации с Киевстаром. За счет роста операционной прибыли компания смогла снизить отношение Чистый Долг/OIBDA с 1,38 до 0,97. Уровень покрытия обязательств компании OIBDA/Процентные затраты вырос за 2010 год с 7,14 до 9,13, в том числе за счет снижения стоимости заимствования, и по сравнению с МТС, ВымпелКом находится в более комфортном положении. Однако, с учетом закрытия сделки по покупке WIND Telecom, мы ожидаем существенный рост совокупной долговой нагрузки в 5 раз, в том числе, за счет размещения в феврале 2011 года двух выпусков еврооблигаций на общую сумму \$1,5 млрд. для финансирования сделки. К концу 2011 года мы прогнозируем рост показателя Долг/OIBDA до уровня 2,5.

Инвестиционная программа

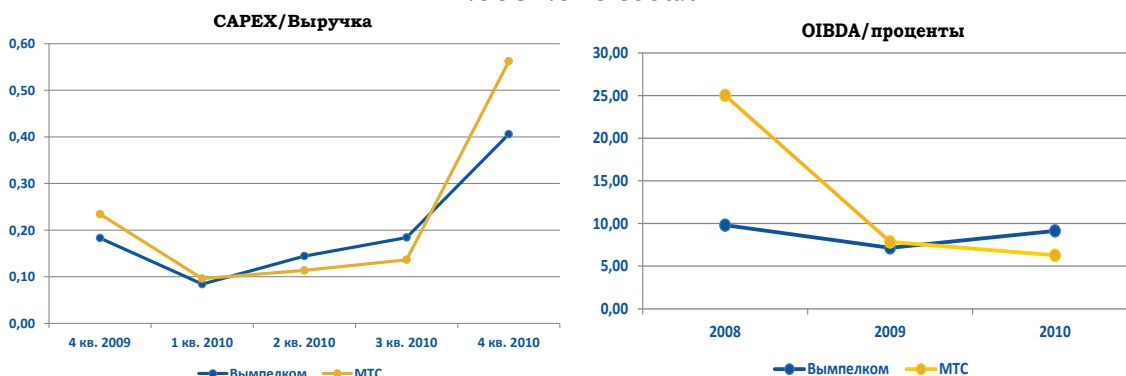
Капитальные вложения МТС в прошедшем году существенно выросли по сравнению с предыдущими годами. Так CAPEX компании за 2010 году увеличился в 2,6 раза по сравнению с предыдущим годом, а отношение CAPEX/выручка выросло практически в 2 раза. Существенный рост затрат привел к сужению свободного денежного потока на 23% по сравнению с 2009 годом и составил \$970 млн., что в конечном счете повлияло на снижение денежных средств на счетах на 63%.

CAPEX за 2010 год у ВымпелКома вырос в 2,7 раза, то есть практически аналогично, что и у МТС, и составил \$1,1 млрд. Доля затрат капитального характера к объему выручки выросла практически в 4,8 раза и составила 0,41. При этом, основные затраты были произведены в 4-м квартале 2010 года. Столь серьезный рост связан с финансированием сделки по покупке WIND Telecom (\$1.5 млрд. в виде денежных средств, остальное в виде обмена долями компаний), которая была закрыта буквально на днях.

Рост затрат, как и в случае с МТС, привел к снижению свободных денежных средств на 40%. Свободный денежный поток компании в целом за год сократился на 25% и составил \$3 млрд. Процессы реорганизации по результатам сделки продлятся в течение 2011 года и потребуют определенных дополнительных финансовых затрат. Тем не менее, в текущем году дальнейшего существенного роста затрат скорее всего не предвидится, и компания будет заниматься консолидацией всех активов.



Динамика коэффициентов CAPEX/Выручка и OIBDA/проценты в 2008-2010 годах



Источник: данные компаний, расчеты UFS

Тенденции телекоммуникационного сектора

Безусловно, одним из главных событий 2010 начала 2011 года на телекоммуникационном рынке стала подготовка Вымпелкома к крупнейшей сделки по поглощению другого международного оператора связи - Wind Telecom, которая завершилась несколько дней назад. Общая сумма сделки составила \$6 млрд., из которых \$1,49 млрд., было оплачено деньгами, а остальное – акциями. В частности, владелец Wind Telecom Нагиб Савирис получили 20% экономического участия и 30,6% голосующих акций.

В результате объединения, Вымпелком стал владеть через Wind Telecom, 51,7% компании Orascom Telecom и 100% Wind Italy. Был создан 6-й крупнейший оператор мобильной связи в мире по количеству абонентов. Общая абонентская база объединенной компании составила 181 млн. абонентов, а количество стран присутствия расширилось с 10 до 20. Компания также утвердила новую структуру, поделив географию присутствия на пять подразделений: Европа и Северная Америка, включая Италию и Канаду, Россию, Украину, СНГ, а также Азию и Африку, включая активы Orascom и активы Вымпелкома в Юго-Восточной Азии. Итальянский Wind является третьим сотовым и вторым по величине фиксированным оператором Италии. Orascom Telecom владеет долями в сотовых операторах в Алжире, Бангладеш, Пакистане, Бурунди, Зимбабве, Намибии, ЦАР и Канаде.

Сделка предшествовал конфликт акционеров, который инициировал норвежский сотовый оператор Telenor, владеющий до сделки 36% акций Вымпелкома. В частности, Telenor пытался заблокировать сделку, а также требовал преимущественного права выкупа акций объединенной компании. Тем не менее, в середине марта 2011 года большинством голосов покупка Wind Telecom была одобрена. В результате этого, доля Telenor была размыта до 25%, Altimo – с 44,1 до 31%, а миноритариев с 19,3% до 13,4%.

В настоящий момент Telenor продолжает добиваться через суд восстановления своей доли. Представители Вымпелкома уже заявили, что согласятся с любым решением суда. Уже по итогам сделки Altimo объявила о расторжении акционерного соглашения с Telenor, объяснив это желанием сделать свою долю в объединенной компании менее 25%. По заявлению Altimo сделано для того, чтобы обеспечить равные права всем миноритариям и избежать дальнейших конфликтов между основными акционерами.

Как уже было отмечено, мы позитивно оцениваем состоявшуюся сделку с точки зрения долгосрочных перспектив для Вымпелкома, даже несмотря на ожидаемое ухудшение кредитного профиля компании в краткосрочной



перспективе. Так, ожидается, что консолидированный долг Вымпелкома вырастет на 300% до \$25,7 млрд. Компании уже пришлось нарастить свою долговую нагрузку в 1 квартале, выпустив еврооблигации на сумму \$1,5 млрд., которые пошли на оплату денежной части сделки.

Рынок еврооблигаций российских телекоммуникационных компаний

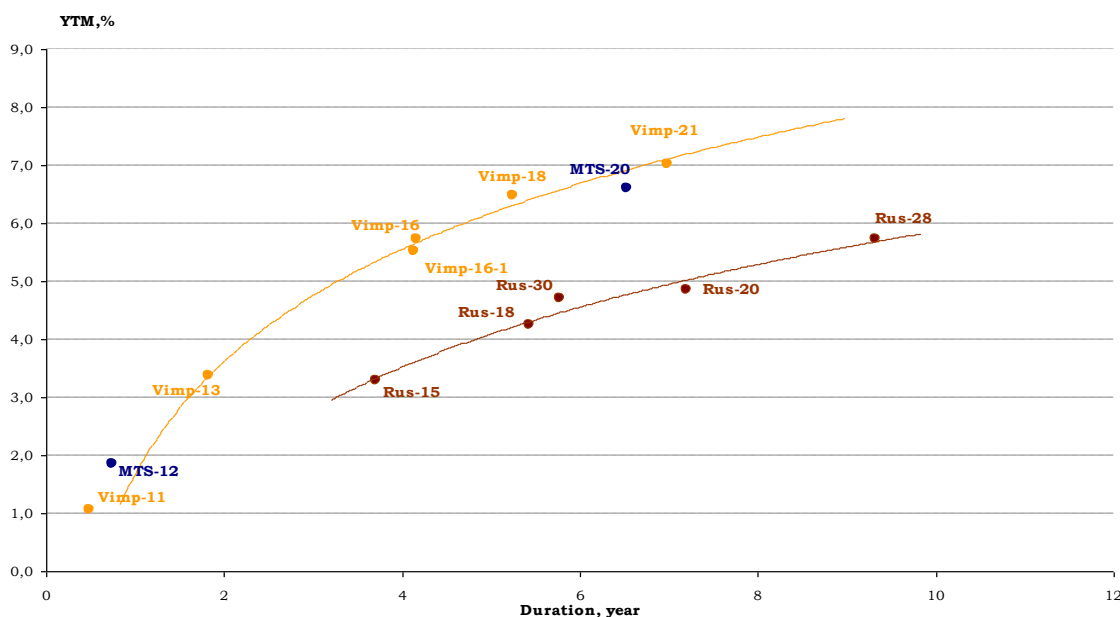
Сейчас на рынке обращается 6 долларовых выпусков еврооблигаций Вымпелкома и 2 выпуска МТС. Мы полагаем, что выпуски обеих компаний в настоящий момент оценены справедливо.

Мы считаем, что в текущие котировки Вымпелкома уже заложен эффект от ухудшения финансового профиля эмитента после объединения с Wind Telecom. Отыграно и понижение рейтинг со стороны рейтинговых агентств Moody's и Standard&Poor's. Напомним, в конце марта, после одобрения акционерами Вымпелкома покупки Wind Telecom, агентство Moody's понизило кредитный рейтинг эмитента на одну ступень с Ba2 до Ba3 со стабильным прогнозом.

Вчера уже рейтинговое агентство Standard & Poor's понизило долгосрочный кредитный рейтинг Вымпелком на одну ступень с BB+ до BB- с негативным прогнозом. В сообщении агентства отмечается, что рейтинг снижен в связи с недавним приобретением Wind Telecom, которое приведет к росту долговой нагрузки до 2,5-3 EBITDA. Аналитики S&P также полагают, что Вымпелкому присущи высокие риски ликвидности в связи с необходимостью рефинансирования бридж-кредита объемом \$2,5 млрд. в ближайшие 18 месяцев. Прогноз негативный отражает вероятность дальнейшего понижения рейтинга в случае, если указанный бридж-кредит, предоставленный Vimpelcom Ltd. под гарантии Вымпелкома, не будет рефинансирован в ближайшие 6 месяцев за счет более долгосрочных инструментов.

Выпуски Вымпелкома сейчас торгуются в районе 220 б.п. к суверенной кривой России. А выпуски МТС торгуются с дисконтом в 20 б.п. относительно кривой доходности Вымпелкома, что также является оправданным с учетом более слабых кредитных метрик Вымпелкома и возможного понижения рейтинга от Standard & Poor's.

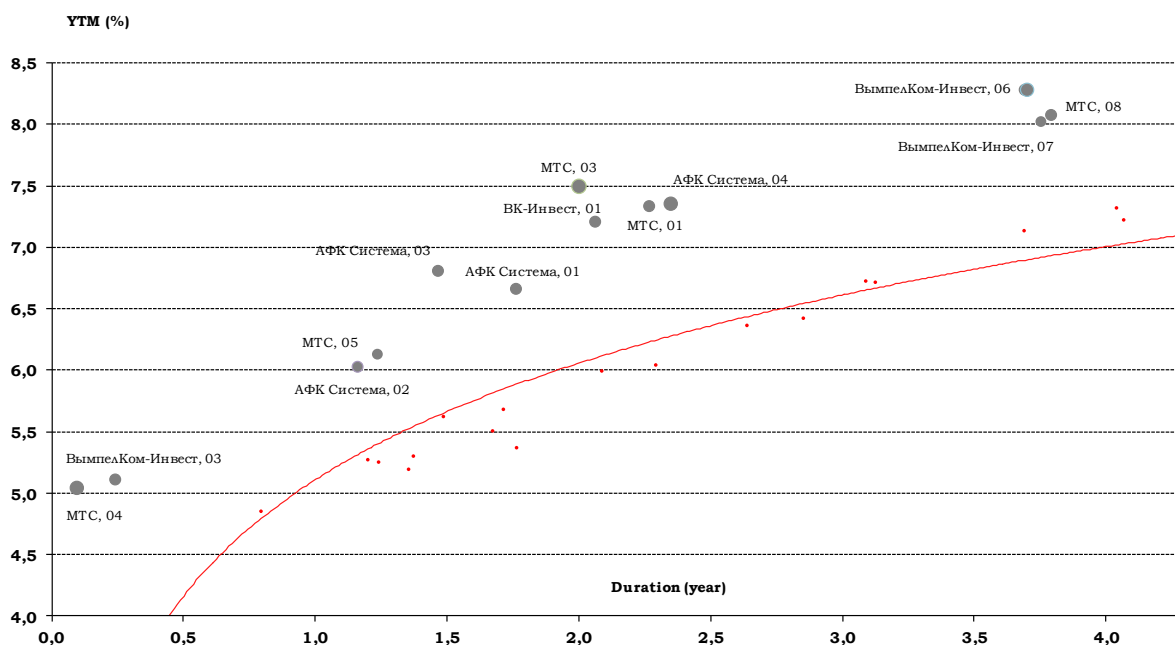
Рынок еврооблигаций телекоммуникационного сектора на 21 апреля 2011 года



Рублевый рынок телекоммуникационных компаний

Исходя из текущей ситуации на внутреннем долговом рынке, интересных идей в облигациях компаний МТС и ВымпелКома мы не видим. Бумаги оценены справедливо относительно своих кредитных метрик и рейтингов. Единственно потенциал роста есть в 3-м выпуске МТС, который имеет спрэд к собственной кривой в 30 б.п. Учитывая завершение сделки по покупке WIND Telecom и понижение рейтинга от Moody's и S&P, мы прогнозируем расширение спреда между бумагами МТС и ВымпелКома в среднесрочной перспективе.

Рынок рублевых облигаций телекоммуникационного сектора на 21 апреля 2011 года



Приложение

Сводные показатели Вымпелкома в 2008-2010 годах

| Показатели | 2008 | 2009 | 2010 | Изм., 2010/2009 % |
|------------------------------------|------------|------------|------------|-------------------|
| Выручка | 10 116 932 | 8 702 902 | 10 512 800 | 20,8% |
| Активы | 15 725 153 | 14 732 541 | 19 927 895 | 35,3% |
| Финансовый долг | 8 442 926 | 7 353 047 | 5 661 305 | -23,0% |
| Чистый долг | 7 528 243 | 5 906 098 | 4 776 180 | -19,1% |
| OIBDA | 4 861 000 | 4 272 500 | 4 932 300 | 15,4% |
| ARPU, руб/человека | 361,4 | 319,6 | 328,2 | 2,7% |
| MOU, мин/человека | 219,1 | 211,4 | 218,5 | 3,4% |
| Абоненты, млн. челоек | 61,0 | 64,6 | 92,7 | 43,5% |
| Коэффициенты | | | | |
| Долг/активы | 0,54 | 0,50 | 0,28 | -0,22 б.п. |
| Краткосрочный долг/совокупный долг | 0,23 | 0,25 | 0,21 | -0,04 б.п. |
| Коэффициент текущей ликвидности | 0,45 | 0,63 | 0,50 | -0,13 б.п. |
| Финансовый долг/OIBDA | 1,74 | 1,72 | 1,15 | -0,57 б.п. |
| Чистый долг/OIBDA | 1,55 | 1,38 | 0,97 | -0,41 б.п. |
| Рентабельность по OIBDA | 48,0% | 49,1% | 46,9% | -0,02 п.п. |

Сводные показатели в МТС 2008-2010 годах

| Показатели | 2008 | 2009 | 2010 | Изм., 2010/2009 % |
|------------------------------------|------------|------------|------------|-------------------|
| Выручка | 11 900 934 | 9 867 253 | 11 293 236 | 14,5% |
| Активы | 14 717 179 | 15 764 489 | 14 478 042 | -8,2% |
| Финансовый долг | 5 368 275 | 8 349 323 | 7 149 739 | -14,4% |
| Чистый долг | 4 246 606 | 5 820 313 | 6 222 045 | 6,9% |
| OIBDA | 5 848 000 | 4 486 500 | 4 872 900 | 8,6% |
| ARPU, руб/человека | 260,8 | 247,5 | 252,8 | 2,1% |
| MOU, мин/человека | 208,0 | 213,0 | 234,0 | 9,9% |
| Абоненты, млн. челоек | 95,7 | 102,4 | 108,1 | 5,6% |
| Коэффициенты | | | | |
| Долг/активы | 0,36 | 0,53 | 0,49 | -0,04 б.п. |
| Краткосрочный долг/совокупный долг | 0,32 | 0,24 | 0,11 | -0,14 б.п. |
| Коэффициент текущей ликвидности | 0,52 | 0,84 | 0,75 | -0,08 б.п. |
| Финансовый долг/OIBDA | 0,92 | 1,86 | 1,47 | -0,39 б.п. |
| Чистый долг/OIBDA | 0,73 | 1,30 | 1,28 | -0,02 б.п. |
| Рентабельность по OIBDA | 49,1% | 45,5% | 43,1% | -0,02 п.п. |



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

| | |
|------------------------------|-------------------------|
| Лаухин Игорь Владимирович | Тел. +7 (495) 781 73 00 |
| Лосев Алексей Сергеевич | Тел. +7 (495) 781 73 03 |
| Козлов Алексей Александрович | Тел. +7 (495) 781 73 06 |
| Хомяков Илья Маркович | Тел. +7 (495) 781 73 05 |
| Куц Алексей Михайлович | Тел. +7 (495) 781 73 01 |

Аналитический департамент

| | |
|-----------------------------------|-------------------------|
| Письменный Станислав Владимирович | Тел. +7 (495) 781 02 02 |
| Василиади Павел Анатольевич | Тел. +7 (495) 781 72 97 |
| Назаров Дмитрий Сергеевич | Тел. +7 (495) 781 02 02 |

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

