Дмитрий ТУРМЫШЕВ,
кредитный аналитик НБ «Траст»

Телекоммуникационная отрасль долгое время считалась одной из самых стабильных на российском рынке облигаций. Это было связано не только со схожестью кредитных историй двух операторов «большой тройки», чьи бумаги обращались на внутреннем рынке, но и с небольшим разнообразием эмитентов, число которых после объявления об объединении всех межрегиональных компаний на базе «Ростелекома» сократилось. Однако оставшиеся на долговом рынке «ВымпелКом» и МТС регулярно дают инвесторам повод для более детального анализа их кредитных рисков. Оживило рынки и недавнее размещение рублевых облигаций Tele2 Russia — де-факто четвертого по размеру абонентской базы оператора сотовой связи в России.

Связующее звено

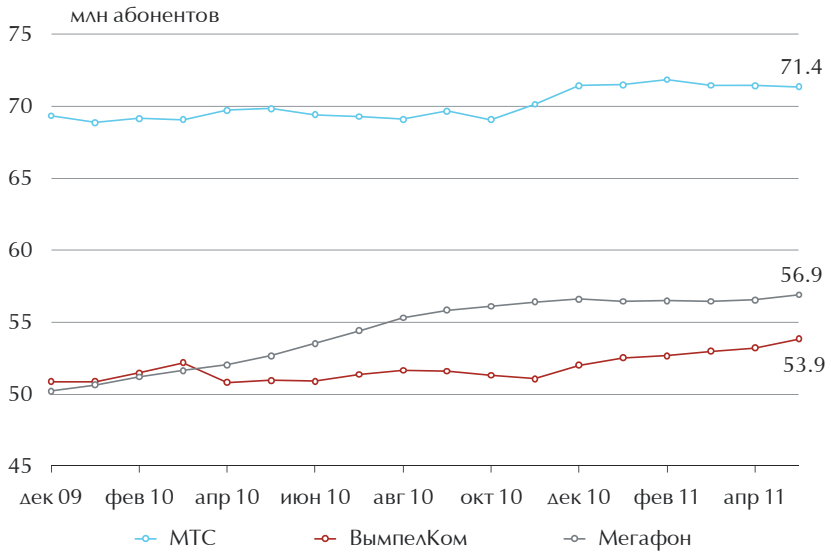
ТЕНДЕНЦИИ В ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ ОТРАСЛИ

Российский рынок сотовой связи уже долгое время является насыщенным: по данным агентства AC&M Consulting, уровень проникновения сотовой связи составил на конец мая 2011 года более 150%, в Москве этот показатель еще больше — около 200%. Конкурентная борьба между операторами «большой тройки» не затихает, а в 2010 году она получила новый импульс: в апреле «Мегафон» обогнал «ВымпелКом» по количеству абонентов, чем и подтолкнул последнего к более активным маркетинговым действиям на российском рынке. В результате конец 2010 года для всех операторов сотовой связи был связан с существенным увеличением затрат на маркетинг и прямые продажи контрактов и, как следствие со снижением рентабельности.

Показатель оттока абонентов можно считать хорошим индикатором для лояльности пользователей сотовых услуг тому или иному оператору: чем меньше отток, тем выше лояльность клиентов. За последний год прекрасно просматриваются очевидные успехи Теле2 и Мегафона на этом фронте.

Многими рыночными игроками отмечается, что демонстрировать двузначные темпы роста операторам сотовой связи в ближайшие годы будет сложно: рынок уже насыщен, конкуренция будет лишь усиливаться, а традиционные голосовые услуги сотовых операторов более не могут выступать драйверами роста операционных показателей. С другой стороны, компании отмечают существенный рост выручки от дополнительных услуг (VAS), причем именно услуги по передаче данных приобретают все большее значение как для операторов, так и для самих пользователей. Здесь есть ряд подводных камней: для увеличения доходов от этих сервисов необходимо активно инвестировать в инфраструктуру (оптоволоконные сети и расширение зоны покрытия 3G). Поэтому в выигрыше оказались именно те операторы, которые

Рисунок 1
Динамика абонентской базы в России



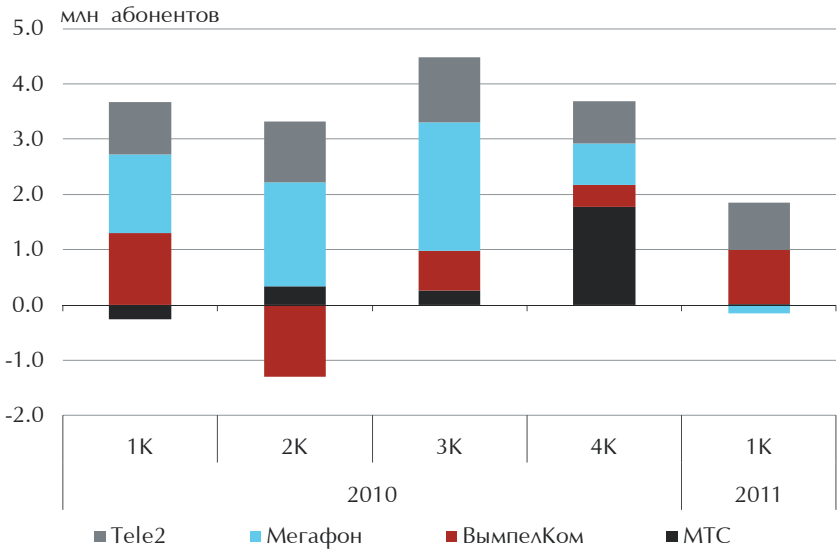
Источник: AC&M Consulting

осуществили эти вложения раньше остальных. Неудивительно, что именно «Мегафон» демонстрирует наилучшую динамику выручки от услуг мобильного доступа в интернет, так как его покрытие сети 3G значительно превосходит (по количеству вышек) ближайших конкурентов.

Важной тенденцией среди операторов сотовой связи стала также экспансия в фиксированный сегмент: МТС купила контрольную долю в «Комстаре», «ВымпелКом» — в «Голден Телекоме», «Мегафон» оказался последним в этом списке, лишь в середине прошлого года завершив присоединение «Синтерры». На данный момент фиксированный сегмент дает около 10–12% в выручке у всех операторов «большой тройки», не давая кому-то существенного преимущества. С увеличением трафика мобильного интернета необходимость расширения магистральных и местных сетей будет только возрастать, именно здесь инфраструктура операторов фиксированной связи может оказаться полезной. Пока явных преимуществ такая стратегия не дает, однако в среднесрочной перспективе подобный симбиоз выглядит более устойчивым с операционной и финансовой точки зрения по сравнению с моделью бизнеса, основанной только на услугах сотовой связи.

В последнее время на рынке активно обсуждается вопрос о возможности внедрения нового стандарта сотовой связи — LTE. Основным препятствием на пути его внедрения является отсутствие свободных широких полос частот. Для решения этой проблемы был создан консорциум операторов, в который вошли МТС, «ВымпелКом», «Мегафон» и «Ростелеком». Эти компании должны совместными усилиями определить потенциальные пути внедрения стандарта LTE, оценить необходимые затраты на расчистку частот, а также определить механизмы их распределения. На данный момент их предварительное заключение по LTE подразумевает возможность работы лишь четырех операторов, и, по всей видимости, этими операторами станут именно участники консорциума. Если не будут приняты иные принципы внедрения 4G, например принцип технологической нейтральности, за который активно выступает Tele2 Russia, альтернативные операторы окажутся за бортом процесса распределения частот и их выход на рынок связи стандарта LTE будет серьезно ограничен или даже вовсе блокирован.

Ниже мы акцентируем внимание на отдельных чертах кредитных профилей операторов сотовой связи, чьи долговые инструменты присутствуют на российском рынке.



Источник: AC&M Consulting

Рисунок 2

Чистые подключения у операторов сотовой связи

МТС

Кредитные метрики МТС не вызывают никаких беспокойств: долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA не превышает 1.0x. Компания придерживается консервативной долговой политики, концентрируясь на рублевых займах, которые при условии хеджирования валютного риска оказываются дешевле в обслуживании. В отрыве от материнской АФК «Система» компания вполне могла бы претендовать на рейтинги инвестиционной категории, так как сейчас именно рейтинг «Системы» (Ba3/BB/BB-) формально не дает агентствам повысить рейтинг МТС до уровня BBB-.

Кредитная история МТС обошлась без значительных потрясений, связанных с крупными приобретениями. Компания преимущественно развивалась органически, быстро увеличивая число регионов присутствия в России. Показательным в этом процессе стал отказ МТС от участия в аукционе по приватизации украинского оператора фиксированной и мобильной связи «Укртелеком». Менеджмент МТС не единожды заявлял, что крупные приобретения не входят в ближайшие планы компании. Этой стратегии будет способствовать и преобразование мажоритарного акционера МТС, АФК «Система», в инвестиционный фонд. Менеджмент «Системы» уже отошел от оперативного управления телекоммуникационной компанией, поэтому МТС имеет существенно больше свободы в выборе стратегии дальнейшего развития, и это поможет ей удержаться от крупных приобретений в отрасли.

С другой стороны, МТС является для АФК одним из зрелых бизнесов, который должен генерировать стабильно большой денежный поток. Следовательно, объем денежных средств, направляемых на диви-

«СОТОВЫЙ РЫНОК УЖЕ НАСЫЩЕН, КОНКУРЕНЦИЯ БУДЕТ ЛИШЬ УСИЛИВАТЬСЯ, А ТРАДИЦИОННЫЕ ГОЛОСОВЫЕ УСЛУГИ СОТОВЫХ ОПЕРАТОРОВ БОЛЕЕ НЕ МОГУТ ВЫСТУПАТЬ ДРАЙВЕРАМИ РОСТА ОПЕРАЦИОННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ»

денды, будет как минимум сохраняться на высоком уровне, а с учетом желания «Системы» открыть новое направление бизнеса финансовые аппетиты материнской компании МТС будут только возрастать, то есть МТС наряду с «Башнефтью» будет выступать одной из двух дойных коров.

«ВЫМПЕЛКОМ»

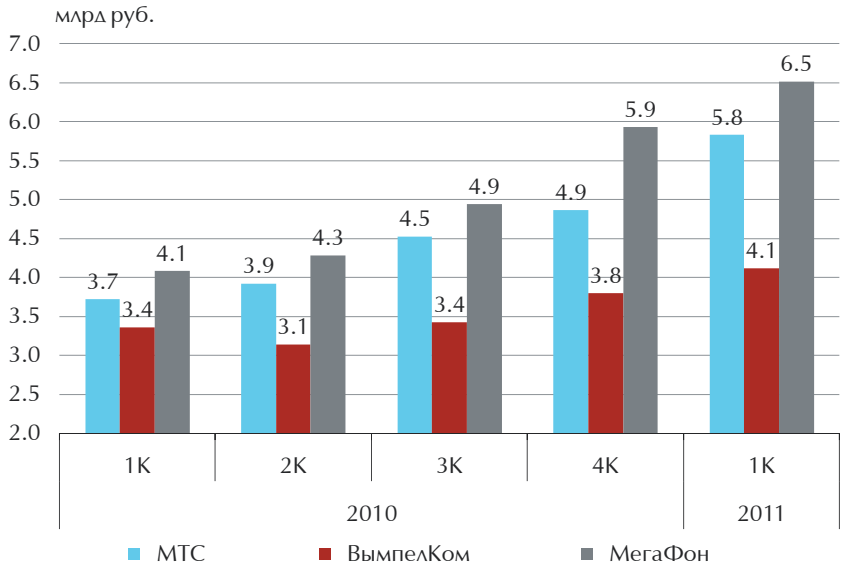
«ВымпелКом» выбрал иную стратегию развития, сконцентрировавшись на крупных приобретениях как в России, так и за границей. Последняя сделка его материнской компании VimpelCom Ltd. с Wind Telecom внесла существенные изменения в кредитный профиль самого «ВымпелКома». Во-первых, российский сегмент бизнеса теперь будет приносить всего около 30% консолидированной выручки VimpelCom Ltd. Во-вторых, приобретенные активы находятся на развивающихся рынках, где политические риски остаются высокими. В-третьих, консолидированный долг VimpelCom Ltd. вырос в четыре раза, что неизбежно увеличит стоимость новых заимствований для компании. Не стоит также забывать и о том, что у «ВымпелКома» в России все еще сохраняются проблемы на операционном уровне: компания уступила «Мегафону» второе место по выручке от услуг мобильной связи, демонстрирует более медленный рост по сравнению с конкурентами, а также стратегически проигрывает в сегменте мобильной передачи данных.

Вместе с этими очевидными проблемами «ВымпелКому» грозит новый виток корпоративного конфликта между Telenor и Altimo, причем в этот конфликт теперь будет вмешиваться еще и третья сила в лице структур Нагиба Савириса, которые контролируют уже около 30% голосующих акций VimpelCom Ltd. Таким образом, предсказуемость бизнеса «ВымпелКома» существенно снизилась, что вместе с увеличившейся долговой нагрузкой не позволяет нам ставить кредитный риск «ВымпелКома» на один уровень с МТС. Эта простая мысль подтверждается и действиями рейтинговых агентств, понизивших рейтинги «ВымпелКома» на одну ступень.

«ПО-ПРЕЖНЕМУ СОХРАНЯЕТСЯ ИНТРИГА ВОКРУГ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО ВЫХОДА «МЕГАФОНА» НА РЫНОК ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА. ВПОЛНЕ ВЕРОЯТНО, ЧТО ОН ВЕРНЕТСЯ К ИДЕЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ПОСЛЕ УРЕГУЛИРОВАНИЯ АКЦИОНЕРНОГО КОНФЛИКТА»

Рисунок 3

Динамика выручки операторов «большой тройки» от услуг по передаче данных



Источники: AC&M Consulting, НБ «Траст»

ТЕЛЕ2

Выход Теле2 на российский рынок облигаций разбавил скромное разнообразие эмитентов телекоммуникационного сектора. С финансовой точки зрения позиции Теле2 выглядят крепко: даже при формальном уровне долговой нагрузки в терминах Долг/EBITDA около 2.0x фактически большая часть долга представлена внутригрупповыми займами от шведской материнской компании.

В операционном плане Теле2 стоит явным особняком от операторов «большой тройки». Компания придерживается модели дискаунтера, которая дает меньшую рентабельность по EBITDA, однако позволяет существенно снизить отток абонентов к конкурентам. Теле2 не инвестирует в тяжелую инфраструктуру, то есть в магистральные сети, и ограничивается предоставлением услуг только по стандарту 2G или EDGE, в то время как остальные операторы наращивают площадь покрытия 3G. Компания надеется перескочить через этот этап и начать сразу развивать стандарт LTE. Однако тот факт, что Теле2 не попала в консорциум по разработке этого стандарта, может оказаться фатальным для такой стратегии, в особенности если нынешнее предложение консорциума останется без изменений.

Мы не склонны сгущать краски по поводу потенциальных проблем Теле2 с внедрением сетей 4G. Даже в случае принятия условий консорциума в нынешнем виде в ближайшие 4–6 лет ждать ослабления позиций Теле2 из-за отсутствия сетей LTE не приходится. Кроме того, операторам «большой тройки» еще предстоит использовать потенциал технологии 3G, а также провести дорогостоящую расчистку частот, что может отодвинуть внедрение нового стандарта на еще более поздний срок.

РЕЗЮМЕ

Хотя телекоммуникационные компании на российском рынке облигаций представлены малым количеством эмитентов, необходимость инвестиций в инфраструктуру и развитие новых стандартов неизбежно потребует от всех компаний привлечения нового долга. Поэтому общий объем предложения от компаний отрасли, вероятно, не будет снижаться, а очевидная разница

в кредитном качестве позволит инвесторам выбирать оптимальное для себя предложение по соотношению риск/доходность. Текущий рыночный расклад, с нашей точки зрения, следующий:

• МТС остается наиболее надежным заемщиком среди компаний сотовой связи в России, предложение новых облигаций от компании будет преимущественно рублевым. Локальная кривая МТС — де-факто ориентир для всех остальных бумаг отрасли. Мы ожидаем повышения рейтинга МТС до инвестиционной категории к началу 2012 года и незначительного сужения спредов к первому эшелону.

• Рублевые облигации «ВымпелКома» на данный момент необоснованно торгуются почти на одном и том же уровне, что и бонды МТС. На рынке еврооблигаций разница в их кредитном качестве выражается в спреде в размере около 60 б.п., что является справедливым.

• Облигации Теле2 должны торговаться с символической премией к рублевым инструментам «ВымпелКома». Уже в начале осени инвесторам будут предложены новые выпуски рублевых бондов, и мы ожидаем столь же успешного размещения, как при дебюте.

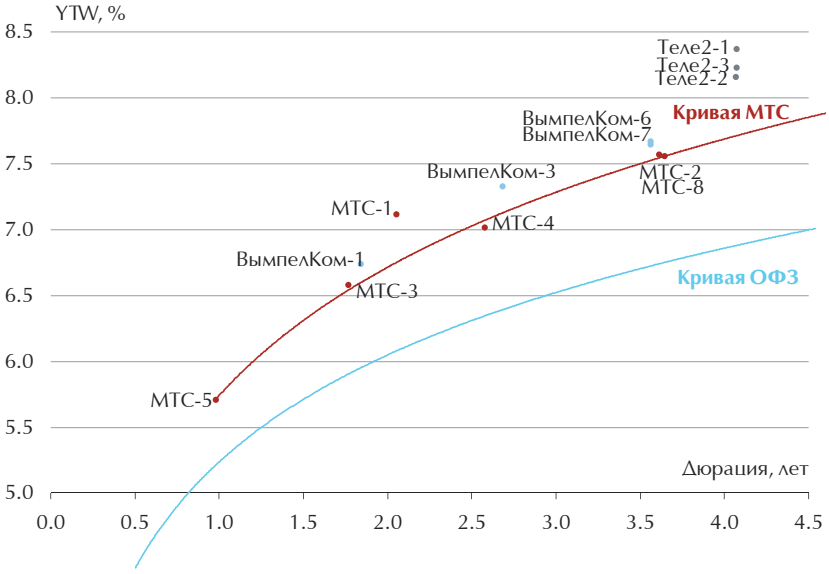


Рисунок 4

Доходности рублевых облигаций компаний телекоммуникационной отрасли (данные на 02.08.2011 г.)

• По-прежнему сохраняется интрига вокруг потенциального выхода «Мегафона» на рынок публичного долга. На данный момент объем денежных средств компании достаточен, чтобы финансировать обширную инвестпрограмму и приобретать компании среднего размера. Вполне вероятно, что «Мегафон» вернется к идее еврооблигаций после урегулирования акционерного конфликта.

9-й ежегодный
РОССИЙСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС
8–9 декабря 2011 года, Санкт-Петербург

FIXED INCOME CONFERENCE CBONDS RUSSIA & CIS 2011
2-я ежегодная конференция
CBONDS RUSSIA & CIS FIXED INCOME CONFERENCE
15–16 сентября 2011 года, Лондон

6-й ежегодный
РОССИЙСКИЙ ВЕКСЕЛЬНЫЙ КОНГРЕСС
23 сентября 2011 года, Уфа

СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ LOANS 2011
2-я ежегодная конференция
СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ
29 сентября 2011 года, Москва

3-й ежегодный
РОССИЙСКИЙ КОНГРЕСС PRIVATE EQUITY
27 октября 2011 года, Москва

2-й ежегодный
РОССИЙСКИЙ M&A КОНГРЕСС
24 ноября 2011 года, Москва

2-я ежегодная конференция
УКРАИНСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК
1–2 декабря 2011 года, Львов

Cbonds congress
www.cbonds-congress.com

на правах рекламы