Сергей ЛИБИН,
старший аналитик
по телекоммуникационному
сектору, Райффайзенбанк

Денис ПОРЫВАЙ,
старший аналитик
по долговым рынкам,
Райффайзенбанк

Люди говорят

Одним из аргументов в пользу безопасного характера облигаций телекоммуникационного сектора традиционно является постулат «люди говорят». Имеется в виду, что денежные потоки мобильных операторов привязаны к одной из базовых человеческих потребностей — общению — и поэтому слабо зависят от внешних шоков. Но за кажущимся спокойствием разворачивается настоящая битва игроков рынка с чуть ли не ежедневно появляющимися «убийцами» голосовой связи и SMS, такими как Skype или WhatsApp, с регуляторами, одновременно ратующими за высокое качество и низкую стоимость связи, и друг с другом за право быть первым.

Упомянутая мантра «люди говорят» отчасти является порождением кризиса 2008 года, показавшего, что снижение темпов роста, рентабельности и повышение долговой нагрузки не были критичными. С тех пор отрасль заметно консолидировалась, и множество операторов фиксированной проводной связи, интернет-провайдеров, сотовых операторов, операторов мобильного ШПД и сетей розничных продаж мобильных телефонов объединились, став крупными универсальными игроками. Последний этап консолидации можно наблюдать в режиме реального времени: происходит объединение «Tele2 Россия» и сотовых активов «Ростелекома», которые в течение нескольких лет планируют если не стать лидером рынка, то занять значительную его долю. С учетом наличия частот, пригодных для строительства сетей высокоскоростного мобильного Интернета (LTE), риск для «большой тройки» вполне осязаем.

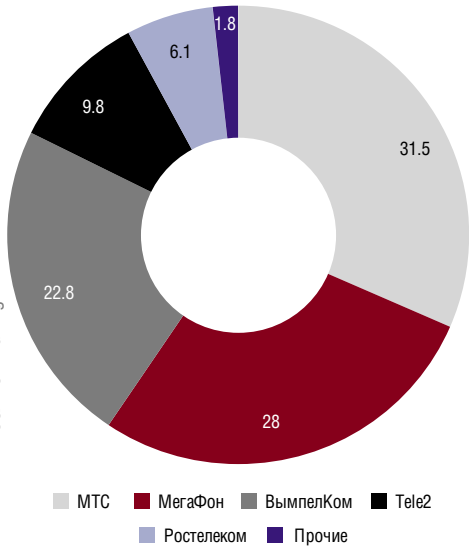
НИЧТО НЕ МЕШАЕТ ПЛАТИТЬ ДИВИДЕНДЫ

Консолидация отрасли происходила на фоне насыщения рынка: за последние пять лет проникновение сотовой связи выросло со 140% до 170%, проводного ШПД — с 20% до 45%, а темпы роста выручки замедлились с двузначных значений практически до нуля. В то же время рентабельность по EBITDA снижалась вследствие замедления роста выручки ниже уровня инфляции и консолидации менее маржинальных видов бизнеса, таких как фиксированный ШПД и сотовая розница. В результате рентабельность по EBITDA в секторе снизилась с 45% до 40%.

Несмотря на снижение темпов роста и рентабельности, инвестиционная нагрузка практически не изменилась и составила около 20% от выручки. Более того, на 2014 год операторы «большой тройки» прогнозируют рост инвестиций в связи с необходимостью развертывания сетей LTE.

Вследствие невысоких темпов роста и достаточно стабильной нормы свободного

Рисунок 1. Доли российского рынка мобильной связи по абонентам, %



Источник: AC&M Consulting

денежного потока телеком-операторы традиционно выплачивают значительную долю свободных средств в виде дивидендов, что в последние годы стало актуально и для российского рынка. К примеру, политика «МегаФона» и МТС подразумевают выплату 70–75% свободного денежного потока в виде дивидендов. Особняком стоит VimpelCom Ltd., который принял решение не платить дивиденды до тех пор, пока долговая нагрузка Чистый долг/EBITDA не упадет ниже 2.

ПОЛИТИКА НЕВМЕШАТЕЛЬСТВА

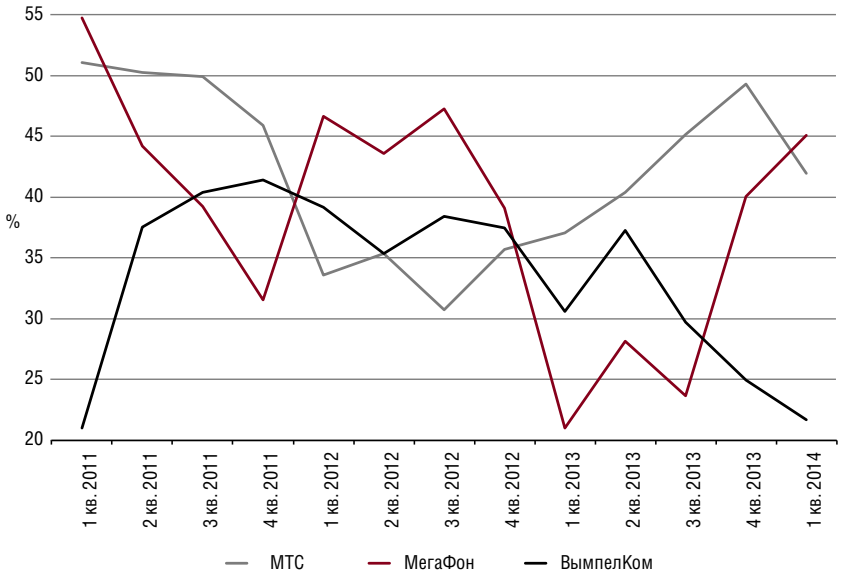
Регулирование отрасли с давних пор выгодно отличало российский телеком от европейских аналогов. В частности, регулирование MTR (ставка межоператорских расчетов), которое в странах ЕС привело к ужесточению конкуренции и снижению выручки операторов, в России отсутствует. Однако в последнее время существует тенденция к некоторому усилению регулирования: к примеру, в конце прошлого года был введен принцип переносимости мобильных номеров (MNP), позволяющий абоненту сменить оператора с сохранением номера. Несмотря на достаточно громкий медийный эффект, услуга пока явно не представляет угрозы для сотовых операторов, поскольку за полгода ей воспользовалось всего полмиллиона абонентов, или чуть более 0.2% от общего числа зарегистрированных SIM-карт, однако есть вероятность, что с появлением четвертого федерального игрока в лице СП Tele2 и «Ростелекома» переток абонентов, а вместе с ним и расходы операторов на удержание и привлечение пользователей могут увеличиться.

РОСТ НА СКОРОСТЯХ 4G

Ввиду замедления роста или даже падения выручки в традиционных сегментах, таких как фиксированный голос, дальняя связь, сотовый голос и SMS, операторы делают ставку на передачу данных, в первую очередь сотовую, которая сейчас активно растет. Рост доли мобильного Интернета в выручке также положительно влияет на рентабельность, поскольку в мобильном ШПД отсутствуют затраты на расчеты между операторами, что делает маржинальность в сегменте мобильного Интернета выше, чем в сегменте голосовых услуг. Лидером здесь является «МегаФон», который после покупки «Скартела» упрочил свое положение на рынке, оторвавшись от конкурентов, в первую очередь от МТС. Приобретение «Скартела» позволило «МегаФону» расширить портфель частот: ширина полосы в «верхнем» диапазоне LTE 2.5–2.7 ГГц, наиболее удобном для развертывания сетей LTE в городах, превышает ширину полосы конкурентов в 4 раза. Благодаря этому «МегаФон» первым в мире запустил сеть стандарта LTE-Advanced, позволившую достичь скорости беспроводной передачи данных в 300 Мб/с. При этом, несмотря на впечатляющие результаты, стоит отметить, что опережающий рост мобильного интернет-трафика по сравнению с доходами вызывает опасения инвесторов по

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО EBITDA В СЕКТОРЕ ТЕЛЕКОМОВ СНИЗИЛАСЬ С 45% ДО 40%

Рисунок 2
Темпы роста выручки от мобильной передачи данных, %



Источники: данные компаний, расчеты Райффайзенбанка

МАРТОВСКИЕ РАСПРОДАЖИ НА РЫНКЕ РОССИЙСКИХ ЕВРОБОНДОВ НА ОПАСЕНИЯХ САНКЦИЙ В МЕНЬШЕЙ СТЕПЕНИ ЗАТРОНУЛИ ОБЛИГАЦИИ ТЕЛЕКОМОВ

всему миру, поскольку дополнительных доходов от растущего трафика может быть недостаточно, чтобы компенсировать затраты на повышение мощности инфраструктуры. Наибольший риск для российского рынка мобильного Интернета, на наш взгляд, — это возможный агрессивный выход СП Tele2 и «Ростелекома» на рынок мобильной передачи данных по модели дискаунтера, которую Tele2 успешно применял в голосовой связи в течение нескольких лет.

БУДУЩЕЕ СКВОЗЬ ПРИЗМУ GOOGLE GLASS

Среди других возможностей для операторов стоит выделить смежные отрасли, к примеру, мобильные финансы, онлайн-контент, мобильные приложения, OTT-сервисы (типа WhatsApp), сервисы M2M (machine-to-machine) и другие инновационные направления. Вообще конвергенция телекома, Интернета и медиа — это глобальная тенденция: достаточно вспомнить Google, который, будучи интернет-компанией, является и производителем мобильных телефонов, и оператором операционной системы Android, и крупнейшим игроком на рынке онлайн-рекламы. Также стоит упомянуть недавнюю знаковую сделку на стыке телекома и Интернета, в ходе которой Facebook приобрел сервис моментальных сообщений WhatsApp, по оценке, в $19 млрд. Поскольку сервисы вроде Skype, Viber и прочих позволяют не только отправлять сообщения, но и звонить по интернет-протоколу, их можно считать полноценными конкурентами традиционным телеком-операторам. Одним из главных вызовов телеком-индустрии стал вопрос, смогут ли телекомы не стать бестолковой «трубой» — инфраструктурой для прокачки экзабайтов, — а на равных вписаться в новую экосистему? Здесь лидером, пожалуй, является МТС, которой принадлежит блокпакет в МТС Банке и с недавних пор 10% онлайн-ритейлера OZON.ru (еще 10% принадлежит материнской АФК «Система»). Благодаря присутствию в этих отраслях, помимо возможных будущих выгод, МТС успешно наращивает проникновение смартфонов в своей абонентской базе, что позволило обогнать «МегаФон» в сегменте мобильной передачи данных в третьем квартале 2013 года, до покупки последним «Скартела».

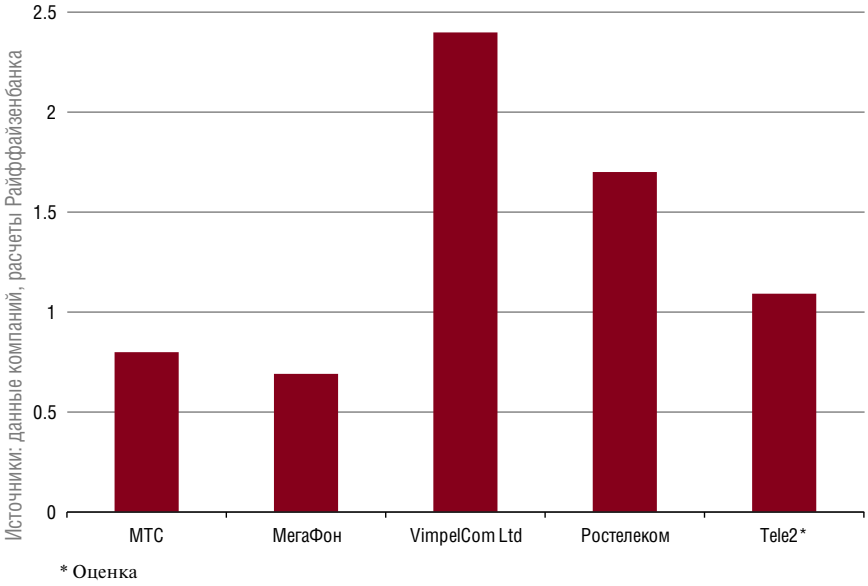
ДОЛГ НЕ ПРОБЛЕМА

Если смотреть в будущее не только с точки зрения развития телекоммуникаций, но и долгового рынка, мы не ожидаем тектонических сдвигов в долговом профиле отрасли, несмотря на происходящие изменения. Мы допускаем, что рентабельность свободного денежного потока может снижаться из-за инфляции издержек и все еще значительных инвестиций, по крайней мере, в ближайшее время, однако она останется на высоком уровне, и телеком-операторы (в первую очередь «МегаФон» и МТС) смогут сохранить низкую долговую нагрузку. В то же время долговая нагрузка VimpelCom Ltd., которая сейчас находится на высоком уровне из-за поглощения международных активов (Global Telecom Holding, Wind), и «Ростелекома», долг которого вырос в результате нескольких выкупов акций, связанных с реорганизацией, должна снижаться в сторону отраслевых стандартов (в России за эталон можно взять «МегаФон» и МТС, долговая нагрузка которых по показателю Чистый долг/EBITDA находится в пределах 1, а среднее значение этого показателя в странах Западной Европы достигает отметки 1.7).

ТЕЛЕКОМЫ НЕ ЛУЧШЕ НЕФТЕГАЗОВЫХ ЭМИТЕНТОВ

Мартовские распродажи на рынке российских евробондов на опасениях санкций в меньшей степени затрону-

Рисунок 3
Долговая нагрузка сотовых операторов (чистый долг/EBITDA)



* Оценка

ли бонды телекомов, что обусловлено ориентированностью их бизнеса на внутренние рынки. От внешнего рынка зависит в основном реализация капитальных вложений (импортируется телекоммуникационное оборудование и комплектующие), которая не является критичной для операционной деятельности в краткосрочной перспективе. В результате на пике распродаж бонды МТС торговались без премии к кривой «Газпрома»/«Роснефти» (тогда как среднее значение спреда изменяется в диапазоне 55–65 б.п.). Спад опасений введения санкций против России привел к возвращению большинства спредов к своим нормальным уровням. Тем не менее некоторые неэффективности все еще сохраняются: так, выпуски «Газпром, 2021» (LPN25), «Роснефть, 2022» (LPN) торгуются с минимальным дисконтом к бумагам «МТС, 2020» (LPN), «МТС, 2023» (LPN) и поэтому являются лучшей альтернативой. На локальном рынке выпуски телекомов неликвидны, интерес может представлять лишь евробонд «ВымпелКом, 2018» (LPN), RUB, который котируется с YTM 10.45%, однако эти бумаги не включены в список РЕПО ЦБ, что существенно снижает их привлекательность для покупки.

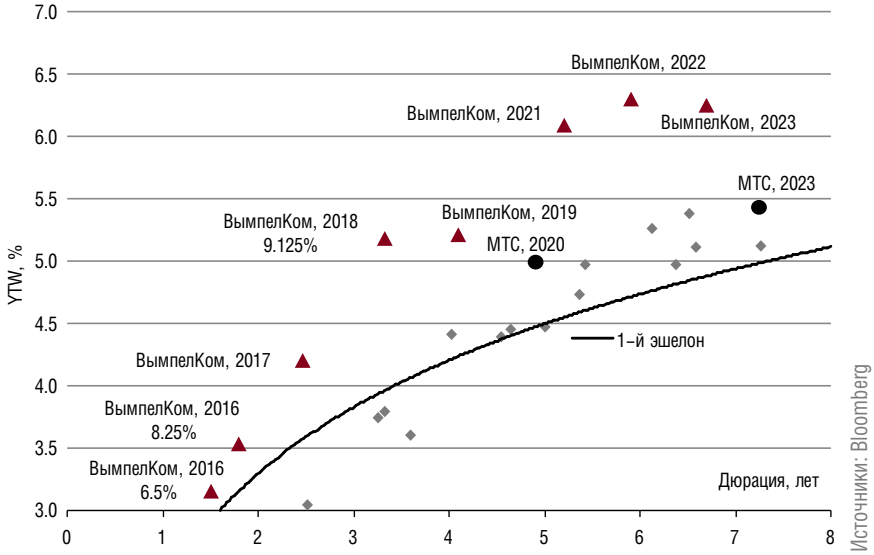


Рисунок 4
Кривая доходностей еврооблигаций телекомов на 24.06.2014 г.

ДЕНЕЖНЫЙ И ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК • 2014

12 сентября 2014, Казань

Организатор:

При поддержке:

Генеральный спонсор:

Межбанковская конференция является крупнейшим мероприятием в России, объединяющим представителей денежного и вексельного рынка. Конференция сопровождается насыщенной неформальной программой, место проведения в 2014 году будет способствовать созданию теплой и дружественной атмосферы обсуждения перспектив развития вексельного и денежного рынков.

Программа, спонсорство:
Екатерина Гриценко
kate@cbonds.info,
+7 (812) 336-97-21 *223

Участие: Елена Мокрицкая
elena@cbonds.info,
+7 (812) 336-97-21 *104

www.cbonds–congress.com