Александр ГРЯЗНОВ,
директор направления
«Корпоративные рейтинги»,
Standard & Poor's

Запас прочности

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО РОССИЙСКИХ ТЕЛЕКОМОВ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО СПАДА

Замедление темпов роста российской экономики, геополитическая напряженность в отношениях между Россией и Украиной и отток капитала негативно сказываются на показателях многих, в том числе достаточно успешно развивающихся секторов. Что происходит с российскими компаниями телекоммуникационной отрасли, демонстрирующими уверенный рост в последние годы? Ожидает ли их спад в ближайшей перспективе? И как это скажется на кредитном качестве операторов?

Даже с учетом замедления темпов роста российской экономики российский рынок телекомов в 2014–2015 годы продолжит медленно расти. Безусловно, более низкие макроэкономические показатели, по нашему мнению, негативно скажутся на потреблении более дорогих услуг. В связи с этим мы не ожидаем существенного роста потребления услуг связи четвертого поколения LTE. В то же время мы видим, что операторы не торопятся сокращать бюджеты капитальных расходов, ожидая восстановления экономического роста в 2015 году. Однако с точки зрения кредитного анализа для нас принципиально важно, что свободный денежный поток компаний остается положительным даже при пиковом уровне капитальных затрат, что обеспечивает телекоммуникационным компаниям более высокую гибкость по сравнению с представителями из других секторов. В сегменте фиксированной связи мы ожидаем замедления темпов роста, однако рынок широкополосного Интернета в регионах еще не исчерпал потенциал роста за счет новых абонентов. Данный факт позволит как федеральным операторам, так и сильным региональным игрокам компенсировать потерю выручки из-за перехода абонентов на более дешевые тарифные планы.

Кредитное качество четырех российских телекоммуникационных операторов (МТС, «МегаФон», «ВымпелКом», «Ростелеком»), по нашему мнению, остается стабильно высоким, что подтверждается достаточно высоким для России уровнем кредитных рейтингов (рисунок 1).

Этому прежде всего способствует весьма стабильный и предсказуемый денежный поток, который генерируют компании телекоммуникационного сектора. Учитывая важную роль потребления телекоммуникационных услуг в современном мире по своей стабильности этот поток сопоставим с денежным потоком инфраструктурных компаний. К тому

же в отличие, например, от российского рынка розничной торговли рынок телекомов уже консолидирован и риски существенного изменения его долей минимальны. Это находит отражение в нашей оценке бизнес-риска «большой тройки» сотовых операторов как «удовлетворительного», что позволяет данным компаниям достигать кредитного рейтинга инвестиционной категории.

Итоговый рейтинг, как правило, зависит от многих факторов, уникальных для каждой компании, но прежде всего от уровня долговой нагрузки. Наивысший кредитный рейтинг среди российских операторов имеет компания «МегаФон» (BBB–), что в первую очередь связано с низким уровнем ее долговой нагрузки. У МТС такой же уровень собственной кредитоспособности, однако итоговый рейтинг (BB+) компании ограничивается наличием мажоритарного контроля в МТС со стороны холдинга АФК «Система», имеющего более низкий рейтинг. Компания «ВымпелКом» при похожем профиле бизнес-рисков имеет рейтинг BB из-за ее более высокой долговой нагрузки, однако мы видим потенциал к улучшению кредитного качества оператора. Недавно прогноз по рейтингу был пересмотрен со «Стабильного» на «Позитивный». Мы полагаем, что успешное разрешение конфликта, связанного с алжирской «дочкой» компании, а также существенное снижение дивидендов могут помочь VimpelCom Ltd. к концу 2015 года снизить долговую нагрузку таким образом, что отношение Скорректированный долг/EBITDA улучшится до уровня ниже 2.5. Что касается «Ростелекома», то в силу более слабого положения компании на российском рынке мобильной связи мы оцениваем ее профиль бизнес-рисков как «Приемлемый», то есть он на одну категорию ниже, чем у «большой тройки». Тем не менее умеренный уровень долга позволяет компании получить достаточно высокий уровень кредитного рейтинга — BB+.

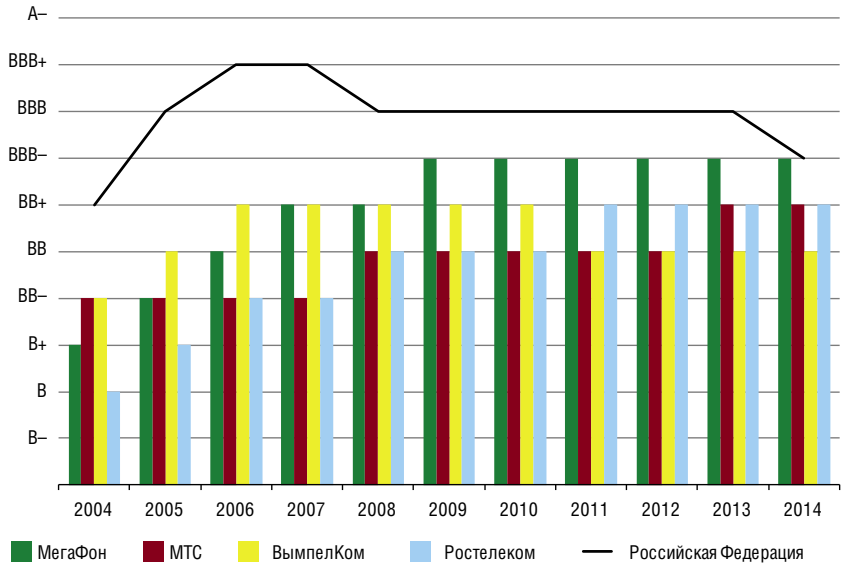
Важным фактором успешности российских телекомов, по нашему мнению, остается в целом благоприятное регулирование отрасли. В отличие от большинства европейских стран мы не видим существенных попыток регулятора снизить цены на услуги для конечных потребителей, в том числе за счет снижения межоператорских тарифов (mobile termination rates). К тому же российский рынок характеризуется более умеренной конкуренцией, чем в большинстве европейских стран, что по-прежнему позволяет сотовым операторам добиваться высоких показателей прибыльности. Маржа по EBITDA для «большой тройки», по нашим прогнозам на 2014-2015 годы, составит не менее 40%.

С нашей точки зрения, консолидация «Ростелекома» и Tele2 вряд ли сможет существенно изменить доминирующее положение «большой тройки» на российском рынке в среднесрочной перспективе, учитывая ограниченное покрытие сети и существенные различия между мобильными активами этих компаний. Создание полноценного конкурента «большой тройке» потребует существенных финансовых вложений в инфраструктуру, программное обеспечение и маркетинг. Кроме того, учитывая зрелость российского рынка мобильной связи, мы видим существенные риски для совместного предприятия даже в долгосрочной перспективе. Внедрение услуги «Сохранение номера при смене оператора» (mobile number portability) также не привело к значительному изменению рыночных долей операторов, вызвав лишь небольшое увеличение оттока абонентов у всех игроков.

Что касается финансовых характеристик, уровень долга российских операторов остается умеренным со средним показателем Долг/EBITDA не более 2. Это выгодно отличает телекомы от компаний многих других секторов, обеспечивая им стабильный доступ к рынкам капиталов. Кроме того, мы ожидаем, что средний показатель Свободный денежный поток/Долг для «большой тройки» в 2014 году составит чуть менее 25%, а в 2015 году — около 30%, что придаст финансовому профилю компаний дополнительную гибкость. Даже

МАРЖА ПО EBITDA ДЛЯ «БОЛЬШОЙ ТРОЙКИ», ПО НАШИМ ПРОГНОЗАМ НА 2014–2015 ГОДЫ, СОСТАВИТ НЕ МЕНЕЕ 40%

Рисунок 1
История кредитных рейтингов S&P российских сотовых операторов



с учетом неопределенности на финансовых рынках для российских эмитентов мы полагаем, что представители телекоммуникационного сектора будут продолжать иметь доступ как к российским, так и к международным рынкам капитала. В отличие от многих других секторов, их практически не затронуло повышение процентных ставок по кредитам в 2014 году.

Стоит отметить, что, как и на большинство компаний, получающих выручку в рублях, на телекомы также оказало влияние ослабление рубля в начале 2014 года, и, к счастью, оно было существенно меньшим по сравнению с 2008 годом, поскольку за последние несколько лет операторы существенно изменили структуру капитала в пользу рублевых заимствований. Это позволило компаниям снизить зависимость от изменения курсов валют, сведя ее главным образом к удорожанию рублевой стоимости капитальных затрат.

Говоря о зарубежной экспансии, мы полагаем, что в нынешней ситуации российские операторы будут менее склонны к зарубежным приобретениям. Это во многом является результатом нестабильной ситуации на финансовых рынках, а также не вполне удачного опыта операторов в некоторых странах СНГ. Дочерние компании МТС и VimpelCom Ltd. являются общеизвестными лидерами украинского рынка мобильной связи. Текущая геополитическая ситуация в Украине незначительно сказывается на бизнесе операторов. Можно лишь отметить некоторое снижение количества абонентов, которое приводит к уменьшению операционной прибыли. Кроме того, операторы столкнулись с техническими сложностями работы в Крыму, например, с невозможностью осуществления платежей в гривнах. В случае сохранения геополитической напряженности в Украине произойдет дальнейшее снижение основных операционных показателей украинских операторов, что станет особенно заметным в третьем квартале 2014 года. Тем не менее мы не ожидаем, что это окажет существенное влияние на кредитное качество российских телекоммуникационных компаний. ©

на правах рекламы

В ГАРМОНИИ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Оперативный доступ к необходимой информации по долговому рынку России, Украины, СНГ, а также другим развивающимся и развитым рынкам

Для оформления платного или пробного доступа к сервисам зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на Cbonds.info