


Конспекты: Сергей Либин, «Телекоммуникационный рынок России»

Конспект выступления аналитика Сергея Юрьевича Либина, «Райффайзен банк», на встрече с журналистами 21 июня 2011 года в Москве. Подготовка конспекта – Алексей Бойко, MForum.ru.



Телекоммуникационный рынок России

Текущая ситуация, перспективы и инвестиционный потенциал

Июнь, 2011

21.06.2011 Взято с сайта www.MForum.ru

Я хотел бы рассказать о текущей ситуации на рынке, его перспективах. Все это будет рассматриваться в разрезе инвестиционного потенциала. Затрону также тему ценных бумаг, представленных на рынке.



РЫНОК СВЯЗИ РФ



Сегмент	Доля (%)
Подписная электросвязь	16.9%
Услуги по передаче данных и интернет-трафик	11.7%
Местная связь (в т.ч. таксофон)	10.9%
Документальная электросвязь	7.4%
МГЛСН, внутрисетевая связь	7.4%
Подписная электросвязь	7.4%
Прочие	4.4%



Сегмент	Изменение (%)
Прочие	-8.2%
МГЛСН, внутрисетевая связь	-4.8%
Местная связь (в т.ч. таксофон)	-1.9%
Подписная электросвязь	1.5%
Услуги по передаче данных и интернет-трафик	2.4%
Подписная электросвязь	2.1%
Документальная электросвязь	7.4%
Всего	1.7%

Объем рынка связи РФ в 2010 г. составил 1.35 млрд. руб.
Наиболее динамично росли сегменты сотовой связи и Интернет-доступа
Эти два сегмента занимают около 55% рынка связи

21.06.2011 Взято с сайта www.MForum.ru

Слайд показывает объем телекоммуникационного рынка России по данным Росстата. Видно, что в 2010 году рынок вырос менее, чем на 2%, при этом наиболее динамичными оказались сектор сотовой связи и сектор интернет-доступа. Эти два сектора занимают более половины всего рынка – 44% сотовая связь, 11% - ШПД. С учетом того, что эти два сегмента являются основными, как по объему, так и по динамике, им и будет уделено основное внимание.



Проникновение сотовой связи в РФ сейчас превышает 150%. Это один из самых высоких показателей в мире. При этом темпы роста абонентской базы за 4 месяца 2011 года снизились и составляют сейчас менее 4%. Тезис о том, что рост абонентской базы больше не будет основным драйвером роста телеком-компаний – уже не требует доказательств в силу очевидной справедливости.

При этом следует отметить, что разговоры о том, что рост абонентской базы прекратился, идут достаточно давно, как минимум, на протяжении нескольких лет. Но при этом рост продолжался и вряд ли остановится в дальнейшем. Из причин можно отметить, во-первых, продолжающийся рост числа устройств, подключенных к сетям сотовой связи в расчете на одного абонента.

Во-первых, за счет USB-модемов, а также за счет планшетов, GPS-навигаторов и прочих устройств, которые пока что не настолько распространены, но проникновение которых будет расти.


Во-вторых, согласно опросам ФОМ, реальное проникновение сотовой связи среди взрослого населения России составило 86%. С одной стороны, можно утверждать, что это достаточно близко к физическому пределу, с другой стороны, конкретную цифру предела назвать сложно, поскольку происходит смена поколений. Принято считать, например, что проникновение сотовой связи в среде пенсионеров не слишком высоко. Но с учетом обновления этой категории «новыми пенсионерами» проникновение сотовой связи

непрерывно увеличивается. Так что возможен и некоторый рост за счет тех людей, которые до сих пор почему-то не являлись абонентами сотовой связи.

Что касается трафика и его монетизации, то на графике вверху справа показано, что сейчас у нас происходит трафика (MoU) на фоне снижения стоимости минуты (ARPM). При этом можно говорить о незначительном росте ARPU. График представляет агрегированные показатели четырех крупнейших операторов (большая тройка + Tele2). Считаю, что снижение ARPM происходит, в первую очередь, за счет высокой конкуренции, а также за счет увеличения доли внутрисетевых звонков, которые по-определению стоят дешевле, поскольку в их себестоимости нет интерконнекта. Думаю, что в случае внесетевых звонков операторы совершенно не заинтересованы в снижении стоимости вызовов ниже уровня интерконнекта. Для большой тройки интерконнект составляет 95 копеек, для других операторов – 1 рубль 10 копеек.

Конкуренция – основной фактор, действующий на рынке сотовой связи России. В свете недавних событий, хотел бы прокомментировать инициативу ФАС, которая предложила сменить порог тарификации с минуты до какого-то количества секунд (еще идет обсуждение). Если эта инициатива будет принята министерством связи, она безусловно окажет негативное влияние на выручку операторов. Насколько я знаю, средняя продолжительность разговора составляет немногим более 1 минуты, поэтому если будет изменена поминутная тарификация на тарификацию, например, с порогом 20 секунд, то средняя стоимость вызова снизится на треть. При этом не следует забывать, что голосовые услуги – это не единственная статья доходов операторов, хотя и значительная (в МТС она составляет около 2/3 доходов). Кроме того, операторы уже заявили, что на эту инициативу будут вынуждены ответить повышением тарифов. Хотя конкуренция достаточно высока, повышение тарифов вполне реально, хотя и займет некоторое время. Кроме того, тому, кто начнет делать это первым, достанется сильнее других, в том числе, может снизиться абонентская база. Впрочем, повышение может быть и менее явным, например, за счет сокращения числа включенных в пакеты минут и т.п. Поэтому если говорить в терминах инвестиционной оценки компаний, я считаю, что изменение порога тарификации может снизить справедливую оценку акций примерно на 5-10% с большим эффектом для МТС, потому что «Вымпелком» сейчас является более географически диверсифицированной компанией.

Конкуренция

-  **Первая Лига**
«Общее число подключений на рынке значительно ниже, чем в прошлом году». А. Дубовиков, МТС, конференц-колл 1К 2011
 -  «Есть понимание, что рынок должен стать более стабильным за счет введения конкурентных ценовых политик, к примеру путем снижения цен или бесплатной раздачи sim-карт». С. Солдатовичев, МегаФон, интервью «Экспертному» в декабре 2010
 -  «Мы ожидаем, что уровень конкуренции на российском рынке останется высоким». А. Мюссамп, ВымпелКом, конференц-колл 1К 2011
 -  **Вторая Лига**
«...Ростелеком, такая позиция как одного из лидеров мобильного рынка в России». Презентация для инвесторов: Стратегия Ростелекома на 2011-2015 – ключевые направления
 -  «Мы побьем ценовые войны. Но это – неправильный путь». Д. Страшнов, президент Tele2 Россия
- Трудно однозначно судить о дальнейшем развитии ситуации. Однако очевидно, что операторы не заинтересованы в постоянно высокой конкуренции. Мы ожидаем, что в ближайшее время она останется на высоком уровне из-за:
- а) стремления «ВымпелКома» отвоевать утраченные позиции
 - б) намерения «Ростелекома» стать значимым игроком на рынке сотовой связи

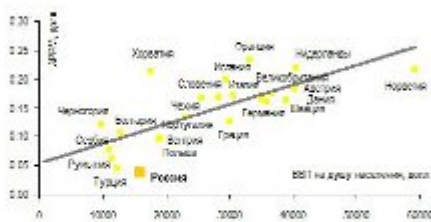
21.06.2011

Ворота сайта www.MForum.ru

На слайде приведено несколько заявлений топ-менеджеров коммуникационных компаний – «большой тройки», «Ростелекома», Tele2. Их заявления посвящены конкуренции и они разнонаправлены. То есть единых мнений нет в этом плане. В частности, МТС, «МегаФон» и Tele2 говорят, что они будут стремиться к снижению конкуренции. «Ростелеком» и «Вымпелком» говорят о том, что конкуренция сильна и они в ней заинтересованы. Причины понятны. «Вымпелком» хотел бы отыграть позиции на российском рынке, которые уступил «МегаФону» в 2010 году. «Ростелеком» хотел бы стать значимым игроком на телеком рынке России в сегменте сотовой связи, пусть и не в голосовом. Но и для того, чтобы стать значимым игроком в сегменте беспроводного ШПД, требуются значительные инвестиции. Думаю, что «Вымпелком» и «Ростелеком», по крайней мере, в ближайшее время, будут оказывать влияние на конкурентную ситуацию, что сохранит конкуренцию на достаточно высоком уровне. В долгосрочной перспективе ни один из крупных операторов не заинтересован в постоянно высоком уровне конкуренции, так что, возможно, при достижении каких-то ориентиров, можно будет видеть снижение конкуренции.

Если вернуться к предыдущему слайду, там оставался вопрос – есть ли у российского телеком-рынка потенциал роста? Считаю, что потенциал роста есть. Во-первых, за счет увеличения количества SIM-карт на абонента, во-вторых, за счет снижения уровня конкуренции, которое в какой-то момент должно произойти.

Международные сравнения



Доля VAS в структуре выручки,
2010

- Япония ~50%
- Западная Европа ~33%
- Россия ~21%

+ экономический рост

+ относительно мягкое регулирование – MTR, роуминг(?)

21.06.2011

Взято с сайта www.MForum.ru

На графике слева приведены международные сравнения. Показана зависимость ARPM от ВВП на душу населения. Заметно, что Россия значительно выбивается из европейского тренда – это позволяет прогнозировать возможность какого-то сближения в дальнейшем линии тренда и точки России. Россия не обязательно поднимется до линии тренда. Скорее можно ожидать взаимного сближения. Причина для этого – в Европе регулируется MTR (расценки на интерконнект), это вызывает ежегодное снижение тарифов. До 2012 года планируется снизить MTR до 1.5-3 евроцентов. В 2009 году агрегированный показатель MTR составлял около 6 центов. Снижение в 2-4 раза весьма существенное.

Еще одна актуальная тема – доля дополнительных услуг. Сейчас она составляет около 21% от выручки оператора сотовой связи в России, в Западной Европе – порядка 33%, в Японии – до 50%. Учитывая планы развития 3G, то, что во внедрении 3G мы отстаем и, вероятно, будем отставать с внедрением 4G на несколько лет, думаю, что число 21% будет увеличиваться, по моим оценкам, до 35-40% от выручки в 2014-2015 году.

Международным инвесторам, выбирающим между инвестициями в РФ и в другие страны, следует учитывать, что в РФ ожидается экономический рост выше, чем в Европе (около 5% в 2011-2012 годах), тогда как в странах Центральной, Восточной и Южной Европы – от 2% до 4%, в Западной Европе – 2%. В части регулирования в России условия пока что заметно мягче европейских, во-первых, не регулируется интерконнект. В прошлом году проводились круглые столы, посвященные регулированию вообще и MTR, в частности. Я так понимаю, что «за» регулирование высказался только «Скай Линк», остальные операторы явно против. Да и регуляторы не особенно видят необходимость в регулировании – отрасль и так конкурентная, излишнее регулирование может привести к ухудшению качества связи и сокращению количества дополнительных услуг, которые предлагают сотовые операторы.

Что касается роуминга, то в Европе эта тема также регулируется, есть установленный потолок на роуминговые тарифы, которые выставляют друг-другу операторы в пределах ЕС. В итоге операторы «отыгрываются» на своих партнерах в странах третьего мира, не входящих в ЕС, в том числе, и на России. Российские операторы говорят, что их маржа в роуминге достаточно низкая, - я склонен им верить. Понятно, что большую часть прибыли забирает европейский оператор. Поэтому, те разговоры, которые ведутся относительно

снижения роуминговых цен российскими операторами связи могут оказаться мало результативными. Далеко не все европейские операторы готовы снизить роуминговые цены для российских операторов. Вряд ли российские операторы в интересах абонентов откажутся от какого либо участия в доходах от роуминга. В совокупности такой подход позволяет сомневаться в возможности существенного снижения роуминговых цен.

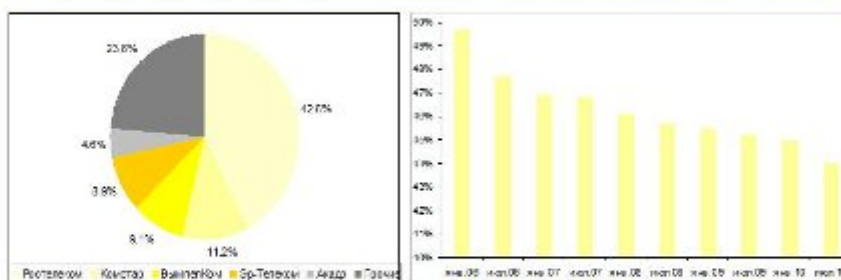
Если кратко резюмировать слайды, посвященные рынку сотовой связи, следует отметить, что потенциал роста в денежном выражении пока что есть. Драйверы – небольшой рост абонентской базы, экономический рост в РФ, увеличение доли дополнительных услуг. Поэтому с инвестиционной точки зрения я бы относил российский сотовый рынок к категории emerging market (развивающийся рынок).



На графике изображен рост проникновения проводного ШПД. Серые столбики – проникновение в странах Евросоюза с 2004 по 2010 годы. Светло-желтые столбики – проникновение ШПД в России с 2008 по 2010 годы (актуальные), с 2011 по 2014 – прогнозные. Линия над столбиками – оценки размера интернет-аудитории по прогнозу ФОМ.

На протяжении 2008-2010 годы тенденция развития российского рынка проводного ШПД вполне напоминает европейскую. С учетом графика интернет-аудитории, можно говорить, что проникновение ШПД догоняет интернет-пользование через год. Считаю, что по крайней мере по абонентской базе есть потенциал роста, как минимум, двукратного. Проникновение в Москве уже превышает европейские показатели. В С.Петербурге и ряде крупных региональных центров оно сопоставимо с европейским. Проникновение в регионах составляет пока что около 24%. Поэтому я думаю, что проводной интернет имеет достаточно серьезный потенциал. В денежном выражении этот потенциал гораздо ниже, поскольку по мере становления услуги массовой, по мере роста числа игроков, естественным образом снижается ARPU. Тем не менее, по сравнению с другими сегментами, можно говорить о росте.

Консолидация сектора



Доля трех крупнейших провайдеров ШПД в странах ЕС – 63-91% (2009)

Доля «существенного» оператора ~44%

Среднесрочный прогноз: «Ростелеком» ~40%, МТС+ «ВымпелКом» ~30%

ЭР-Телеком? Акадо? МегаФон?

21.06.2011

Взято с сайта www.rforum.ru

43% рынка занимает «Ростелеком», два других крупнейших оператора фиксированной связи - «Комстар» 11.2% и «Вымпелком» - 9.1%. Доля четвертого игрока – 8.9% - это «Эр-Телеком». Доля «Ростелекома» сопоставима с долей экс-монополистов в Западной Европы. Правый график показывает постепенное сокращение рыночной доли существенного оператора.

Доля трех крупнейших провайдеров ШПД в странах ЕС составляет 63-91% (2009). Я считаю, что в среднесрочном периоде доля «Ростелекома» окажется на уровне 40%. МТС с «Вымпелком» смогут занять около 30%.

Известны планы «ЭР-Телеком» занять 20% рынка ШПД. Думаю, этот план достаточно амбициозный, хотя компания достаточно интересная. Интересна их стратегия, что компания будет делать по мере роста конкуренции на рынке. Думаю, что было бы логичным продать часть компании через механизм IPO или портфельному инвестору, либо целиком – стратегическому инвестору. Если говорить о последнем варианте, то, думаю, что «МегаФон», у которого сейчас наименее сильные позиции во всем сегменте фиксированного ШПД, и наиболее сильные финансовые позиции может стать наиболее вероятным покупателем. Это пока ничем не подтвержденные размышления, никаких заявлений подобного рода мы не слышали. .

Консолидация: кому выгодно?

«Ростелеком»

доля рынка ▼

ARPU ▼▼

xDSL

Altcos

доля рынка ▲

ARPU ▼

FTTx

Бенефициарами консолидации рынка ШПД должны стать независимые операторы

21.06.2011

Взято с сайта www.rforum.ru

Мы уже говорили о том, что доля рынка «Ростелеком» будет снижаться. Доля рынка альтернативных операторов будет расти. В качестве аргумента можно сослаться на то, что альтернативщики развивают более перспективные технологии (FTTx), а у «Ростелекома» это пока что различные виды DSL, хотя есть уже сдвиги в плане перехода на оптику и на пассивные оптические сети. Не думаю, что это будет происходить повсеместно и быстро.

В части ARPU, то как я уже отмечал, ARPU будет снижаться по рынку в целом, но следует отметить, что у «Ростелекома» ARPU может снижаться быстрее среднерыночного. Причина этому – сохранение в ряде регионов положения, что «Ростелеком» остается монополистом или, когда ситуация близка к этому. Думаю, что с выходом альтернативщиков в новые для себя регионы, они будут выставлять цены ниже, чем у Ростелекома, и ему для сохранения доли рынка, придется снижать расценки до уровней ниже, чем у конкурентов. Поэтому основными бенефициарами роста рынка ШПД станут независимые операторы.

Рынок беспроводного ШПД

- ✓ LTE-консорциум на базе Yota: 20 000 БС, \$2 млрд., 5 участников.
- ✓ Стоимость аренды сети? Стоимость опционов?
- ✓ Технологическая нейтральность: возможность предоставления услуг на базе LTE на существующих частотах, отсутствие необходимости строить сеть «с нуля»
- ✓ Большая Тройка + Теле2 – 91% абонентов сотовой связи. Ростелеком + Yota – 7%.
- ✓ Кому выгоден консорциум?

21.06.2011

Всета с сайта www.YForum.ru

Тема 4G/LTE – одна из наиболее обсуждаемых в последнее время. Последнее существенное предложение для российских операторов – создание консорциума на базе Yota. Вкратце суть идеи в том, чтобы построить 20 тысяч базовых станций, вложить \$2 млрд и «поделить» это на пятерых участников. Причем это операторы доступа в интернет, это тяжелый контент, не европейские MVNO, которые предоставляют голос и SMS.

Открытым остается вопрос – сколько участников на самом деле такая сеть способна выдержать? И если участники на сеть «сядут» впятером, то с какой скоростью они смогут предоставлять доступ в интернет? И для какого числа абонентов хватит этих 20 тысяч базовых станций. Окупятся ли эти затраты в размере \$2 млрд, сколько человек они позволят обслужить? Не думаю, что это будет большое число – вероятнее всего, в пределах 10% населения, вряд ли намного больше.

Еще одно неизвестное – стоимость аренды сети, сколько потребуется платить Yota участникам консорциума за услуги. И сколько будут стоить опционы на момент выкупа? Подозреваю, что будет предложена стоимость выше, чем если просто \$2 млрд разделить на пятерых. На мой взгляд оптимальным решением был бы рефарминг частот при введении принципа технологической нейтральности. Учитывая, что у «большой тройки» и у Tele2 развернуты сети. И если переводить частоты из GSM или UMTS под LTE, то могло бы получиться неплохо.

Таким образом, основной вопрос – кому выгоден Консорциум 4G? Большая тройка и Tele2 обеспечивают сотовой связью более 91% абонентов сотовой связи в России. Доля «Ростелекома» и Yota – около 7%, причем на разрозненных территориях, нет сплошного покрытия.

Поэтому, на мой взгляд, очевидно, кому выгоден данный консорциум. Поскольку блок-пакет в Yota принадлежит Ростехнологиям, компании, имеющей отношение к государству, можно предположить, что это попытка помочь Yota, перспективы которой в настоящий момент не слишком радужные. Можно отметить в частности инициативы по изменению тарифов, упрощенно говоря, в худшую для абонентов сторону. Отток абонентов, который компания уже наблюдает, вероятно, будет происходить и дальше.

Вполне возможно, что опционы, которые предлагаются большой тройке, могут рассматриваться, как своего рода банковские гарантии для обеспечения кредитов на \$2 млрд под строительство сети LTE. Поскольку только под три буквы LTE банки кредиты не дадут, я думаю.

Если резюмировать тему LTE, то я надеюсь, что здравый смысл возобладает и услуги LTE будут предоставляться реальными операторами связи, а не этими искусственно созданными структурами (думаю,

что и «Основа телеком»/«Воентелеком» из этой же серии). Что касается Yota, я не говорю, что ее вообще не должно быть в системе LTE, возможно, что в больших городах, где они уже есть, где у компании есть сети WiMAX, они могли бы стать нормальным дополнением к сетям других игроков. В больших городах, в любом случае понадобится большая емкость, что дает Yota право на существование.

**Райффайзен
БАНК**

Ценные бумаги телекоммуникационных компаний

МТС (ADR)	VimpelCom Ltd
Рекомендация: покупать	Рекомендация: покупать
Целевая цена: \$25.60	Целевая цена: \$18.00
Потенциал роста: 33%	Потенциал роста: 36%

21.06.2011 Взято с сайта www.YForum.ru

На этом слайде показаны рекомендации «Райффайзен банк» по ценным бумагам телекоммуникационных компаний МТС и «Vimpelcom Ltd.». Мы рекомендуем бумаги к покупке, оценивая перспективы их роста не менее, чем в 30%.

**Райффайзен
БАНК**

Сравнительная оценка


	EWSales			EWSERVA			P/E		
	2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e
Анализ на развивающихся стран	2.2	2.0	1.9	6.5	5.2	4.7	11.4	11.1	10.0
Глобальные игроки	1.7	1.7	1.7	6.2	5.0	5.0	10.9	10.1	9.2
МТС	2.0	2.0	1.9	4.8	4.7	4.5	10.0	11.5	10.4
VimpelCom Ltd	2.1	2.0	2.0	4.8	4.8	4.7	11.5	9.9	8.7

Дисконт к международным аналогам существует, но сокращается

21.06.2011 Взято с сайта www.YForum.ru

Показана сравнительная оценка с компаниями – аналогами. Видно, что МТС и Vimpelcom Ltd. Торгуются примерно на одном уровне. МТС при этом следует сравнивать с игроками из развивающихся стран, тогда как Vimpelcom теперь уместно сравнивать с глобальными игроками, как Telefonica, Vodafone. Причина в

том, что примерно треть выручки Vimpelcom приходится на Западную Европу. Не думаю, что у той же Telefonica существенно больше доля в той же Западной Европе, поскольку у компании существенный бизнес в Латинской Америке. По итогам сравнения с аналогами МТС выглядит предпочтительнее, поскольку дисконт к аналогам из развивающихся стран (~15%) у компании выше, чем у Vimpelcom к глобальным игрокам. В то же время, еще зимой дисконт МТС был еще выше (~20%).



1Q 11: Слабые результаты...

MTS IQ 2011 results
in USD mn

	IQ 11	IQ 10	+/- %	RCB est.	+/- %	Com.	+/- %
Sales	2 934	2 615	12.2	2 912	0.8	2 899	1.2
EBITDA	1 126	1 157	-2.7	1 133	-0.6	1 124	0.1
EBIT	584	680	-17.0	626	-9.9	n.a.	n.a.
Net profit a.s.	322	383	-16.0	320	0.5	316	1.9
EPS	0.34	0.47	-16.1	0.32	4.6	0.32	6.3
EBITDA margin	38.4%	44.3%	-18.9%	38.9%	-0.5%	38.8%	0.1%
EBIT margin	19.2%	26.0%	-26.5%	21.5%	-2.3%	n.a.	n.a.
Net margin	11.0%	14.7%	-25.2%	11.0%	0.0%	10.9%	0.1%

Source: MTS, Райффайзен Центрбанк, Reuters consensus

МТС:

Результаты оказались слабее ожидаемыми

EBITDA margin ниже 40% из-за снижения двух кварталов

VimpelCom Ltd IQ 2011 results
in USD mn

	IQ 11	IQ 10	+/- %	RCB est.	+/- %	Com.	+/- %
Sales	2 743	2 231	22.9	2 751	-0.3	2 766	-0.6
EBITDA	1 210	1 041	16.2	1 225	-1.3	1 221	-0.9
EBIT	633	622	1.8	648	-5.2	n.a.	n.a.
Net profit a.s.	590	392	50.4	473	24.7	413	42.8
EPS	0.46	0.32	40.6	0.37	24.7	0.32	42.8
EBITDA margin	44.1%	46.7%	-5.8%	44.6%	-0.5%	44.1%	0.0%
EBIT margin	23.1%	27.9%	-17.2%	24.3%	-1.2%	n.a.	n.a.
Net margin	21.5%	17.6%	22.2%	17.2%	4.4%	14.9%	44.3%

Source: Company, Райффайзен Центрбанк, Reuters consensus

VimpelCom Ltd:

Выручка и EBITDA совпали с прогнозами

Чистая прибыль выше ожиданий из-за валютной переоценки, прибыли от неконтролируемых активов, низкой налоговой ставки

21.06.2011

Всета с сайта www.rbcforum.ru

Результаты компаний за первый квартал 2011 года. Обе компании показали достаточно ожидаемые слабые результаты. Наиболее слабыми они были по рентабельности EBITDA. У МТС, в частности, этот показатель находится ниже 40% вот уже на протяжении двух кварталов подряд, что достаточно неприятно. Маржа Vimpelcom снизилась не так значительно, но достаточно ощутимо. Основные причины, это, во-первых, более высокое участие в рынке сотовой розницы, во-вторых, развитие ШПД в регионах, где этот бизнес также не отличается высокой маржинальностью.

Среди причин – конкурентная ситуация, а также наблюдаемые на рынке высокие комиссии за подключение дилерам. Когда я говорил о конкуренции, то прогнозировал снижение ее уровня. Здесь можно отметить, что недавно МТС и Вымпелком объявили о снижении дилерских комиссий за прием платежей. Возможно, это не столь значимая часть, но это сигнал к тому, что конкуренция в области дилерских комиссий может начать снижаться.

Единственный положительный результат в отчетности обеих компаний – высокий показатель чистой прибыли Vimpelcom, которая значительно превзошла ожидания аналитиков. Это произошло, прежде всего, за счет валютных переоценок, во-вторых, за счет прибыли от неконтролируемых компаний, а также за счет низкоэффективной налоговой ставки (это, правда, по заявлению Vimpelcom, разовое событие, которое в будущем не повторится).



...НО ПОЗИТИВНЫЕ ОЖИДАНИЯ

МТС подтвердили прогноз по OIBDA margin на 2011 г. – 42-43%. Ожидают повышения рентабельности за счет увеличения доли внутрисетевых звонков и передачи данных, улучшения рентабельности в сегменте сотовой розницы и за счет достижения синергии в результате консолидации Комстара

VS

VimpelCom Ltd планирует увеличивать долю рынка в России и Украине, ожидает стабилизации рентабельности. Планирует выплачивать дивиденды в размере не менее 80 центов на акцию в 2011-2013 гг.

21.06.2011

Всета с сайта www.YForum.ru

Несмотря на слабые результаты обе компании ожидают улучшений. В частности, МТС подтвердила прогноз по марже EBITDA за весь год на уровне 42-43%, несмотря на то, что в 1Q2011 показала лишь около 39%. В компании ожидают, что маржа будет расти за счет увеличения доли в доходах более высокомаржинальных сегментов, в частности, внутрисетевых вызовов и передачи данных. Также МТС ожидает улучшений в сегменте сотовой розницы и оптимизации сотовой сети. Я бы сюда еще добавил увеличение продаж смартфонов и планшетов, как позитивный фактор. Еще один аргумент в пользу возможности повысить маржу, МТС говорит о полном слиянии с Комстар, аз счет которого может быть достигнут синергетический эффект, во-первых, за счет сокращения лишнего административного персонала, во-вторых, за счет продажи части административных зданий. Также негативное влияние на результаты 1Q2011 оказали единоразовые выплаты уволенным сотрудникам «Комстар», что также оказало влияние на временное снижение маржи EBITDA. Это позволяет компании надеяться на улучшение данного показателя в течение и по итогам года.

Vimpelcom также был достаточно позитивен. Компания ожидает восстановления доли на российском рынке сотовой связи. У компании агрессивные планы на рынок фиксированного ШПД в Украине, где компания хотела бы стать крупнейшим независимым провайдером. Vimpelcom ожидает восстановления рентабельности в России. Тем не менее, следует ожидать, что в ближайшее время маржа продолжит оставаться под давлением за счет маркетинговых акций, направленных на восстановление доли рынка, субсидирования оборудования, в частности, USB-модемов, за счет снижения тарифов на услуги голосовой связи, которое компания производит для улучшения рыночных позиций.

Важно отметить, что компания заявила о планах выплат значительных дивидендов – 80 центов на акцию, что на сегодня эквивалентно 6% на акцию. По меркам российских голубых фишек – это достаточно высокий уровень. Ранее Vimpelcom не была «дивидендной компанией», но сейчас ее можно рассматривать в этом качестве.

Факторы инвестиционной привлекательности

МТС

Инвестиционный сценарий: крупнейший оператор сотовой связи в России и СНГ, крупнейший альтернативный оператор ШПД в России

Драйверы роста: низкая сравнительная оценка, ожидание улучшения финансовых показателей в 2Q, разрешение конфликта в Туркменистане (маловероятно)

VimpelCom Ltd

Инвестиционный сценарий: один из крупнейших операторов связи в мире, сбалансированная географическая структура

Драйверы роста: разрешение конфликта в Алжире, выигран арбитражный процесс против «Евросет»

МТС – региональная история, ставка на восстановление экономики и телекоммуникационных рынков России и СНГ.

VimpelCom Ltd – географическая диверсификация, присутствие на рынке Западной Европы, более спекулятивная инвестиция в разрезе корпоративных событий.

21.06.2011

Всего с сайта: www.YFForum.ru

В качестве сильных сторон МТС следует отметить, что это крупнейшая телекоммуникационная компания в России и СНГ, крупнейший альтернативный оператор ШПД в России. В части краткосрочных драйверов роста, я считаю, что их не так много. Можно говорить о низкой оценке по мультипликаторам. Во вторых следует отметить позитивный настрой компании в отношении собственных финансовых показателей. Начиная с 2Q2011 можно ожидать некоторых улучшений и соответствующего пересмотра оценок, пересмотра рынком финансовых показателей МТС.

Еще одним драйвером могло бы стать разрешение ситуации в Туркменистане. Но мне кажется, что вряд ли это может получиться. Сейчас в отчетность и котировки уже заложен худший вариант, списаны US\$150 млн. Если компания получит хотя бы какую-то компенсацию или смогут продать свои активы, это окажет позитивное влияние на результаты. Впрочем, это не слишком вероятно, да и объем потенциальных сделок не слишком велик, чтобы оказать существенное влияние.

Что касается Vimpelcom, то представляя в двух словах эту компанию, нельзя не отметить, что она теперь стала международным игроком, одним из крупнейших операторов сотовой связи в мире. Компания обладает сбалансированной географической структурой. Присутствует на развитом рынке Италии, на рынках СНГ, на развивающихся рынках Африки и Юго-Восточной Азии. Новые развивающиеся рынки призваны обеспечить рост выручки. Как я понимаю, от рынка Италии ожидается стабильный денежный поток по крайней мере, по мере снижения зашкаливающей сейчас долговой нагрузки.

Что касается драйверов изменений, то сейчас это, конечно, Алжир – с возможной национализацией бизнеса Vimpelcom. Как я понимаю из нескольких отчетов, которые удалось посмотреть, в ходе национализации консенсус-цена актива составит \$4-4.5 млрд. Это совпадает с нашей последней оценкой справедливой цены компании в \$4.2 млрд. При этом текущая оценка актива, заложенная в котировках, сейчас ниже. На мой взгляд, это не совсем так, поскольку без бизнеса в Алжире остается бизнес в Пакистане, Бангладеш и африканских странах (теперь уже за вычетом Намибии). Оставшийся бизнес можно оценивать в \$2-2.5 млрд, поскольку его характеризует одновременно низкая рентабельность и высокая потребность в инвестициях, по крайней мере, в Африке и Бангладеш. Позиции в Пакистане достаточно сильные, больших инвестиций в этот актив, возможно, не требуется. Если вычесть из \$6.5 млрд - \$2.5 млрд, то получится \$4-4.5 млрд, как справедливая оценка алжирского актива Vimpelcom. Можно спорить, конечно, по поводу оценки оставшихся активов, я оценивал методом DCF. Если оценивать по мультипликаторам и взять 5, то оставшиеся активы будут стоить дороже - \$3-3.5 млрд. Разрешение ситуации с национализацией актива Vimpelcom в Алжире в силу «растиражированности» истории, будет оказывать на Vimpelcom большее влияние, чем эта ситуация того заслуживает.

Между тем, стали появляться заявления некоторых брокеров, что Алжир может позволить «Вымпелкому» сохранить оператора. Не прослеживается связи этой информации и официальных заявлений. Такой вариант, конечно, был бы наиболее позитивным для «Вымпелкома».

Подытоживая слайд. Если сравнивать инвестиции в МТС и в Vimpelcom, то вложения в МТС – это ставка на восстановление и рост экономики России и СНГ, вложения в Vimpelcom – это хедж по географическому признаку, за счет рынка Италии. С другой стороны, это более рискованные инвестиции в свете корпоративных событий. Следует помнить об арбитраже с Telenor, который был возбужден зимой 2011 года. Telenor хочет применить свои преимущественные права по выкупу акций. Если они выиграют это дело, то будут выпущены дополнительные акции, что размоет долю миноритариев Vimpelcom до 11%. В краткосрочной перспективе это не повлияет, поскольку Telenor должен будет оплатить полную стоимость, но в долгосрочной перспективе, для миноритариев, с точки зрения управления вариант будет негативным. Насколько я знаю, сейчас ситуация такова, что у Telenor не так много шансов выиграть это дело. Более вероятно, что выиграет Vimpelcom, тогда дополнительного выпуска акций не будет и все останется, как есть.

**Райффайзен
БАНК**

Теле2: best deal на рынке

- ✓ Кредитное качество сопоставимо с МТС и ВымпелКомом
- ✓ Наиболее динамичное развитие
- ✓ Главное преимущество – низкие цены
- ✓ Лидерство на рынках присутствия
- ✓ Постоянная работа над оптимизацией затрат
- ✓ Преимущества шведского «происхождения»

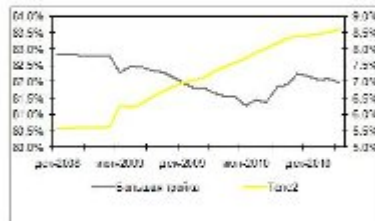
21.08.2011

Вопросы сайта: www.YForum.ru

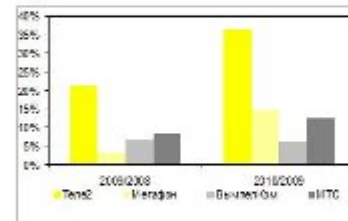
Облигации Tele2.

Теле2: best deal на рынке

Изменение долей сотового рынка



Темпы роста выручки российских сотовых операторов



ARPU	2008	2009	2010	Q1'11
МТС	261	243	230	252
Билайн	344	321	331	308
Мегафон	260	223	212	251
Теле2 (старые)	206	211	227	220

EBITDA	2008	2009	2010	Q1'11
МТС	53%	47%	40%	38%
Билайн	52%	52%	50%	48%
Мегафон	50%	43%	45%	44%
Теле2 (старые)	34%	40%	46%	47%

21.06.2011

Взято с сайта www.YForum.ru

Теле2: рублевые облигации

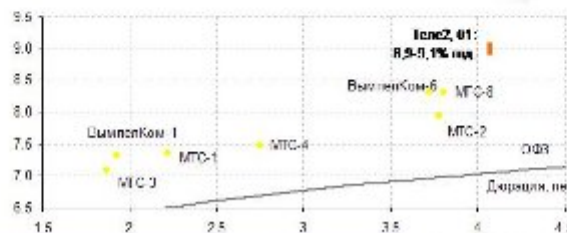
Изначальный объем выпуска: 5 млрд руб.

Высокий спрос позволил увеличить предложение до 13 млрд руб.

Кредитный рейтинг Fitch: BB+

Срок до оферты: 5 лет

Маркетингуемая доходность: 9,0-9,5% год., при этом аналитики Райффайзенбанка оценивают максимальную доходность на уровне 9,1% год.



21.06.2011

Взято с сайта www.YForum.ru



**Спасибо
за внимание!**

21.06.2011

Вопрос сайта www.mforum.ru

<http://www.mforum.ru/news/article/097386.htm>

Этот документ вам полезен?

Вы можете принять участие в спонсировании подготовки к публикации других конспектов выступлений и прочих материалов небольшим пожертвованием на счет 41001141065612 в Яндекс Деньги.