

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ В ДЛИННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЯХ ВЫМПЕЛКОМА

Потенциал снижения доходности не менее 50 б.п.

Премия к МТС слишком велика. Мы рекомендуем обратить внимание на длинные выпуски еврооблигаций Вымпелкома. В настоящий момент спред между самым длинным выпуском Vip'18 и кривой UST составляет около 460 б.п., в то время как MTS'20 котируется с премией, равной приблизительно 370 б.п. На наш взгляд, спред между ними в размере 90 б.п. слишком широк. Если посмотреть на исторические спреды между выпусками самих компаний, то ввиду более короткой дюрации и лучшего кредитного качества Вымпелкома дисконт Vip'18 к MTS'20 составлял примерно 40 б.п. Однако летом на фоне возросших опасений относительно намечающейся сделки по приобретению зарубежных активов доходность еврооблигаций Вымпелкома существенно повысилась. И в результате теперь уже Vip'18 торгуется с премией в доходности в размере около 50 б.п. к более длинному MTS'20. О диспропорциях на рынке еврооблигаций можно сделать вывод и потому, что на внутреннем рынке сопоставимые облигации ВК-Инвест и МТС торгуются с существенно более узкими спредами. Например, ВК-инвест-03 с модифицированной дюрацией около 0,65 года находится лишь на 35 б.п. выше более короткого МТС-04, а ВК-Инвест-01 с модифицированной дюрацией 2,25 года располагается в непосредственной близости от МТС-03. Размещенные недавно ВК-Инвест 06 и 07 котируются с премией порядка 50 б.п. к чуть более длинному МТС-02. По нашему мнению, справедливая премия за риски объединенной компании, которые не так уж и высоки, составляет около 40 б.п., что предполагает потенциал снижения доходностей длинных выпусков Вымпелкома примерно на 50 б.п. Если же сделка будет отменена, то доходности снизятся еще более существенно – на те самые 90 б.п.

Сравнение финансовых показателей

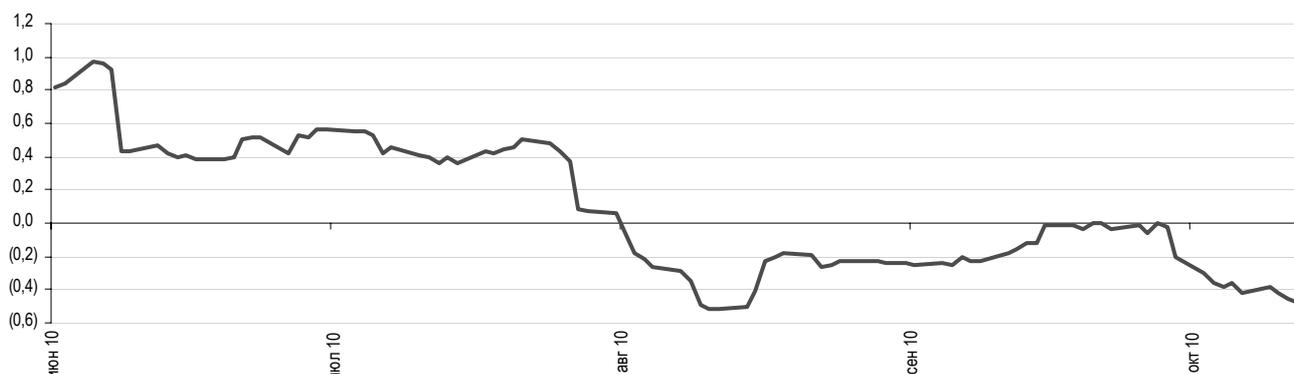
Вымпелком и МТС, млн долл.

	Вымпелком		МТС	
	2009	1 n/r 2010	2009	1 n/r 2010
Выручка	8 703	4 873	9 824	5 386
OIBDA	4 273	2 303	4 474	2 389
Процентные расходы	(599)	(274)	(572)	(442)
Чистая прибыль	1 121	717	1 005	734
ДС и эквиваленты	1 447	2 353	2 523	2 433
Дебит. задолженность	607	546	610	693
Фин. долг, в т.ч.	7 353	6 322	8 350	7 268
долгосрочный	5 540	4 801	6 328	5 550
краткосрочный	1 813	1 521	2 022	1 718
Чистый долг	5 906	3 969	5 827	4 835
Кред. задолж-ть	5 906	3 980	590	519
Собств. капитал	5 510	4 509	4 351	4 086
Активы	14 733	14 778	15 749	15 316
Рентаб. по OIBDA, %	49,1	47,3	45,5	44,4
Покрывае проц. расходов	7,1	8,4	7,8	5,4
Фин. долг / OIBDA	1,7	1,4	1,9	1,5
Чистый долг / OIBDA	1,4	0,9	1,3	1,0
Фин. долг / Активы	0,5	0,4	0,5	0,5
Кратк. долг / Фин. долг	0,2	0,2	0,2	0,2

Источники: отчетность компаний, оценка УРАЛСИБа

Спред между МТС'20 и VIP'18

Влияние объявленной в июле сделки о покупке Вымпелкомом Weather Investments



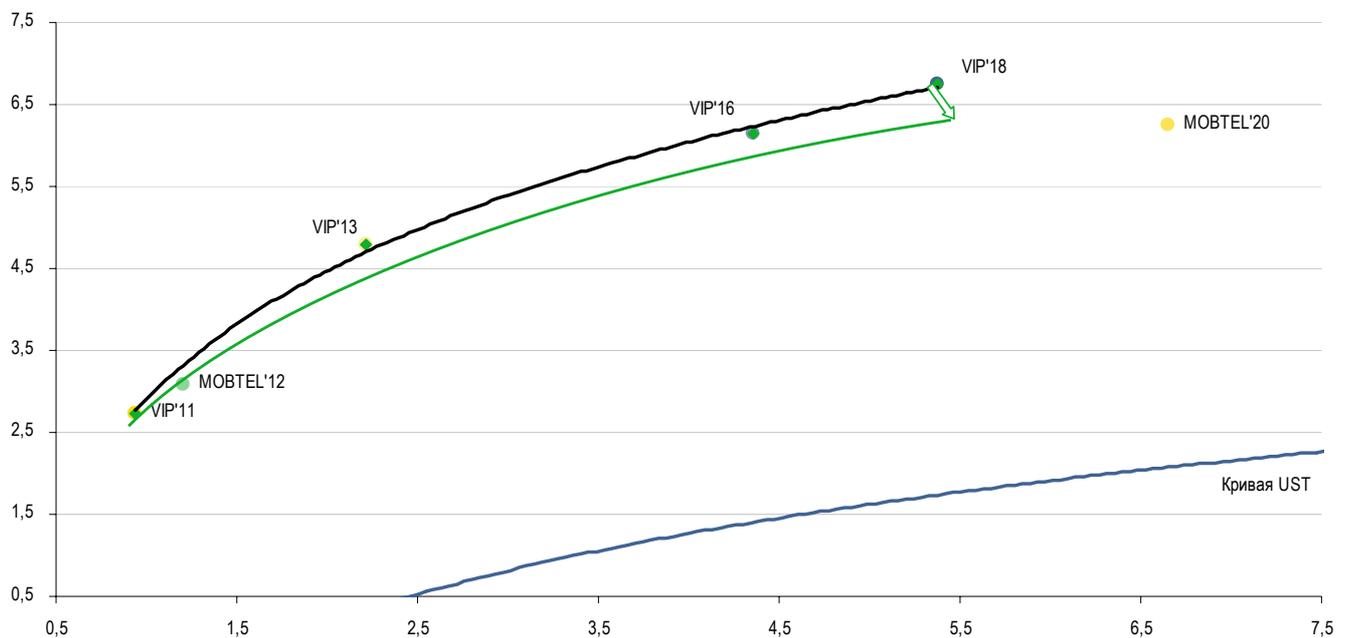
Источники: Bloomberg

Риски объединения переоценены. Мы полагаем, что опасения инвесторов относительно негативного влияния сделки на Вымпелком преувеличены, хотя и небесспорны. Инвесторов беспокоит прежде всего резкое увеличение долговой нагрузки компании в связи с расходами на приобретение активов и их долгами. К моменту закрытия сделки чистый долг Вымпелкома, по оценке менеджмента компании, достигнет 24 млрд. долл., а отношение Чистый долг/OIBDA приблизится к 2,5, при том что на I полугодие 2010 г. оно составляло 0,9. Мы не думаем, что этот уровень представляет угрозу или является критическим для Вымпелкома и полагаем, что компания не будет испытывать трудностей с рефинансированием и обслуживанием долга. Стабильный денежный поток позволит Вымпелкому к концу 2011 г. снизить долговую нагрузку как минимум до уровня около 1,7. В силу достаточно высокой рентабельности приобретаемых активов, которая по итогам прошлого года составляла 44,8% у Orascom и около 36,7% Weather, влияние сделки на операционную эффективность компании будет незначительным. В 2011 г. рентабельность объединенной компании останется на том же уровне, что и у Вымпелкома по итогам 2010 г. – приблизительно 43,2%. Хотя выросшие процентные платежи и будут давить на чистую рентабельность, свободный денежный поток не слишком пострадает. Согласно нашей оценке, по итогам 2011 г. показатель вырастет более чем вдвое до 4,7 млрд долл. с последующим достаточно уверенным ростом приблизительно на 5% в год в среднесрочной перспективе. Мы полагаем, что у компании будет достаточно возможностей для снижения долговой нагрузки за счет собственных средств.

Отмена покупки вернет доходности на прежние уровни. В настоящий момент вероятность аннулирования сделки, на наш взгляд, невелика, однако в свете неясности ситуации с ключевым активом Orascom, алжирским оператором Djezzy, и возможности его национализации шансы на отмену приобретения могут возрасти. Как заявляли представители Вымпелкома, в случае развития событий по негативному сценарию придется кардинально пересматривать условия сделки или даже выходить из нее. А это вернет кредитные метрики на прежний уровень и позволит доходностям облигаций Вымпелкома вновь выйти на несколько более низкие уровни, чем у бумаг МТС.

Потенциал снижения кривой доходности еврооблигаций Вымпелкома

Доходности евробондов по состоянию на 27.10.2010



Источники: Bloomberg

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010