

ЧУТЬ ХУЖЕ ОЖИДАНИЙ. ДЛИННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ ВСЕ ЕЩЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

Отчетность за IV квартал и весь 2010 г. по US GAAP

Низкие темпы роста. Вчера VimpelCom Ltd представил ожидаемо слабые результаты за IV квартал и весь 2010 г. Хотя благодаря присоединению Киевстара весной прошлого года консолидированная выручка год к году существенно возросла: в IV квартале на 22% до 3 млрд долл., а по итогам всего года – на 20,8% до 11 млрд долл, по сравнению с предыдущим кварталом ситуация ухудшилась – выручка снизилась на 0,3%. По словам руководства VimpelCom Ltd, это связано с сезонными факторами – падением доходов от высокоприбыльного роуминга и, соответственно, увеличение доли низкодходных внутрисетевых звонков. На ключевом для компании российском рынке выручка увеличилась на символические 0,4% относительно III квартала до 64,5 млрд руб. (2,1 млрд долл.), при том что доходы от услуг сотовой связи остались на прежнем уровне, составив около 53,8 млрд руб. (1,8 млрд долл.). С другой стороны, существенный рост наблюдался в сегменте передачи данных – на 13,2% до 3,6 млрд руб. (100 млн долл.). Всего по итогам года выручка VimpelCom Ltd в России увеличилась на 5,3% до 247 млрд руб. (8,2 млрд долл.), в том числе услуги мобильной связи принесли 207 млрд руб. (6,9 млрд долл.). С скромными темпами роста на фоне остальных сотовых операторов можно объяснить низкими инвестициями в привлечение клиентов и развитие сети 3G на протяжении последних пары лет. Чтобы ликвидировать отставание, компания в IV квартале увеличила маркетинговые расходы и вложения в развитие сети, в итоге ее абонентская база выросла на 0,8% квартал к кварталу до 52 млн абонентов и на 2,2% за весь 2010 г. На Украине VimpelCom Ltd показал не самые сильные результаты – выручка за прошлый год снизилась на 0,3% до 12,4 млрд гривен (1,6 млрд долл.).

Рентабельность падает. Последний квартал прошлого года оказался слабым и в отношении операционной эффективности – на фоне снижения выручки OIBDA сократилась на 9,2% квартал к кварталу до 1,3 млрд долл., а рентабельность по OIBDA упала на 5 п.п. до 44%, чему способствовал рост коммерческих и общехозяйственных расходов на 7%, связанный, по словам руководства компании, с увеличением затрат на привлечение новых клиентов. По итогам всего года ситуация, благодаря консолидации результатов Киевстара, выглядит немного лучше – OIBDA выросла на 15,4% до 5 млрд долл., а рентабельность по OIBDA снизилась всего на 2 б.п. до 47%. Отметим, что в результате объединения с Wind Telecom рентабельность VimpelCom Ltd по OIBDA, по нашим оценкам, может снизиться до 43%. Чистая прибыль компании в 2010 г. выросла на 54% до 1,7 млрд руб. – главным образом благодаря снижению процентных расходов и замедлению роста налоговых выплат. Это позволило чистой рентабельности подняться с 13% в 2009 г. до 16% в 2010 г.

Деньги уходят... Денежные средства от основной деятельности в IV квартале снизились на 38,9% квартала к кварталу до 769 млн долл., что при росте капвложений на 83,5% квартала к кварталу до 845,9 млн долл. вывело свободный денежный поток в отрицательную зону. Свободный денежный поток по итогам 2010 г. снизился на 27% до 1,9 млрд долл., что при оттоке средств в рамках финансовой деятельности, составившем 2,9 млрд долл., привело к сокращению денежных средств на балансе за 2010 г. на 38% до 885 млн долл. По словам руководства компании, в 2011 г. размер капвложений не должен быть существенно выше уровня 2010 г., равнявшегося 1,8 млрд долл.

...но долг снижается. Весь прошлый год компания активно сокращала объем долга, направляя на это существенные средства – чистый отток средств на погашение задолженности составил около 1,7 млрд долл. Это позволило уменьшить общий долг на 23% до 5,7 млрд долл. Чистый долг снизился менее значительно – на 19,1% до 4,8 млрд долл. Отношение Долг/OIBDA по итогам прошлого года опустилось почти до докризисного уровня 1,1, а коэффициент Чистый долг/OIBDA составил около 1. В результате объединения с Wind Telecom долг объединенной компании, по нашим оценкам, вырастет до 25 млрд долл. На его рефинансирование и денежную часть сделки Вымпелкому придется привлечь примерно 5,5 млрд долл. как в виде кредитов, так и облигаций. По словам руководства компании, окончательное определение параметров сделки и ее завершение ожидается в течение месяца – до этого момента VimpelCom Ltd не планирует выход на публичные рынки. Высока вероятность, что компания выпустит евробонды во второй половине года. В целом, исходя из объявленных параметров сделки, мы ожидаем, что объединенной компании удастся удержать долговую нагрузку по итогам 2011 г. в пределах 2,3 в терминах Долг/OIBDA, а в следующем году снизить до 1,5–1,7.

Привлекательны длинные еврооблигации. В настоящее время обращается шесть выпусков еврооблигаций VimpelCom Ltd общим объемом 4,4 млрд долл., а также три выпуска рублевых облигаций на сумму 30 млрд руб. С нашей точки зрения, предполагаемый отрицательный эффект от объединения с Wind Telecom уже давно отыгран в котировках. Впрочем, теперь риски связаны ожидаемым пересмотром рейтингов компании международными агентствами

(так, недавно Moody's понизило рейтинг ОАО «Вымпелком» до «Вa3»). В рублевых облигациях идей пока не видно, премия к сопоставимым выпускам МТС представляется справедливой. Наиболее привлекательны, на наш взгляд, сейчас длинные евробонды Vimpelcom'18 и '21, торгующиеся со спредами к кривой МТС, составляющими порядка 60–80 б.п., что слишком много даже с учетом разницы в рейтингах и долговой нагрузке.

Замедление роста выручки и снижение долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели Вымпелкома по US GAAP за IV квартал и 2010 г., млн долл.

	IV кв. 09	2009	III кв. 10	IV кв. 10	2010	IV кв.10/ III кв. 10, %	IV кв.10/ IV кв.09, %	2010/ 2009
Выручка	2 309	8 703	2 824	2 816	10 513	(0)	22	21
OIBDA	1 088	4 273	1 378	1 252	4 932	(9)	15	15
Чистая прибыль	281	1 117	510	470	1 721	(8)	67	54
OIBDA, %	47	49	49	44	47			
Чистая прибыль, %	12	13	18	17	16			
Операционный ден. поток	751	3 513	1 259	769	3 670	(39)	2	4
Капитальные инвестиции	(268)	(892)	(461)	(846)	(1 757)	84	216	97
Основные средства		5 562			6 899			24
Денежные средства		1 447			885			(39)
Долгосрочные займы		5 540			4 499			(19)
Краткосрочные займы		1 813			1 162			(36)
Собственный капитал		4 509			10 813			140
Активы		14 733			19 928			35
Финансовый долг, в т.ч.:		7 353			5 661			(23)
краткосрочные займы		1 813			1 162			(36)
долгосрочные займы		5 540			4 499			(19)
Чистый долг		5 906			4 776			(19)
Краткосрочные займы / ФД		0,2			0,2			(16,7)
Фин. долг / OIBDA		1,7			1,1			
Чистый долг / OIBDA		1,4			1,0			
OIBDA / Проценты к уплате	6,6	7,1	11,0	8,9	9,1			
Собственный капитал / Активы		0,3			0,5			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

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, taveggia@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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

Управление по рынкам долгового капитала

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 Мырסיкова, myrsikovav@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 Девятков, 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
Максим Недовесов, nedovesovmv@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

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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 был 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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2011