VimpelCom Ltd (BB/Ba3)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

9 сентября 2011 года

ПЕРВЫЕ КВАРТАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ОБЪЕДИНЕННОЙ КОМПАНИИ ОКАЗАЛИСЬ ХУЖЕ, ЧЕМ ОЖИДАЛОСЬ

Отчетность за 2 кв. и 1 п/г 2011 г. по US GAAP

Wind Telecom удвоил продажи объединенной компании. VimpelCom Ltd. обнародовал первые результаты своей деятельности после объединения с Wind Telecom. Поскольку объединение было завершено только в середине апреля, в отдельных случаях в целях анализа отчетности мы используем показатели про-форма, представленные компанией. В целом результаты оказались несколько хуже наших ожиданий, особенно в части рентабельности, а также способности генерировать денежные потоки и снижать долговую нагрузку. Выручка во 2 кв. 2011 г. возросла более чем вдвое как квартал к кварталу, так и по отношению к соответствующему периоду прошлого года – до 5,5 млрд долл. Однако, если учитывать показатели про-форма, то она увеличилась лишь на 9% квартал к кварталу и на столько же год к году, составив 6 млрд долл.

Про-форма: основные источники роста выручки – Россия и развивающиеся рынки. Если же смотреть на показатели бизнес-единиц в отдельности, то в Европе, как и следовало ожидать для насыщенного рынка, все достаточно скромно – число пользователей мобильной связи выросло незначительно до 20,6 млн, ARPU остался на уровне предыдущего квартала и чуть снизилась по сравнению со 2 кв. 2010 г до 16 евро (около 23 долл.), а показатель MOU продолжил постепенный рост и составил 198 минут. На этом фоне выручка по европейскому направлении возросла на 4% квартал к кварталу до 1,4 млрд евро (около 2 млрд долл.) и чуть снизилась относительно соответствующего периода прошлого года. Основными источниками роста стали российский и развивающиеся рынки. К примеру, число абонентов мобильной связи в России выросло у VimpelCom за квартал на 4% до 55,3 млн, а количество пользователей интернет-доступа на 5% до 4,1 млн. ARPU в России вырос почти на 6% квартал к кварталу до 327 руб. (около 11 долл.), немного снизившись по сравнению со 2 кв. 2010 г. В итоге выручка по российскому рынку увеличилась на 8% квартал к кварталу и на 6% год к году до 65,2 млрд руб. (около 2,3 млрд долл.). Выручка бизнес-единицы «Африка и Азия» выросла на 7% квартал к кварталу и на 5% год к году до 949 млн долл., а украинский рынок принес компании около 400 млн долл., что на 10% больше показателя 1 кв. 2011 г. и на 6% – 2 кв. 2010 г.

Обращающиеся выпуски VimpelCom Ltd.

Выпуск	Купон	Оф/Пог	Валюта	Доходн.
ВК-Инвест 01	9,25	19.07.2013	РУБ	7,79
ВК-Инвест 03	7,40	08.07.2014	РУБ	8,00
ВК-Инвест 06	8,30	13.10.2015	РУБ	8,56
ВК-Инвест 07	8,30	14.10.2015	РУБ	8,56
VimpelCom'11	8,38	22.10.2011	USD	2,10
VimpelCom'13	8,38	30.04.2013	USD	7,05
VimpelCom'16	8,25	30.04.2013	USD	7,05
VimpelCom'13	6,46	02.02.2016	USD	6,70
VimpelCom'16	8,25	23.05.2016	USD	7,00
VimpelCom'18	9,13	30.04.2018	USD	8,23
VimpelCom'21	7,75	02.02.2021	USD	8,07
VimpelCom'22	7,50	01.02.2022	USD	8,16

Источники: Bloomberg

Динамика показателей Вымпелкома

по US GAAP, млн долл.

	2008	2009	2010
Выручка	10 117	8 703	10 513
OIBDA	4 860	4 273	4 932
Чистая прибыль	587	1 117	1 721
OIBDA, %	48	49	47
Чистая прибыль, %	6	13	16
Опер. ден. поток	3 422	3 513	3 670
Кап. инвестиции	(2 391)	(691)	(1 757)
Денежные средства	915	1 447	885
Долгосрочные займы	6 534	5 540	10 813
Краткосрочные займы	1 909	1 813	4 499
Собственный капитал	4 140	4 509	1 162
Активы	15 725	14 733	19 928
Фин. долг, в т.ч.:	8 443	7 353	5 661
краткосрочные займы	1 909	1 813	1 162
долгосрочные займы	6 534	5 540	4 499
Чистый долг	7 528	5 906	4 776
Краткоср. займы / ФД	0,2	0,2	0,2
Фин. долг / EBITDA	1,7	1,7	1,1
Чистый долг / EBITDA	1,5	1,4	1,0
EBITDA / %	10	7	9

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Рентабельность снижается и будет снижаться дальше. Консолидированная EBITDA в отчетном квартале увеличилась на 81% квартал к кварталу и на 74% год к году до 2,2 млрд долл. Однако динамика про-форма результатов оказалась гораздо скромнее – рост на 5% квартал к кварталу до 2,3 млрд долл. и фактически отсутствие изменений по сравнению со 2 кв. 2010 г. Полугодовая EBITDA выросла на 48% год к году до 3,4 млрд долл., в то же время про-форма показатель увеличился всего на 1% до 4,6 млрд долл. Рентабельность объединенной компании в отчетном квартале упала до 40% с 44% в 1 кв. 2010 и 47% в 2010 г. Основными причинами столь резкого снижения рентабельности стали как консолидация низкорентабельных активов Wind Telecom, так и снижение операционной эффективности российского бизнеса. Рентабельность европейского бизнеса Wind Telecom уже довольно давно держится на более низких уровнях, чем у Vim-

pelCom, составляя около 38%. А более высокая рентабельность азиатских и африканских активов (43-45%) влияют не так уж и сильно ввиду своих достаточно скромных масштабов. Что касается российского сегмента, то его операционная эффективность падает, как и в целом на рынке, из-за усиления конкуренции и более высоких расходов на привлечение клиентов (что вылилось в довольно высокий прирост абонентской базы). Руководство компании (вслед за МТС) пересмотрело свой прогноз по EBITDA на 2011 г. с 45% до 40–45%, и мы ожидаем, что на практике цифра окажется ближе к нижней границе ориентира. Дополнительное давление на рентабельность может оказать потенциальная покупка оставшихся 51% Евросети, учитывая более низкую маржинальность розничного бизнеса (около 10–15%).

Способность компании генерировать стабильно высокие денежные потоки под вопросом. Из отчетности компании видно, что операционный денежный поток, несмотря на рост выручки и чистой прибыли, увеличился в отчетном квартале всего на 23% квартал к кварталу и год к году до 1,2 млрд долл, а по итогам полугодия на 24% год к году до 2,2 млрд долл. Такой скромный результат на фоне стремительного роста капвложений (более чем в трое год к году по результатам квартала и полугодия) привели к значительному снижению свободного денежного потока – до 297 млн долл. с 457 млн в 1 кв. 2011 г. и 731 млн долл. во 2 кв. 2010 г. По нашим оценкам, существенного снижения уровня инвестиций в ближайшее время ждать не стоит. До следующего года у компании вряд ли будет возможность направлять средства на снижение долга, скорее наоборот. На наш взгляд, VimpelCom не откажется от выплаты высоких дивидендов в нынешнем году (вчера были объявлены промежуточные дивиденды за 2011 г. в размере 733 млн долл., или около 83% чистой прибыли за 1 п/г 2011 г.), так что долг, вероятно, будет расти.

Долг вырос в рамках ожиданий, а долговая нагрузка превысила прогноз. Совокупный долг объединенной компании составил на конец июня 2011 г. 27,4 млрд руб., увеличившись с 7,3 млрд долл. на конец 1 кв. 2011 г. за счет долга Wind Telecom и расходов на приобретение. Чистый долг вырос еще более значительно – на 346% за 2 кв. до 24,2 млрд долл. Долговая нагрузка оказалась существенно выше наших ожиданий – коэффициент Долг/EBITDA (про-форма) по итогам 1 п/г 2011 г. поднялся до около 3 (мы ожидали не выше 2,7), в то время как отношение Чистый долг/EBITDA (также про-форма) составил 2,6 (мы ожидали не выше 2,4). Структура долга также выглядит противоречиво. С одной стороны, больше 90% долга – долгосрочные обязательства. С другой – у компании слишком высокая доля валютного долга (71% в долларах и евро), а более половины EBITDA VimpelCom зарабатывает в рублях, гривнах и другой валюте – все это указывает на высокие валютные риски. С обслуживанием долга в ближайшие полтора года существенных проблем не ожидается, накопленных денежных средств и денежного потока должно хватить на погашение остающихся на 2011 г. обязательств в размере 1,2 млрд долл.

Перспективы снижения долговой нагрузки туманны. Ключевым вопросом остается политика руководства компании в отношении долговой нагрузки – сколько ресурсов компания направит на снижение уровня долга. На наш взгляд, возможности VimpelCom в этом смысле достаточно ограниченны. Учитывая снижение рентабельности, расходы на обслуживание долга, погашение коротких обязательств, достаточно высокие капвложения и возможную выплату дивидендов до конца года, компания едва ли сможет направить на сокращение долга средств достаточно для того, чтобы коэффициент Долг/EBITDA опустился по итогам 2011 г. ниже 2,8, а Чистый долг/EBITDA – ниже 2,4.

Длинные еврооблигации очень привлекательны. В ходе августовской коррекции VimpelCom стал едва ли не лидером падения на рынке еврооблигации, и, хотя в последнее время бумаги компании чуть компенсировали потери, они остаются привлекательными. Премия к долларовым свопам евробондов эмитента с погашением в 2016 г. находится в районе 570–580 б.п., у более длинных выпусков она составляет от 610 до 620 б.п. В то же время еврооблигации Евраза (B+/B1/BB-), имеющего схожие кредитные метрики и более низкие рейтинги, торгуются с премией к долларовым свопам на уровне 570 б.п. Мы считаем, что премия VimpelCom к бумагам Евраза в 30–40 б.п. неоправданно широка. Облигации должны торговаться как минимум на одних уровнях, а в случае глобального экономического спада выпуски металлургической компании могут пострадать больше, так как больше зависят от ситуации в мировой экономики. В рублевых облигациях VimpelCom мы не видим интересных идей.

Заметные снижение доходности и рост долговой нагрузки

Ключевые финансовые показатели VimelCom Ltd. по US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2011 г., млн долл.

	II кв. 10	I п/г 10	2 010	I кв. 11	II кв. 11	I п/г 11	II кв.11/ I кв.11, %	II кв.11/ II кв.10, %	I п/г 11/ I п/г 10
Выручка	2 642	4 873	10 513	2 743	5 532	8 275	102	109	70
OIBDA	1 262	2 303	4 932	1 209	2 191	3 401	81	74	48
Чистая прибыль	349	741	1 721	609	273	881	(55)	(22)	19
Рентабельность OIBDA, %	48	47	47	44	40	41			
Чистая рентабельность, %	13	15	16	22	5	11			
Операц. ден. поток	1 001	1 804	3 670	1 004	1 231	2 235	23	23	24
Кап. инвестиции	(270)	(480)	(1 757)	(547)	(934)	(1 481)	71	246	208
Основные средства		5 308	6 935	7 378		15 184	106		
Денежные средства		2 047	885	1 858		3 190	72		
Собственный капитал		5 510	10 813	11 434		18 505	62		
Долгосрочные займы		4 794	4 499	6 047		25 756	326		
Краткосрочные займы		1 522	1 162	1 243		1 637	32		
Активы		14 778	19 928	22 281		58 873	164		
Фин. долг, в т.ч.:		6 316	5 661	7 289		27 392	276		
краткосрочные займы		1 522	1 162	1 243		1 637	32		
долгосрочные займы		4 794	4 499	6 047		25 756	326		
Чистый долг		4 269	4 776	5 432		24 202	346		
Краткосрочные займы / ФД		0,2	0,2	0,2		0,1			
Фин. Долг / OIBDA		1,4	1,1	1,4		3,0*			
Чистый долг / OIBDA		0,9	1,0	1,1		2,6*			
OIBDA / Проценты к уплате	9,5	8,4	9,1	9,0	4,7	5,6			
Собственный капитал / Активы		0,4	0,5	0,5		0,3			

**Про-форма*

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

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
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, 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 Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkooa@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 Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия

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
Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011