



Утренний Express-О

26 февраля 2015 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Русал (-/-/-): итоги 2014 г. по МСФО.



VimpelCom Ltd. (Ва3/BB/-): финансовые результаты за 2014 г.

## Русал (-/-/-): итоги 2014 г. по МСФО.

Русал представил довольно сильные финансовые результаты за 2014 г. по МСФО, в первую очередь в части прибыльности бизнеса. Так, выручка компании сократилась на 3% до 9,36 млрд долл., в то время как EBITDA выросла в 2,3 раза до 1,5 млрд долл., при этом EBITDA margin достигла 16,2% («+9,5 п.п.» г/г). Компания смогла в полной мере воспользоваться располагающей конъюнктурой, в первую очередь ростом премий прямых поставок («+42%» г/г), выгоду компании также обеспечила девальвация рубля. Отметим, что себестоимость производства Русала снижалась – по итогам 4 кв. она составила 1671 долл./тонна, приближаясь к минимальным уровням, в том числе благодаря программе приостановки неэффективных мощностей. На фоне хороших финансовых результатов, а также благодаря погашению части долга и эффекту девальвации рубля уровень долга Русула по итогам 2014 г. заметно снизился – метрика Долг/EBITDA составила 6,5х против 16,6х в 2013 г., Чистый долг/EBITDA – 5,8х против 15,5х соответственно. При этом короткая часть долга в размере 447 млн долл., включая оферту по рублевому выпуску Русал-Братск 08 на 15 млрд руб. в апреле, полностью покрывалась денежными средствами на счетах на сумму 570 млн долл. Сильная отчетность может стать поводом для покупок рублевых бумаг Русала со стороны инвесторов готовых к риску.

*Вчера Русал хорошо отчитался за 2014 г. по МСФО...*

*EBITDA оказалась выше прогнозов, EBITDA margin компании подросла до 13%...*

*Влияние на результаты оказало постепенное восстановление цен на алюминий и рост премий за прямые поставки...*

*Выгоду компания получила от девальвации рубля...*

**Комментарий.** Вчера Русал представил довольно сильные финансовые результаты за 2014 г. по МСФО, в первую очередь в части прибыльности бизнеса.

Так, выручка компании сократилась на 3% до 9,36 млрд долл., в то время как EBITDA выросла в 2,3 раза до 1,5 млрд долл., при этом EBITDA margin достигла 16,2% («+9,5 п.п.» г/г). Компания смогла в полной мере воспользоваться располагающей конъюнктурой – цены на алюминий демонстрировали небольшое повышение на LME («+1,1%» г/г) и более существенное рост в премиях («+42%» г/г), выгоду компании также обеспечила девальвация рубля.

Отметим, что себестоимость производства Русала снижалась – по итогам 4 кв. она составила 1671 долл./тонна, приближаясь к минимальным уровням, в том числе благодаря программе приостановки неэффективных мощностей.

В 2015 г. компания прогнозирует, что глобальный спрос на алюминий вырастет на 6,5% до 59 млн тонн, а дефицит на рынке (без учета Китая) сохранится на уровне 1,1 млн тонн. Впрочем, переизбыток мощностей в Китае может вылиться в экспортные поставки, что может оказывать давление на мировые цены на алюминий. Тем не менее, Русал вполне может рассчитывать на удержание заданной динамики по улучшению финансовых показателей как за счет премий прямых поставок, так и девальвации рубля.

26 февраля 2015

**Поддержка также  
последовала от мер  
сворачивания  
неэффективных  
производств...**

**Компания за 2014 г.  
получила чистую  
прибыль...**

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русала (МСФО)		
	2013	2014	Изм. %
Объем продаж первич. алюминия, тыс. тонн	3 788	3 525	-6,9
Себестоимость, долл./тонна	1 907	1 729	-9,3
Цена на алюминий на LME, долл./тонна	1 845	1 866	1,1
Ср. премия к цене, долл./тонна	267	380	42,3
Выручка	9 760	9 357	-4,1
Операционный денежный поток	408	1 398	242,6
EBITDA	651	1 514	132,6
EBITDA margin	6,7%	16,2%	9,5 п.п.
Чистая прибыль	-3 241	531	-
margin	отриц	5,7%	-
	2013	2014	Изм. %
Активы	20 480	14 540	-29,0
Денежные средства и эквиваленты	716	570	-20,4
Долг	10 825	9 407	-13,1
краткосрочный	1 676	447	-73,3
долгосрочный	9 149	8 960	-2,1
Чистый долг	10 109	8 837	-12,6
Долг/EBITDA	16,6	6,2	
Чистый долг/EBITDA	15,5	5,8	

Источники: данные компании, PSB Research

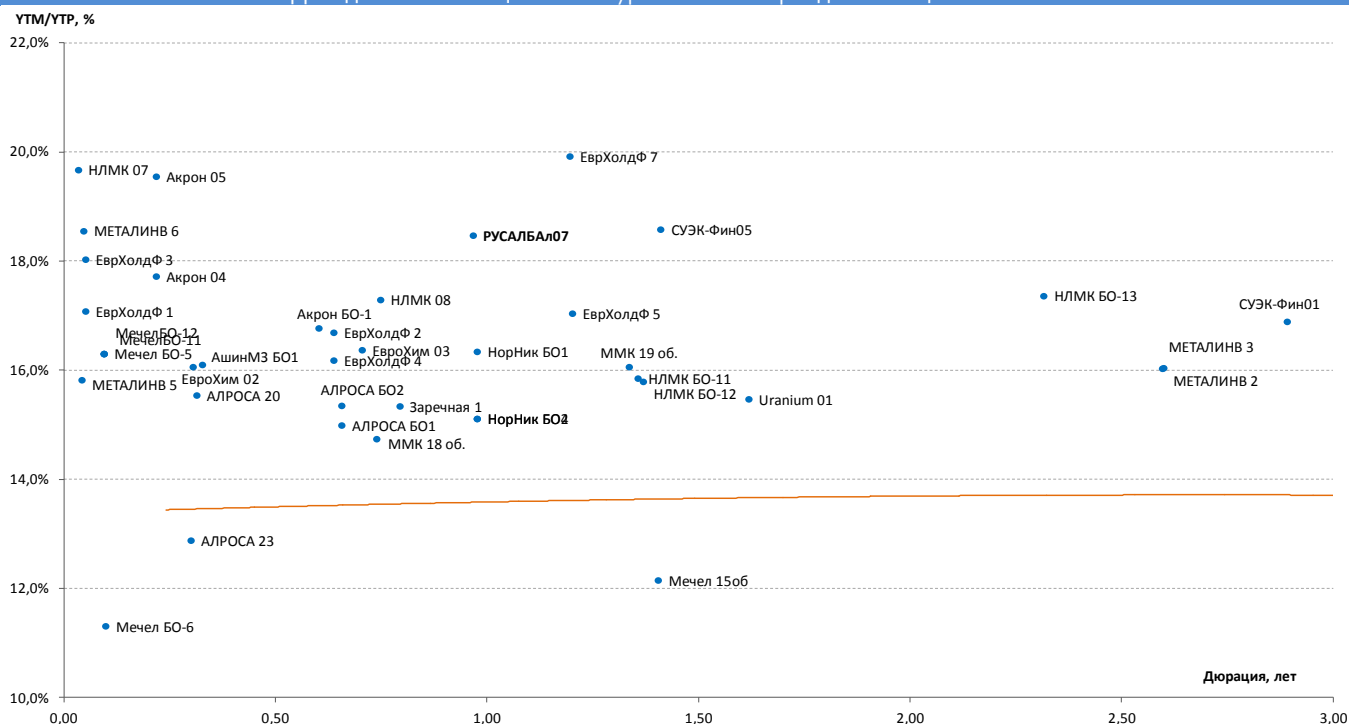
**Долговая нагрузка на фоне  
улучшения прибыльности и  
погашения части долга  
заметно снизилась –  
Чистый долг/EBITDA  
составило 5,8х...**

**Отчетность может стать  
поводом для покупок бондов  
Русал-Братск инвесторами  
готовых к рискам...**

На фоне хороших финансовых результатов, а также благодаря погашению части долга (в декабре 2014 г. на 300 млн долл.) и эффекту девальвации рубля уровень долга Русала по итогам 2014 г. заметно снизился – метрика Долг/EBITDA составила 6,5х против 16,6х в 2013 г., Чистый долг/EBITDA – 5,8х против 15,5х соответственно. При этом короткая часть долга в размере 447 млн долл., включая ofertу по рублевому выпуску Русал-Братск 08 на 15 млрд руб. в апреле, полностью покрывалась денежными средствами на счетах на сумму 570 млн долл. Вместе с тем, менеджмент рассчитывает, в случае благоприятной конъюнктуры, в 2015 г. погасить долг на 1 млрд долл., что, безусловно, позитивно отразится на кредитных метриках Русала.

Сильная отчетность может стать поводом для покупок рублевых бумаг Русала со стороны инвесторов готовых к риску.

## Доходности облигаций металлургических и горнодобывающих компаний

**Александр Полютков**

26 февраля 2015

## VimpelCom Ltd. (Ваз/ВВ/-): слабые финансовые результаты за 2014 г.

VimpelCom Ltd. отчитался за 4 кв. и 2014 г. по МСФО - результаты оказались хуже консенсус-прогнозов по EBITDA и чистой прибыли, хотя совпали с собственными прогнозами оператора. В целом, результаты выглядят слабо, в том числе из-за девальвации валют операционных стран группы. В свою очередь, органическое (без учета эффекта пересчета валют и сделки с Djezzy) снижение выручки по группе было на 4% и EBITDA - на 6%, что связано с ухудшением операционной среды в России, Украине и Пакистане, непростой ситуации на итальянском рынке. Прогнозы оператора на 2015 г. довольно скромные – flat или снижение в пределах 5% по органической выручке, flat или снижение на 1 п.п. по EBITDA margin. Долговая нагрузка VimpelCom Ltd. по сравнению с 9 мес. 2014 г. не претерпела изменений – метрика Долг/EBITDA составила 3,3х, Чистый долг/EBITDA – 2,5х, при этом прогноз на 2015 г. последней метрики закладывает резкий рост до 3,2х, что несколько настораживает. Сделка по объединению мобильного бизнеса в Италии с конгломератом Hutchison могла бы улучшить ситуацию с долгом, впрочем переговоры сторон с переменным успехом длятся уже не один год. Публикация слабой отчетности, хуже ожиданий рынка, может оказать давление на евробонды VimpelCom Ltd., хотя финансовые результаты во многом уже учтены в котировках бумаг.

**VimpelCom Ltd. представил результаты за 2014 г. по МСФО...**

**Оператор продемонстрировал ослабление финансовых показателей...**

**Выручка за 2014 г. снизилась на 13%, EBITDA – на 3,5%, EBITDA margin составила 40,6%...**

**Давление оказало ухудшение макроэкономики в ряде стран присутствия, девальвация национальных валют...**

**Комментарий.** Вчера VimpelCom Ltd. отчитался за 4 кв. и 2014 г. по МСФО - результаты оказались хуже консенсус-прогнозов по EBITDA и чистой прибыли, хотя совпали с собственными прогнозами оператора.

В целом, результаты группы выглядят слабо – на фоне девальвации операционных валют к доллару выручка сократилась на 13% до 19,63 млрд долл., EBITDA – на 3,5% до 8 млрд долл., впрочем EBITDA margin составила 40,6%, прибавив 4 п.п. г/г. В свою очередь, органическое (без учета эффекта пересчета валют и сделки с Djezzy) снижение выручки VimpelCom Ltd. было на 4% и EBITDA - на 6%, что связано с ухудшением операционной среды в России, Украине и Пакистане, по-прежнему непростая конкурентная ситуация на итальянском рынке. В то же время VimpelCom Ltd смог расширить абонентскую базу в 2014 г. на 2% (г/г) до 221,6 млн.

Вместе с тем, менеджмент оператора отмечает, что из-за девальвации рубля произошел рост расходов на строительство сетей в России, выросли сборы за частоты в Украине и Алжире, возникли дополнительные траты на запуск сети 3G в Алжире, Пакистане, Бангладеш, которые оказывали давление на прибыльность бизнеса. По итогам 2014 г. у компании был сформирован убыток 691 млн долл., по данным менеджмента, главным образом в результате неденежных списаний на 1,1 млрд долл. по гудвиллу в Украине и Пакистане из-за ухудшения макроэкономических условий.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	VimpelCom (МСФО)		
	2013	2014	Изм. %
Абонентская база, млн	216,9	221,6	2,2
Выручка	22 546	19 627	-12,9
Операционный денежный поток	6 351	5 279	-16,9
EBITDA	8 260	7 970	-3,5
EBITDA margin	36,6%	40,6%	4,0 п.п.
Чистая прибыль	-2 625	-691	-73,7
margin	отриц	отриц	-
	2013	9 мес. 14	Изм. %
Активы	49 876	40 997	-17,8
Денежные средства и их эквиваленты	4 454	6 342	42,4
Долг	27 454	26 443	-3,7
краткосрочный	1 897	2 789	47,0
долгосрочный	25 557	23 654	-7,4
Чистый долг	23 000	20 101	-12,6
Долг/EBITDA	2,9	3,3	
Чистый долг/EBITDA	2,4	2,5	

Источники: данные компании, PSB Research

26 февраля 2015

**Прогнозы VimpelCom Ltd. довольно скромные, не лучше результатов 2014 г.**

**Настораживает прогнозный рост долговой нагрузки оператора в 2015 г. – Чистый долг/EBITDA до 3,2х против 2,5х в 2014 г...**

**Публикация слабой отчетности окажет давление на евробонды VimpelCom Ltd., причем бумаги уже во многом учитывают данные в котировках...**

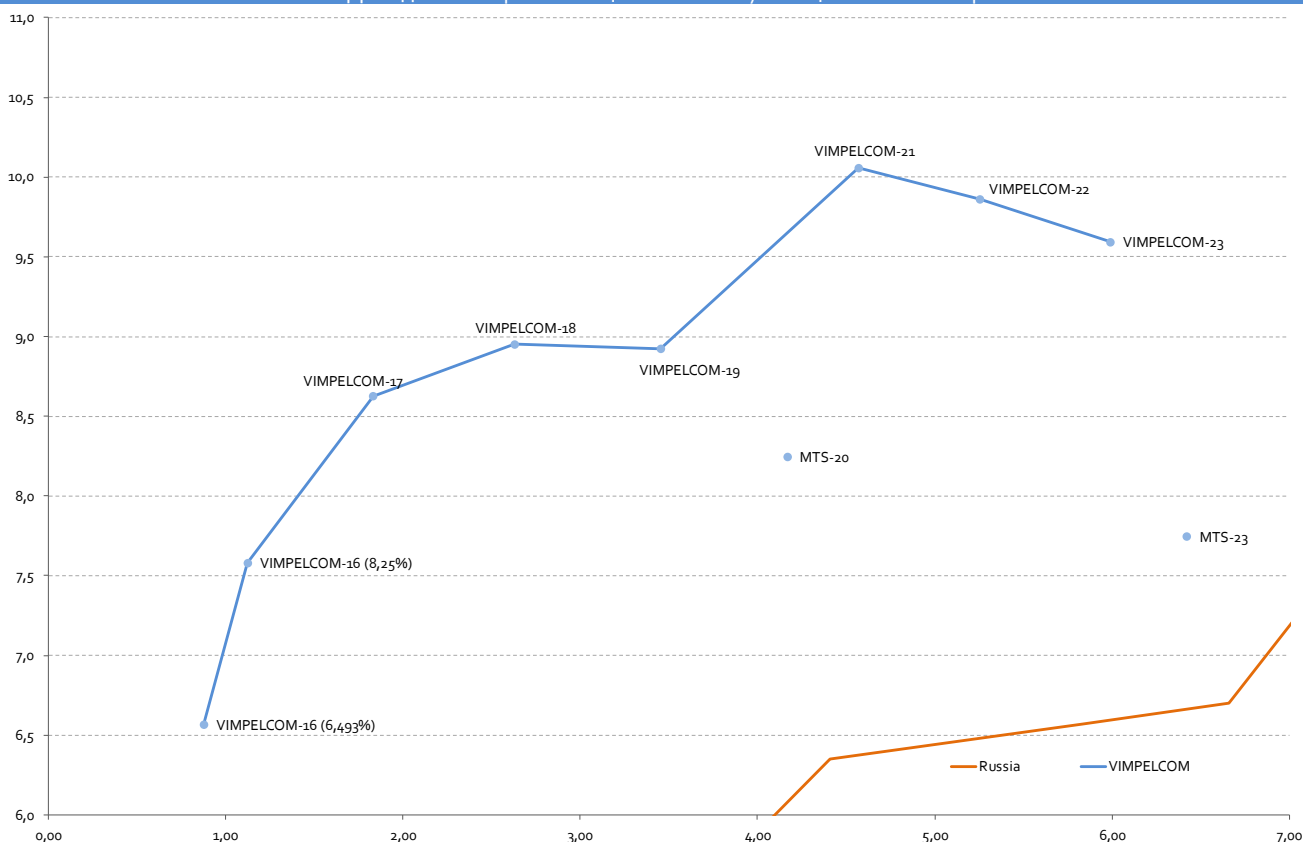
Прогнозы VimpelCom Ltd. на 2015 г. довольно скромные – flat или снижение в пределах 5% по органической выручке, flat или снижение на 1 п.п. по EBITDA margin, то есть не лучше итогов 2014 г.

Долговая нагрузка VimpelCom Ltd. на конец 2014 г. по сравнению с 9 мес. не претерпела изменений – метрика Долг/EBITDA составила 3,3х, Чистый долг/EBITDA – 2,5х. В то же время, по данным компании, с учетом закрытия в январе сделки по продаже алжирского Djazzy за 3,8 млрд долл. (с учетом дивидендов) метрика Долг/EBITDA (pro forma) была 2,9х, Чистый долг/EBITDA – 2,4х. В свою очередь, прогноз VimpelCom Ltd. на 2015 г. закладывает довольно резкий рост долга до 3,2х по метрике Чистый долг/EBITDA, что несколько настораживает.

Вместе с тем, VimpelCom Ltd отмечает, что без долга итальянской «дочки» Чистый долг/EBITDA оператора составляет 1,2х. Напомним, что недавно СМИ сообщили о росте активности переговоров оператора с конгломератом Hutchison по объединению мобильного бизнеса в Италии, что могло бы улучшить ситуацию с долгом, поскольку ранее предполагалась деконсолидация Wind. Впрочем, говорить о благоприятном исходе рано, стороны с переменным успехом ведут данные переговоры уже не один год. В то же время ранее сообщалось, что Wind готовит сделку по продаже своих сотовых вышек (порядка 6 тыс.), которые оценивались в 700 млн евро, вырученные средства могли пойти, в том числе на погашение долгов.

Публикация слабой отчетности, хуже ожиданий рынка, окажет давление на евробонды VimpelCom Ltd., причем результаты уже во многом учтены в котировках бумаг, которые показали снижение в последние дни. В случае установления позитива на рынках, бумаги оператора могут демонстрировать движение вместе с рынком.

Доходности еврооблигаций телекоммуникационного сектора

**Александр Полютков**

26 февраля 2015

## Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

### PSB RESEARCH

Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

#### ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Дмитрий Иванов

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Юлия Рыбакова

Ivanovdv@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

Константин Квашнин

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

KholzhitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Skabelin@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

26 февраля 2015

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.