

# Первичное предложение

Российский рынок облигаций  
15 марта 2012 г.

Nb **НОМОС БАНК**

 **ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ БАНК**

## ВымпелКом (Ва3/ВВ/-)

### Новые облигации ВымпелКома – стоит ли бояться?

Параметры новых выпусков ВымпелКома

Серия	Объем, млн руб.	Оферта/ Погаш., лет	УТР, %
01	10 000	3 / 10	9,46-9,99
04	15 000		

Источник: данные организатора

Выпуски в обращении

Серия	Цена	УТМ(Р), %	Дюрац., Дн.
-------	------	-----------	-------------

#### Рублевые облигации

ВК-Инвест-01	102,4	7,48	471
ВК-Инвест-03	97,95	8,56	783
ВК-Инвест-06	96,53	9,68	1 117
ВК-Инвест-07	98,95	8,83	1 117

#### Еврооблигации

VimpelCom-13	105,0	3,83	385
VimpelCom-16	109,25	5,81	1 287
VimpelCom-16-2	103,5	5,55	1 252
VimpelCom-17	100,63	6,20	1 561
VimpelCom-18	110,31	7,15	1 712
VimpelCom-21	100,55	7,81	2 352
VimpelCom-22	99,05	7,79	2 576

Источник: данные Cbonds

**Александр Полютков**  
[Polyutov\\_av@nomos.ru](mailto:Polyutov_av@nomos.ru)

Российский оператор ВымпелКом открыл на 2 дня книгу заявок по облигациям серий 01 и 04 общим объемом 25 млрд руб.

После сделки с Wind Telecom риски кредитного профиля группы VimpelCom Ltd. заметно возросли, что заставляет задуматься над уровнем премии в качестве компенсации.

#### Стоит ли бояться этих рисков, насколько они актуальны?

- **Долговая нагрузка** – мы не ожидаем дальнейшего роста, скорее понижения.
- **Пик погашения долга в 2017 г.** – горизонт инвестиций в новые облигации не затрагивает эти риски.
- **Концентрация бизнеса в «проблемных» странах** – трудности возникли на ключевом рынке в России, нежели в Италии, как ожидалось.
- **Национализация алжирского оператора Djezzy** – главная интрига сохраняется вокруг цены выкупа, однако предварительная оценка до 7 млрд долл.
- **Выделение активов, не вошедших в сделку с Wind Telecom** – процедура завершена, финансовые риски сняты.
- **M&A-активность** – крупномасштабные сделки не планируются, возможны локальные покупки.
- **Конфликт акционеров** – «градус напряжения» снизился, восстановлено равновесие в компании.

Новые облигации ВымпелКома предлагают доходность 9,46-9,99% годовых к 3-летней оферте, которую мы рассматриваем как интересную, поскольку она вполне компенсирует имеющиеся риски кредитного профиля и несет достойную премию к собственным облигациям, а также к бумагам конкурентов на вторичном рынке.

Рекомендуем принять участие в размещении облигаций ВымпелКом серий 01 и 04 ближе к нижней границе индикатива.

**Среди основных рисков кредитного профиля VimpelCom Ltd. мы выделяем:**

- **Высокая долговая нагрузка – вряд ли возможен дальнейший рост, скорее стоит ждать понижения.**  
Закрыв сделку с Wind Telecom в апреле 2011 г., VimpelCom Ltd. вошел в пятерку крупнейших в мире сотовых операторов, но «платой» за это стал рост долговой нагрузки (Чистый долг/ЕБИТДА увеличилось с 1,3х до 2,6х, долг превысил 27 млрд долл.). Компания заявляла о намерении добиться его снижения до 2,0х к концу 2014 г., но по итогам 2011 г. прогресса в этом направлении достичь так и не удалось (Чистый долг/ЕБИТДА по-прежнему 2,6х). Видимо, скорого улучшения ситуации пока ждать не приходится, но и рост маловероятен. Снизить долговую нагрузку компания, скорее всего, сможет за счет сокращения капвложений (с 20% до 15% от годовой выручки, запланировано оператором к концу 2014 г.), но это будет проходить постепенно, учитывая возрастающую конкуренцию на рынке ШПД, и потребует экстраординарных усилий. В свою очередь, новая дивидендная политика оператора не способствует снижению долга, «гарантируя» ежегодные выплаты акционерам около 1,3 млрд долл.
- **Пик погашения долга в 2017 г. – горизонт инвестиций в новые облигации не затрагивает эти риски.**  
Горизонт инвестиций в новые облигации ВымпелКома не захватывает 2017 г., когда группе предстоит погашение долга на сумму 9,1 млрд долл. Скорее всего, VimpelCom Ltd. постарается в ближайшие годы сгладить данный пик погашения, рефинансировав данные обязательства, для чего у компании достаточно времени.
- **Концентрация бизнеса в «проблемных» странах – трудности возникли на ключевом рынке в России, нежели в Италии, как ожидалось.**  
Географически бизнес обновленного VimpelCom Ltd. в основном сосредоточен в России (свыше 38% выручки), а также в Италии (более 30% доходов). При этом на ключевом российском рынке оператор столкнулся с трудностями в условиях возросшей конкуренции, уступив позиции ближайшим конкурентам. Причем, в «гонке за абонентами» российское подразделение VimpelCom Ltd. существенно потеряло в рентабельности, что в полной мере проявилось в 4 кв. 2011 г. (ЕБИТДА margin ушла ниже отметки в 40% до 37,6%). Очевидно, что восстановление прибыльности бизнеса станет важной задачей для нового руководства ВымпелКом. Что касается Италии, то денежные потоки за последние два квартала 2011 г., формирующиеся здесь, пока остаются довольно стабильными (на уровне 2010 г.), хотя основные опасения были связаны с бизнесом в этой стране, оказавшейся в эпицентре европейского долгового кризиса. В целом, рынки сотовой связи в Италии и России довольно насыщены (уровень проникновения свыше 150%), тем не менее, сохраняются хорошие перспективы для развития услуг ШПД, но конкуренция в этом сегменте нарастает.
- **Национализация алжирского оператора Djazzy – главная интрига сохраняется вокруг цены выкупа.**  
В данном вопросе, на наш взгляд, есть позитивные для VimpelCom Ltd. подвижки. Так, в начале 2012 г. компанией был подписан «необязывающий меморандум» с алжирскими властями относительно возможных условий национализации Djazzy, что, по крайней мере, говорит о наличии диалога между сторонами. Отметим, что менеджмент VimpelCom Ltd. намерен добиваться приемлемой цены продажи Djazzy. При этом еще прошлой осенью в СМИ появилась неофициальная информация об итогах оценки стоимости алжирского оператора, которую проводила юридическая фирма Shearman and Sterling International Affairs LLP France (привлекалась правительством Алжира) – тогда оператор был оценен в 7 млрд долл., что совпадало с ожиданиями VimpelCom Ltd. Таким образом, возможная оценка бизнеса Djazzy по-прежнему остается главной интригой. Отметим, что вклад алжирского оператора в консолидированную ЕБИТДА VimpelCom Ltd. превышает 13%, есть за что побороться.
- **Выделение активов, не вошедших в сделки с Wind Telecom – процедура завершена, финансовые риски сняты.**  
В феврале 2012 г. VimpelCom Ltd. объявил о завершении процедуры выделения активов за контур сделки с Wind Telecom, а именно долей в египетских операторах ECMS и Mobinil и северокорейском Koryolink. Согласно ранее принятым договоренностям, если данные активы остались бы в составе VimpelCom Ltd., то оператор должен был выплатить акционерам Wind Telecom 770 млн долл. Сейчас данные финансовые риски окончательно сняты.
- **М&А-активность – крупномасштабные сделки не планируются, возможны локальные покупки.**  
В конце 2011 г. VimpelCom Ltd. отказался от реализации опциона на покупку 24,95% в Евросети в

дополнение к уже имеющимся 49,9%, что мы положительно оцениваем. Данное приобретение могло бы потребовать от оператора порядка 800-900 млн долл., а консолидация финансовых показателей ритейлера привела бы к нежелательному снижению рентабельности российского подразделения, поскольку прибыльность розницы традиционно ниже. Менеджмент компании ранее также сообщал, что не планирует крупномасштабные M&A-сделки, не исключив при этом локальные приобретения.

- **Конфликт акционеров – «градус напряжения» снизился, восстановлено равновесие в компании.**

В феврале 2012 г. «градус напряжения» несколько снизился между конфликтующими акционерами VimpelCom Ltd. (Telenor и Altimo), после того как Telenor удалось увеличить количество голосующих акций (были куплены у Н.Савириса), тем самым восстановив равновесие в компании. Данный факт, на наш взгляд, является важным для кредитного профиля оператора, поскольку Telenor считает наиболее оптимальной реализацию взвешенной стратегии развития, направленной на повышение операционной эффективности компании. Кроме того, Telenor прекращает судебные тяжбы с VimpelCom Ltd. и Altimo.

**Резюме:** На наш взгляд, ключевые риски кредитного профиля VimpelCom Ltd. связаны с высокой долговой нагрузкой, а также с трудностями на российском рынке сотовой связи, возникшими в конкурентной борьбе. В то же время мы не ожидаем дальнейшего наращивания долга, скорее – его понижение, на что нацелены усилия менеджмента оператора. Что касается проблем в России, то со сменой руководства, вполне можно ожидать постепенного восстановления рентабельности бизнеса.

*Наш комментарий к отчетности VimpelCom Ltd. за 2011 г.:*

[http://www.nomos.ru/upload/iblock/e29/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_14\\_03\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/e29/NOMOS_daily_debt_markets_14_03_2012.pdf)

#### **Наши рекомендации.**

*Мы рекомендуем принять участие в размещении облигаций ВымпелКом (Ba3/BB/-) серий 01 и 04, поскольку индикатив доходности (9,46-9,99% годовых к 3-летней оферте) несет неплохую премию к вторичному рынку собственных выпусков и облигаций конкурентов, предоставляя компенсацию за риски кредитного профиля. Интересным представляется уровень ближе к нижней границе ориентира.*

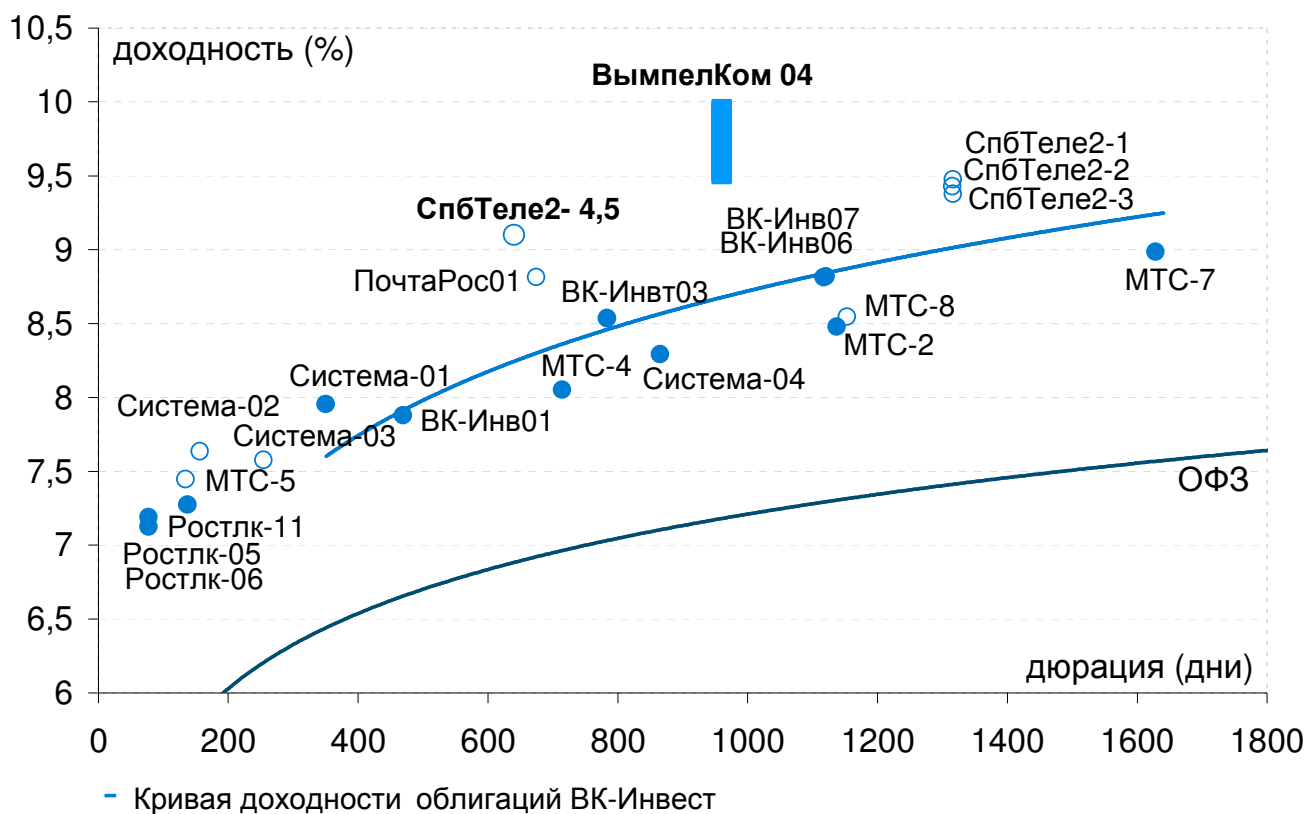
В настоящее время премия предложения к кривой доходности облигаций ВК-Инвест составляет свыше 80 б.п., что соответствует спреду к кривой ОФЗ более 240 б.п. Причем, отметим, что в этот раз эмитентом облигаций является ОАО «ВымпелКом», а не SPV-компания ООО «ВымпелКом-Инвест», как было ранее.

Кроме того, новые бумаги дают весьма достойную компенсацию (около 100-140 б.п.) за разницу в кредитных метриках к обращающимся облигациям конкурента МТС (Ba2/BB/BB+): серий 02 (YTM 8,4%/1140 дн.) и 08 (YTP 8,7%/1155 дн.). Интересно, что максимальный спред между рублевыми облигациями МТС и ВК-Инвест (на схожем отрезке дюраций) после сделки VimpelCom Ltd. с Wind Telecom достигал 200 б.п. (в сентябре-октябре 2011 г.), поэтому предложенная премия к бумагам МТС при текущих условиях, на наш взгляд, выглядит неплохо. В то же время, для сравнения, на евробондах действующий спред между длинными выпусками VimpelCom-21 (YTM 7,86%/2356 дн.), VimpelCom-22 (YTM 7,85%/2579 дн.) и MTS-20 (YTM 6,25%/2220 дн.) традиционно шире, чем на рублевых бондах и составляет порядка 130-150 б.п.

По нашим подсчетам, альтернативу новым рублевым облигациям ВымпелКома могут составить долларовые евробонды компании схожей срочностью, как VimpelCom-16 (YTM 5,86%/1289 дн.) и VimpelCom-16-2 (YTM 5,64%/1254 дн.). В то же время нужно учитывать, что операции с валютой связаны с весомыми рисками, а волатильность еврооблигаций существенно выше, чем у рублевых бумаг. Учитывая, что отчетность VimpelCom Ltd. вышла довольно слабая, евробонды компании в первую очередь ощутят на себе давление, особенно длинные выпуски.

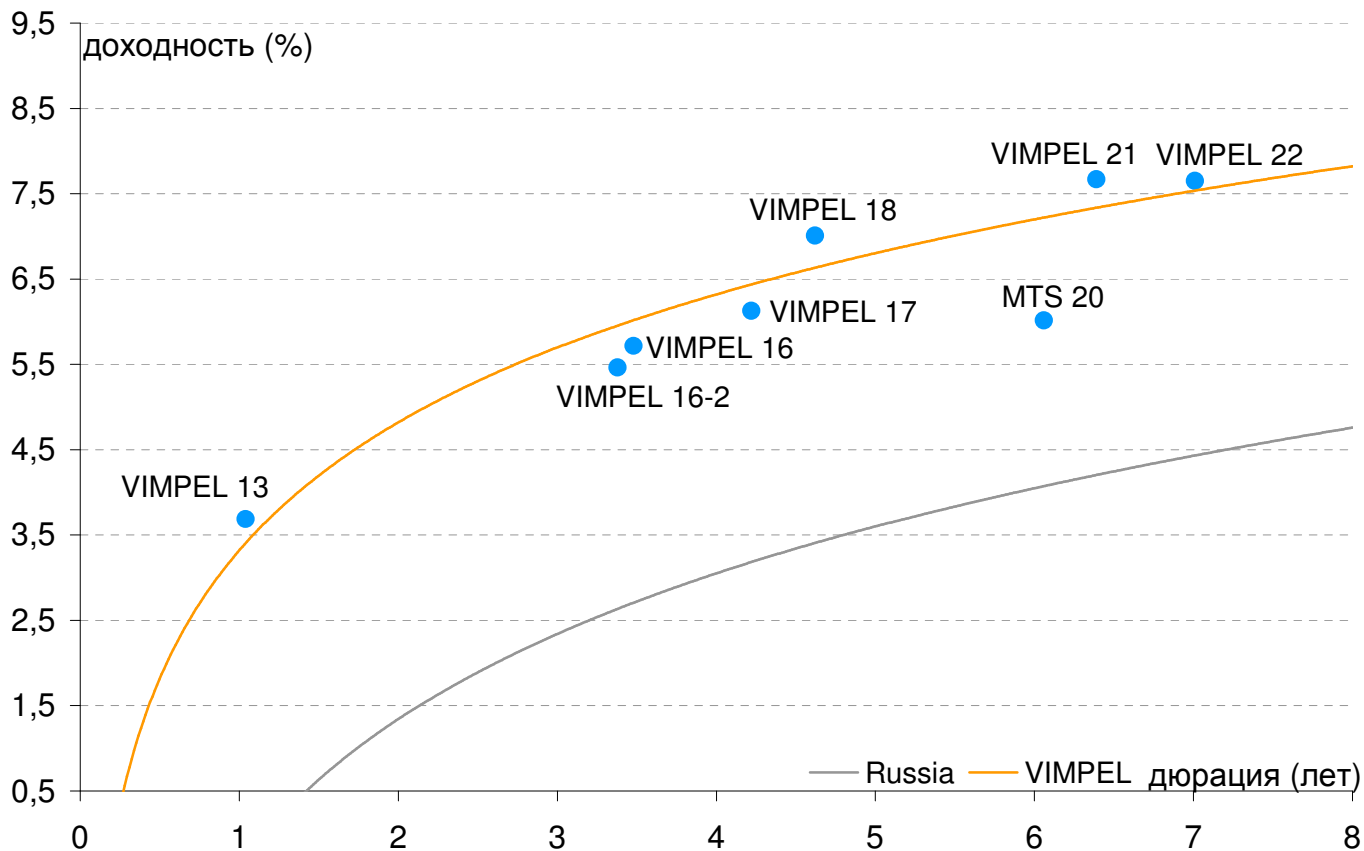
На этом фоне новые рублевые облигации с предложенной премией является вполне интересными, в том числе в сравнении с итогами размещений двух выпусков Теле2, которые прошли с доходностью 9,1% годовых к оферте через 2 года.

## График доходности рублевых облигаций телекоммуникационного сектора



Источник: ММВБ

## График доходности еврооблигаций телекоммуникационного сектора



Источник: Bloomberg

## Результаты VimpelCom Ltd. за 4 кв. и 2011 г. по US GAAP

млн долл.	3Q11	4Q11	Кв-на-Кв	Г-на-Г	2010	2011	Г-на-Г
<b>Выручка, вкл.</b>	<b>6,093</b>	<b>5,878</b>	<b>-4%</b>	<b>109%</b>	<b>10,513</b>	<b>20,250</b>	<b>93%</b>
Россия	2,397	2,274	-5%	8%	8,162	9,064	11%
Европа и Сев.Америка	1,878	1,880	0%	n/a	0	5,484	
Африка и Азия	936	904	-3%	n/a	0	2,637	
Украина	437	417	-5%	3%	1,185	1,641	38%
СНГ	433	420	-3%	16%	1,365	1,596	17%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>2,540</b>	<b>2,207</b>	<b>-13%</b>	<b>76%</b>	<b>4,932</b>	<b>8,149</b>	<b>65%</b>
<i>margin</i>	<i>41.7%</i>	<i>37.6%</i>			<i>46.9%</i>	<i>40.2%</i>	
<b>ЕБИТДА*</b>	<b>2,535</b>	<b>2,200</b>	<b>-13%</b>	<b>-3%</b>	<b>9,284</b>	<b>9,363</b>	<b>1%</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>104</b>	<b>(386)</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>1,673</b>	<b>488</b>	<b>-71%</b>
<i>margin</i>	<i>1.7%</i>	<i>-6.6%</i>			<i>15.9%</i>	<i>2.4%</i>	
<b>Денежные средства и их эквиваленты</b>	<b>3,443</b>				<b>885</b>	<b>2,325</b>	<b>163%</b>
<b>Долг</b>	<b>26,004</b>				<b>5,661</b>	<b>27,037</b>	<b>378%</b>
<i>краткосрочный</i>	<i>1,600</i>				<i>1,162</i>	<i>2,649</i>	<i>128%</i>
<i>долгосрочный</i>	<i>24,404</i>				<i>4,499</i>	<i>24,388</i>	<i>442%</i>
<b>Чистый долг</b>	<b>22,261</b>				<b>4,776</b>	<b>24,373</b>	<b>410%</b>
<b>Долг/ЕБИТДА*</b>	<b>2,8</b>				<b>1,2</b>	<b>2,9</b>	
<b>Чистый долг/ЕБИТДА*</b>	<b>2,4</b>				<b>1,0</b>	<b>2,6</b>	

\*Pro forma

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/****Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy\_EA@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полютков**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.