

СПРЕД МЕЖДУ ЕВРОБОНДАМИ ТНК-ВР И ВЫМПЕЛКОМА: КАК ДАЛЕКО МОЖЕТ ЗАЙТИ СПРОС НА КАЧЕСТВЕННЫХ РОССИЙСКИХ ЗАЕМЩИКОВ?

ЮРИЙ ТУЛИНОВ
+7 495 789 36 09

За последние несколько месяцев большой аппетит к кредитным рискам российских заемщиков первого и второго эшелонов повлек за собой рост котировок и сужение спредов, иногда вне зависимости от различий между конкретными компаниями (при условии, что их кредитное качество является в целом хорошим). Для примера, за последние полгода котировки евробондов ВымпелКома прибавили от 600 до 4,300бп (для выпусков **VIP 10** и **VIP 18** соответственно), вследствие чего бумаги компании снова торгуются практически на кривой еврооблигаций ТНК-ВР. В то время как на протяжении последних 2 лет это можно было объяснить неутрачивающим конфликтом между акционерами ТНК-ВР, теперь, по мере стабилизации рынков, этот спред имеет определенный потенциал к расширению.

Сегодня выпуски **VIP 11** (среднерыночная доходность УТМ 6.5%), **VIP 13** (УТМ 8.1%) и **VIP 18** (УТМ 8.9%) предлагают премию в 10-70бп к евробондам ТНК-ВР: **TNK 11** (УТМ 6.2%), **TNK 13** (УТМ 7.5%) и **TNK 18** (УТМ 8.8%). Несмотря на то, что мы в целом позитивно оцениваем кредитоспособность обеих компаний, мы полагаем, что это спред может вырасти до 100бп, в особенности в длинной части кривой, где на данный момент его значение близко к нулю.

Мы обращаем внимание на следующие сравнительные преимущества ТНК-ВР перед ВымпелКомом:

- **Более сильная структура акционеров (самые важные пункты конфликта между которыми на данный момент уже разрешены).** Не забывая о том, что Альфа-Групп владеет значительными пакетами акций в обеих компаниях (25.0% в ТНК-ВР и 44.0% в ВымпелКоме), отметим, что в прошлом году акционерам ТНК-ВР – консорциуму ААР и ВР (Aa1/AA/AA+) – удалось договориться по большинству вопросов, в то время как на данный момент у нас нет уверенности в том, как и когда завершится спор между владельцами телекоммуникационного оператора, к тому же даже сейчас будущее пакета акций Telenor (A3/A-/BBB+) в ВымпелКоме остается туманным. **Контраргумент:** ТНК-ВР все еще подыскивает руководителя, который мог бы на постоянной основе занять позицию исполнительного директора компании.
- **Большой размер компании в более важной со стратегической точки зрения отрасли.** Активы и совокупная выручка ТНК-ВР превышают показатели ВымпелКома почти в 2.0x и 4.0x раза. Компания работает в чрезвычайно важном для России нефтяном секторе и, соответственно, в случае необходимости сможет одной из первых рассчитывать на поддержку со стороны государства (например, в прошлом году государство ввело налоговые льготы для всего нефтяного сектора). **Контраргумент:** Прошлой осенью Альфа-Групп одной из первых получила заем на сумму USD2.0 млрд. от государства, что позволило ей сохранить свой пакет акций в ВымпелКоме, после наступления margin-call'a по кредиту от Deutsche Bank.
- **Более сильные рейтинги ТНК-ВР с возможностью получения рейтинга инвестиционного уровня от S&P.** На данный момент рейтинг компании TNK-BP International Ltd. от Moody's (Baa2, прогноз Развивающийся) на 3 ступени выше, чем у ВымпелКома (Ba2, прогноз Негативный). Рейтинги компаний от агентства S&P находятся на одном уровне - BB+ (прогноз Стабильный для ТНК-ВР и Негативный для ВымпелКома), однако данный факт по большей части объясняется резкой реакцией агентства на конфликт между акционерами ТНК-ВР. В мае текущего года представители S&P заявили, что рейтинг нефтяной компании может достигнуть инвестиционного уровня, если компания повысит стандарты корпоративного управления, а макроэкономическая ситуация в России продемонстрирует признаки улучшения.
- **Лучшие показатели долговой нагрузки с большим покрытием краткосрочного долга за счет наличных денежных средств.** В то время как ТНК-ВР в целом крупнее, чем ВымпелКом, объем совокупного долга компаний выглядит сопоставимым (USD8.0 млрд. на конец 1П 2009 г. в долларовом выражении у ВымпелКома против USD7.5 млрд. у ТНК-ВР). Как следствие, соотношение Долг/EBITDA у телекоммуникационного оператора гораздо выше – на уровне 1.7x по сравнению с 1.1x у ТНК-ВР. Также отметим, что денежные средства и эквиваленты на балансе ТНК-ВР полностью покрывают ее краткосрочный долг, в то время как на 30 июня 2009 г. только 73.6% долга ВымпелКома с погашением в течение ближайших 12 месяцев было покрыто остатком денежных средств компании (несмотря на то, что в последнее время ВымпелКом наращивал свой запас кэша). **Контраргументы:** ВымпелКом функционирует в более рентабельной отрасли: так, рентабельность по EBITDA находится на уровне 50.0% или выше. К тому



же, сектор телекоммуникаций отличается большей стабильностью и меньшей зависимостью от внешних факторов (в отличие от цен на нефть). Как следствие, за последние 12 месяцев финансовые и операционные показатели мобильного оператора ухудшились в меньшей степени, нежели ТНК-ВР.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТНК-ВР И ВЫМПЕЛКОМА

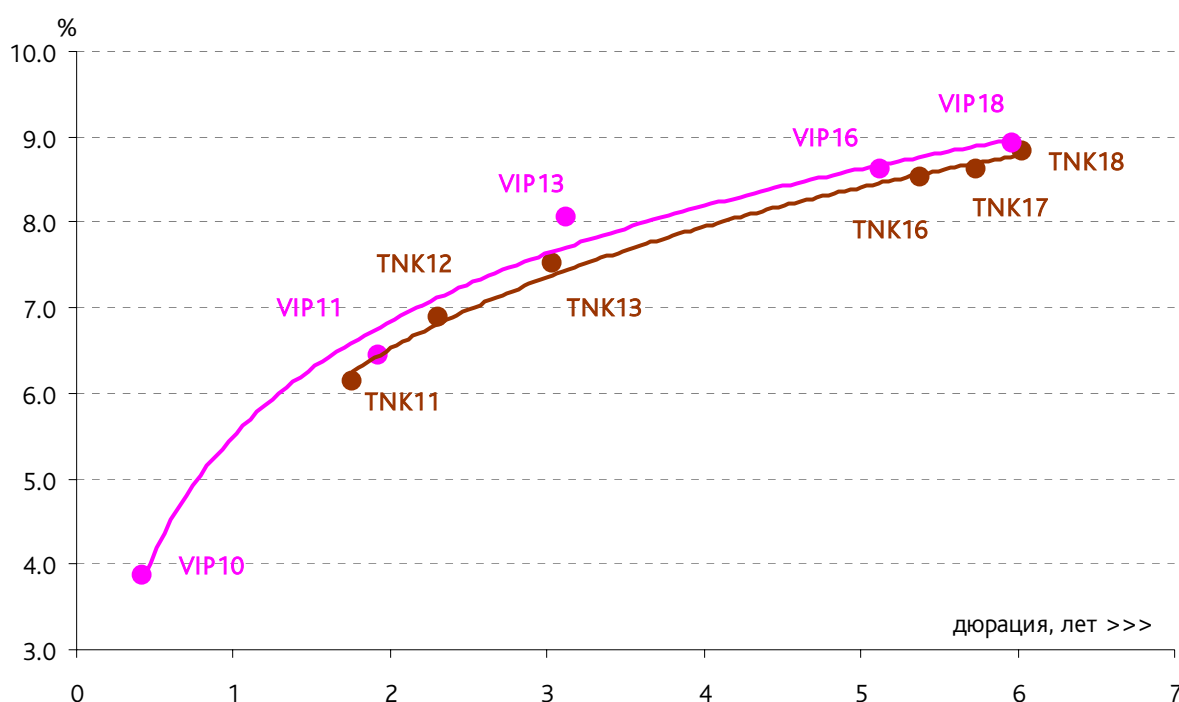
US GAAP, USD млн.	ТНК-ВР Интернешнл Лимитед (Ваа2/BB+/BBB-)			ВымпелКом(Ва2/BB+/NR)		
	1П 08	2П 08	1П 09	1П 08	2П 08	1П 09*
Выручка	28,295	23,591	14,487	4,720	5,405	4,088
ЕВITDA	7,346	2,765	3,849	2,386	2,528	2,047
Чистые денежные средства от операционной деятельности	5,584	3,027	2,858	1,822	1,600	1,673
Капитальные затраты	(2,008)	(1,916)	(1,267)	(921)	(1,156)	(379)
Чистая прибыль	5,002	282	2,143	1,106	(582)	419
Совокупный долг, в том числе	8,133	7,992	7,538	7,751	8,443	7,975
краткосрочный долг	1,612	1,898	1,424	1,248	1,909	2,242
Чистый долг	5,194	6,247	5,913	6,772	7,528	6,325
Собственный капитал (вкл. долю меньшинства)	16,335	14,789	15,896	6,436	4,610	4,538
Всего активов	32,151	28,707	28,804	17,709	15,725	14,729
Ключевые показатели						
EBITDA margin (%)	26.0	11.7	26.6	50.6	46.8	50.1
EBITDA/ Проценты к уплате (x)	26.9	12.2	40.9	11.9	8.5	7.4
Долг/EBITDA ** (x)	0.6	0.8	1.1	1.8	1.7	1.7
Чистый долг/EBITDA ** (x)	0.4	0.6	0.9	1.6	1.5	1.4
Денежные средства/Краткосрочный долг (%)	182.3	91.9	114.1	78.4	47.9	73.6
Долг/Собственный капитал (x)	0.5	0.5	0.5	1.2	1.8	1.8

* балансовые показатели ВымпелКома рассчитаны по курсу доллара на отчетную дату, другие показатели из рублей в доллары США переведены по средним курсам за период.

** Используется EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, оценки НБ «ТРАСТ»

ГРАФИК. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ТНК-ВР И ВЫМПЕЛКОМА



Источник: Bloomberg, НБ «ТРАСТ»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Департамент исследований долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

Стратегический анализ

Павел Пикулев +7 (495) 786-23-48
Владимир Брагин +7 (495) 786-23-46

Кредитный анализ

Татьяна Днепровская +7 (495) 789-36-09
Юрий Тулинов
Владислав Сидоров
Андрей Петров

Выпускающая группа

Татьяна Андриевская +7 (495) 789-36-09
Николай Порохов
Ричард Холиоук

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Сергей Крупчук +7 (495) 789-60-58
Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Роман Приходько +7 (495) 789-99-06
Дмитрий Рябчук +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74
Олеся Курбатова +7 (495) 647-28-39
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Валентина Сухорукова +7 (495) 647-25-90

sales@trust.ru

Департамент макроэкономического и количественного анализа

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94
Тимур Семенов +7 (495) 647-28-40
Андрей Малышенко
Вадим Закройщиков
Дмитрий Борзых

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений АКБ «ТРАСТ» («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.