

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Вымпелком (BBB-/Ba3/-): слабый финансовый отчет по итогам 1K14, евробонды компании оценены справедливо

Вчера Вымпелком первым из операторов «большой тройки» раскрыл отчет по итогам 1K14. Мы оцениваем опубликованные показатели как слабые. Так, компания сократила выручку в прошлом квартале на 10.1% г/г (до 5 024 млн. долл.), EBITDA снизилась сопоставимыми темпами – на 11.1% (до 2 088 млн. долл.). В результате, рентабельность по EBITDA осталась на уровне прошлого года, составив 41.6% (-0.4 пп г/г). Отметим, что Вымпелком не радовал инвесторов и весь прошлый год, в течение которого компания демонстрировала околонулевой рост финансовых результатов, а по итогам 2013 г. показатели выручки и EBITDA и вовсе оказались в небольшом минусе (снизились на 2.2% г/г и 1.5% г/г). В то же время, выручка и OIBDA Мегафона (BBB-/Baa3/BB+) за тот же период выросли на 9.1% г/г и 13.2% г/г соответственно, а у МТС (BB+/Ba2/BB+) – на 5.3% г/г и 8.2% г/г. Такие результаты Вымпелком объяснял относительно высоким уровнем оттока абонентов на ключевом для компании российском рынке, что было обусловлено, в первую очередь, недофинансированием в инфраструктуру в прошлом. Ответом должно было стать фокус усилий компании на клиентском сервисе и активизация темпов строительства и модернизации сетей в борьбе за лояльность абонентов. Отметим, что в прошлом году Вымпелком действительно потратил на капвложения немало – 18.8% от выручки, обогнав в относительном выражении Мегафон (CAPEX/Выручка в 2013 г. составил 14.5%), однако в абсолютном выражении потратил меньше, с учетом быстрого (для зрелой компании) роста выручки Мегафона. В сравнении же с МТС объем инвестиций Вымпелкома и вовсе не кажется достаточным для какого-то «качественного рывка»: МТС в 2013 г. потратила на капвложения больше и в абсолютном выражении, и в относительном (CAPEX/Выручка составил 20.5%), при этом выручка МТС, напомним, также выросла г/г.

Как бы то ни было, ситуация с оттоком абонентов в России у Вымпелкома была по-прежнему непростой и в 1K14. Так, отток абонентов (churn rate) в 1K14 составил 17% (против 15% в 1K13), сохранившись на уровне 4K13 (18%), а абонентская база к концу 1K14 сократилась на 2.7% к началу года. Очевидно, российские абоненты Вымпелкома продолжают «голосовать ногами» и эта тенденция может усугубиться в свете полномасштабного запуска с апреля механизма по переносу номера. Пока сложно сказать, кто станет основным бенефициаром этого процесса (в открытых источниках можно найти материалы, которые ставят на первое место поочередно всех операторов «большой тройки»), однако позиции компании и здесь не выглядят особо сильными. Вероятно, в этой связи компания приняла решение «ускориться»: в 4K13 показатель CAPEX/Выручка подскочил до 29.2%, а в 1K14 также сохранился на высоком уровне, составив 23.4%.

Таким образом, на динамику показателей Вымпелкома по итогам 1K14 оказали ситуацию в России и Украине (включая ослабление рубля и гривны к доллару), а также усиление конкуренции в Италии и неопределенность в Пакистане. Слабые результаты по итогам 1K14 заставили Вымпелком ухудшить прогноз по ключевым финансовым показателям на 2014 г: если раньше компания говорила о сохранении выручки и EBITDA на уровне прошлого года, то теперь предполагает их снижение на 3-4% г/г. Кроме того, Вымпелком ухудшил прогноз по уровню долговой нагрузки, который к концу года должен составить 2.4x в терминах чистый долг / EBITDA, тогда как ранее предполагалось, что он составит 2.3x. Отметим, что к концу 1K14 уровень долговой нагрузки как раз вырос до 2.4x против 2.3x на начало года – в результате

Ключевые финансовые показатели Вымпелкома по МСФО за 1K14

млн. долл.	1K14	1K13	%
Выручка	5 024	5 591	-10.1%
EBITDA	2 088	2 348	-11.1%
Операционная прибыль	925	1 107	-16.4%
Чистая прибыль	73	330	-77.9%
Рентабельность по EBITDA	41.6%	42.0%	-0.4 пп
Операционная рентабельность	18.4%	19.8%	-1.4 пп
Чистая рентабельность	1.5%	5.9%	-4.4 пп
Денеж. поток до измен. в оборот. кап.	2 116	2 375	-10.9%
Чистый операцион. денеж. поток	1 168	1 274	-8.3%
CAPEX	1 174	890	31.9%
Свободный денежный поток	(6)	384	-

CAPEX/EBITDA	56.2%	37.9%	18.3 пп
CAPEX/Выручка	23.4%	15.9%	7.4 пп

млн. долл.	1K14	2013	%
Активы	47 478	49 747	-4.6%
в т.ч. денежные ср-ва и депозиты	4 959	4 850	2.2%
Долг	27 393	27 453	-0.2%
доля краткосрочного долга	10.3%	6.9%	3.4 пп
Чистый долг	22 434	22 603	-0.7%
Капитал	7 780	9 078	-14.3%
Долг/EBITDA LTM	2.9x	2.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.4x	2.3x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3.2x	4.7x	-
Долг/Капитал	3.5x	3.0x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

снижения EBITDA в 1K14 на фоне стабильной величины чистого долга. Вернувшись к прогнозам, отметим, что разница, может быть, не так принципиальна, однако, тем не менее, отодвигает для акционеров перспективу получения хороших дивидендов, которые компания сможет выплачивать только после снижения долговой нагрузки до уровня $2 \times \text{чистый долг} / \text{EBITDA}$. В контексте долговой нагрузки нужно сказать, что благоприятное для Вымпелкома разрешение ситуации с алжирскими активами (компания продает правительству Алжира 51% в Djedzu, получит в результате около 4 млрд. долл. вместе с дивидендами, а также сохранит операционный контроль над Djedzu) не приведет к снижению долга (полученные деньги планируется направить полностью на замещение внутригрупповых обязательств), но позволит сэкономить на процентных выплатах.

Подводя итог, отметим, что результаты 1K14, безусловно, оказали негативное влияние на финансы компании и ее перспективы по году в целом, однако сами по себе, на наш взгляд, не оказывают пока давления на кредитные рейтинги компании – в этом смысле определяющим будет отчет Вымпелкома по итогам 2K14, который покажет, удалось ли компании купировать негативную динамику. До того момента какие-либо потенциальные риски негативных рейтинговых действий мы связываем, в большей степени, с политическими рисками, например, негативного для бизнеса компании развития ситуации на Украине.

С начала марта, которое ознаменовалось обострением кризиса на Украине, короткие евробонды Вымпелкома (VIP'16-VIP'19) двигались, в целом, совместно с рынком: их спрэд к кривой UST расширился, в среднем, на 90 бп. Длинные бумаги (VIP'21-VIP'23) выглядели заметно лучше рынка в рамках того временного периода. Так, расширение спрэда к UST не превысило 30 бп, а сами спрэды откатились к уровню в плюс 450-480 бп к UST, что на 20-40 бп уже максимумов, достигнутых на пике распродаж. В целом, длинные евробонды Вымпелкома торгуются сейчас с премией около 100 бп к выпускам МТС, что выглядит, на наш взгляд, достаточно привлекательно, даже с учетом заметно более слабых кредитных метрик компании. Рублевые бонды Вымпелкома в условиях ограниченной ликвидности могут быть интересны в свете короткой дюрации: выпуски с дюрацией около 1 года торгуются со спрэдом около 150 бп к ОФЗ, то есть с премией порядка 60 бп к более длинным 2-хлетним бумагам МТС.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Заккрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Мегафон, БО-04	BBB- / Baa3 / -	да	15 000	9.67-9.83	14.05.2014	20.05.2014	нет / 1 г	1 г / 10 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ТД Спартак-Казань, БО-01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	н/д	14.49	06.05.2014	нет / 1.4 г
ДельтаКредит, БО-06	- / Baa3 / BBB+	да	5 000	н/д / 100%	10.62	10.62	06.05.2014	нет / 6.45 г
Связь-Банк, БО-02 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	н/д / 44%	не более 9.99	9.99	05.05.2014	нет / 0.5 г
УНГП-Финанс, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	29.04.2014	нет / 1.86 г
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	3.2 / 100%	10.25-10.51	10.15	29.04.2014	нет / 1.43 г
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.46	28.04.2014	нет / 4.1 г
АИЖК, А30	BBB / Baa1 / -	да	6 000	н/д / 100%	10.26-10.69	9.83	28.04.2014	1.5 г / 19 лет
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	2 600	н/д / 100%	не более 9.99	9.99	25.04.2014	0.5 г / 8 лет
Разгулай-Финанс, БО-03	NR	нет	450	0.45 / 45%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Baa3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Baa3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Baa3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента
Зам.начальника Департамента
Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.