

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Вымпелком (BB/ВаЗ/-): нейтральный финансовый отчет по итогам 2014 г, длинные евробонды предлагают широкую премию к МТС

Вчера Вымпелком опубликовал финансовый отчет по итогам 2014 г. Раскрытые данные мы оцениваем нейтрально. По итогам прошлого года выручка Вымпелкома снизилась на 12.9% г/г (до 19.6 млрд. долл.), тогда как сокращение EBITDA было куда более скромным – всего на 3.5% г/г (до 8 млрд. долл.). В результате, уровень рентабельности по EBITDA повысился до 40.6% (+4 пп г/г). Долговая нагрузка на конец 2014 г несколько снизилась по сравнению с прошлым годом, составив 2.5x в терминах чистый долг / EBITDA (против 2.7x на начало прошлого года).

Основной причиной падения консолидированных показателей выручки и EBITDA компании в 2014 г стала динамика результатов на ключевых рынках присутствия в России и Украине. Снижение долларовой выручки по итогам прошлого года для украинского бизнеса компании составило 34% г/г (до 1 062 млн. долл.), тогда как аналогичное сокращение EBITDA составило 38% г/г (до 484 млн. долл.). В России сокращение выручки составило 18.1% г/г (до 7.5 млрд. долл.), а EBITDA – 21.9% г/г (до 3 млрд. долл.). Ключевым фактором падения выраженных в долларах доходов на этих рынках стало существенное ослабление национальных валют. К фактору девальвации на Украине также добавилось и то, что, на фоне экономического кризиса, население стало стараться экономить даже на такой базовой услуге как сотовая связь, в России же абонентская база Вымпелкома продолжает медленно расти (рост абонентской базы г/г составил 1%). Вместе с тем, доходы от услуг мобильной связи в целом в 2014 г сократились даже в рублях (на 3.3% г/г), а основной драйвер мобильной выручки – доходы от мобильной передачи данных – в прошлом году выросли на 20.1% г/г, что, по нашей оценке, ниже темпов, которые покажут МТС и МегаФон. Динамика показателей в России является, главным образом, наследием недофинансирования в развитии мобильной инфраструктуры в прошлом. Вместе с тем, Вымпелком уже принимает шаги в части реорганизации российского бизнеса, в том числе включающего более активное строительство и модернизацию сетей.

Капвложения Вымпелкома в 2014 г практически не изменились г/г в абсолютном выражении (рост на 0.7% г/г – до 3 983 млн. долл.), тогда как в относительном – выросли до 20.3% от выручки (+2.8 пп г/г) при целевом уровне в 21% от выручки. В условиях стабильного CAPEX, сокращение операционных поступлений привело и к снижению свободного денежного потока за 2014 г почти в 2 раза г/г (до 1 296 млн. долл.). Долг Вымпелкома к концу 2014 г мало изменился по сравнению с началом прошлого года, снизившись на 3.7% (до 26.4 млрд. долл.), при этом короткий долг вырос до 10.5% от обязательств (+3.6 пп). В то же время, величина чистого долга снизилась на 11.6% к началу года (до 20 млрд. долл.), что было связано с ростом денежных остатков на балансе Вымпелкома (рост на 33%) – часть привлеченных в течение прошлого года средств была израсходована и осела на счетах компании. В результате сокращения чистого долга снизилась и долговая нагрузка: на конец 4К14 показатель составил 2.5x в терминах чистый долг / EBITDA (против 2.7x на начало прошлого года).

Короткие рублевые выпуски компании (Вымпелком 6 и 7) характеризуются не очень высокой ликвидностью, последние крупные сделки проходили со спрэдом 220-230 бп к кривой ОФЗ, что означает премию примерно 100 бп к также не особо ликвидным бумагам МТС (BB+/ВааЗ/BB+) с близкой дюрацией. Куда интереснее, на наш взгляд, выглядят евробонды Вымпелкома. Так, короткие выпуски компании (с дюрацией менее 2-х лет) с начала года в терминах спрэдов к UST заметно обогнали рынок в целом, а сужение спрэдов составило от 180 до 390 бп. Более длинные бумаги также показали неплохую динамику, сузив спрэды к UST за тот же период на 50-210 бп. Кроме того, длинные евробонды Вымпелкома предлагают достаточно широкую премию к близким по дюрации выпускам МТС (VIP'21 и VIP'23 торгуются с премией в 170-180 бп соответственно к MOBTEL'20 и MOBTEL'23).

Ключевые финансовые показатели Вымпелкома по МСФО за 2014 г

млн. долл.	2014	2013	%г
Выручка	19 627	22 546	-12.9%
EBITDA	7 970	8 260	-3.5%
Операционная прибыль	2 586	346	x7.5
Чистая прибыль	(903)	(4 088)	-77.9%
Рентабельность по EBITDA	40.6%	36.6%	4.0 пп
Операционная рентабельность	13.2%	1.5%	11.6 пп
Чистая рентабельность	-	-	-
Денежн. поток до измен. в ОК	8 139	9 723	-16.3%
Чистый операцион. денежн. потс	5 279	6 351	-16.9%
CAPEX	3 983	3 955	0.7%
Свободный денежный поток	1 296	2 396	-45.9%
CAPEX/EBITDA	50.0%	47.9%	2.1 пп
CAPEX/Выручка	20.3%	17.5%	2.8 пп
млн. долл.	2014	2013	%г
Активы	40 997	49 876	-17.8%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	6 451	4 850	33.0%
Долг	26 443	27 453	-3.7%
доля краткосрочного долга	10.5%	6.9%	3.6 пп
Чистый долг	19 992	22 603	-11.6%
Капитал	3 941	9 078	-56.6%
Долг/EBITDA	3.3x	3.3x	-
Чистый долг/EBITDA	2.5x	2.7x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3.7x	4.0x	-
Долг/Капитал	6.7x	3.0x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Первичный рынок

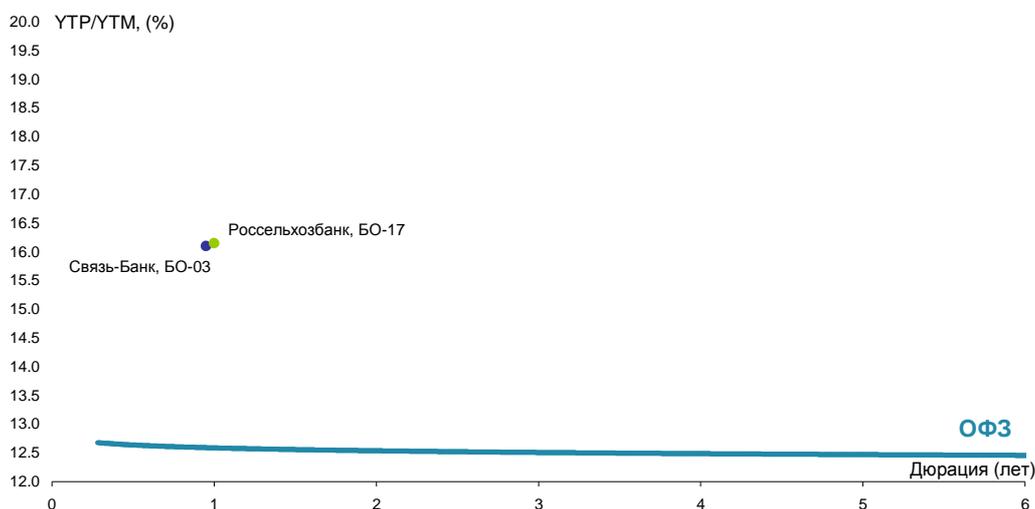
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, годовых %	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Связьбанк, БО-03	BB / - / BB	да	5 000	16.10	20.02.2015	26.02.2015	нет / 1 г	1 г / 3 г
Россельхозбанк, БО-17	- / Va1 / BB+	да	5 000	16.15	20.02.2015	26.02.2015	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
АФК Система, БО-01	BB / B1 / BB-	да	10 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	19.02.2015	нет / 1.38 г
Газпромбанк, БО-20	BBB-/Va1/BB+	да	5 000	2.7 / 100%	16.50-16.75	15.90	09.02.2015	нет / 0.5 г
Бинбанк, БО-07	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1 г
Бинбанк, БО-06	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	18.81	26.01.2015	нет / 1 г
Российский Капитал, БО-03	- / - / B+	да	3 000	н/д / 100%	18.81	18.81	22.01.2015	нет / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-07	BB- / Va3 / -	да	5 000	н/д / 100%	17.72-18.27	17.72	22.01.2015	нет / 0.5 г
Бинбанк, БО-05	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.49	10.12.2014	нет / 1 г
Бинбанк, БО-04 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.12	10.12.2014	нет / 0.18 г
Бинбанк, БО-02 (допвыпуск)	B / - / -	да	3 000	н/д / 100%	н/д	12.56	10.12.2014	нет / 0.76 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-08	BBB- / - / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	13.37	04.12.2014	да / 1 г
Банк ФК Открытие, БО-04 (допвып.)	BB- / Va3 / -	да	5 000	н/д / 100%	12.00	12.00	04.12.2014	нет / 0.25 г
Банк МИБ, 03	- / A3 / -	да	4 000	1.2 / 100%	12.63	12.63	02.12.2014	нет / 1 г
Альфа-Банк, БО-15	BB+ / Va1 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.69	02.12.2014	нет / 1.41 г
Банк Союз, БО-06	B / - / -	да	1 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Банк Союз, БО-01	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	13.16-13.69	13.42	28.11.2014	нет / 1 г
Внешэкономбанк, БО-02	BBB- / Vaa2 / BBB	да	10 000	1.0 / 100%	12.55-12.82	12.55	27.11.2014	нет / 1 г
ЮниКредит Банк, БО-11	BBB- / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	12.15-12.47	12.36	26.11.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-36	NR	нет	7 000	н/д / 100%	н/д	10.25	05.11.2014	нет / 5.19 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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции	Облигации	research@zenit.ru firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	evgenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@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.