



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


**VimpelCom Ltd. (Ва3/ВВ/ВВ+): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.**
**VimpelCom Ltd. (Ва3/ВВ/ВВ+): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.**

VimpelCom Ltd. представил итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО. Результаты оказались хуже консенсус-прогноза по выручке и EBITDA. Так, выручка в январе-июне сократилась на 14,4% (г/г) до 4,2 млрд долл., EBITDA скор. – на 15,0% (г/г) до 1,7 млрд долл., EBITDA margin уменьшилась на 0,3 п.п. до 40,9%. При этом органический рост выручки и EBITDA скор. (без влияния курсов) за 1 пол.2016 г. составил 2% (г/г). На результаты холдинга негативное влияние оказал пересчет местных валют в доллар, а также слабые результаты в основном в Алжире, что отчасти было компенсировано хорошими показателями в Пакистане и Украине. После деконсолидации долга Wind метрики VimpelCom Ltd. остаются на приемлемом уровне. В то же время по итогам 1 пол. 2016 г. размер чистого долга холдинга вырос на 19,6% к 2015 г. до 6,6 млрд долл., метрика Чистый долг/EBITDA возросла – до 1,8х против 1,4х в 2015 г. В 2016 г. оператор ожидает рост метрики Чистый долг/EBITDA до примерно 2,0х. Краткосрочный долг холдинга в 2,5 млрд долл. полностью покрывается денежными средствами на счетах в размере 3,98 млрд долл. Отметим, что в графике погашений долга VimpelCom пик как раз приходится на 2017 г. (2,7 млрд долл.), который компания, вероятно, сможет пройти в том числе за счет внутренних ресурсов. Евробонды VimpelCom после роста в июне-июле находятся на исторических максимумах за последние 2 года, что ограничивает дальнейший потенциал роста. Среди выпусков VimpelCom по-прежнему заметная премия (около 60-65 б.п.) к собственной кривой присутствует в длинном выпуске Vimpel(GTH)-23 при разнице в рейтингах в 1-2 ступени. Среди рублевых выпусков ВымпелКом по доходности неплохо смотрится выпуск БО-03.

**VimpelCom Ltd. отчитался за 1 пол. 2016 г. по МСФО...**

**Результаты оказались хуже консенсус-прогноза по выручке и EBITDA...**

**Выручка VimpelCom сократилась на 14,4% (г/г), показатель EBITDA – на 15,0%, EBITDA margin уменьшилась на 0,3 п.п. до 40,9%...**

**Органический рост (без влияния курсов) за 1 пол. по выручке и EBITDA скор. составил 2% (г/г)...**

**Комментарий.** Вчера VimpelCom Ltd. представил итоги за 2 кв. и 1 пол. 2016 г. по МСФО. Результаты оказались хуже консенсус-прогноза по выручке и EBITDA. Так, выручка в январе-июне сократилась на 14,4% (г/г) до 4,2 млрд долл., EBITDA скор. – на 15,0% (г/г) до 1,7 млрд долл., EBITDA margin уменьшилась на 0,3 п.п. до 40,9%. При этом органический рост выручки и EBITDA скор. (без влияния курсов) за 1 пол.2016 г. составил 2% (г/г).

На результаты холдинга негативное влияние оказал пересчет местных валют в доллар, а также слабые результаты в основном в Алжире, что отчасти было компенсировано хорошими показателями в Пакистане и Украине. Основным негативным моментом являются опережающие темпы снижения EBITDA по сравнению с выручкой. Из-за высокой конкуренции VimpelCom Ltd. ограничен в повышении тарифов на свои услуги, а издержки (часть которых номинирована в долларах США) при этом показывают рост.

Что касается ключевого для VimpelCom Ltd. актива – российского ВымпелКом (во 2 кв. приходилось 47% выручки и 52% EBITDA), то в долларах его выручка за 1 пол. 2016 г. снизилась на 19% г/г, EBITDA – на 21%, в том числе в результате эффекта пересчета валют на фоне девальвации рубля. Без влияния данного фактора выручка снизилась на 1%, EBITDA – на 3%. Давление на результат оказало снижение доходов от фиксированной и мобильной связи на фоне неблагоприятной макросреды и высокой конкуренции. При этом абонентская база в России выросла только на 0,3% г/г до 57,4 млн. Поддержку оказал существенный рост доходов от мобильной передачи данных («+20%» г/г).

**Негативное влияние оказал эффект пересчета местных валют в доллар, слабые результаты в основном в Алжире, что отчасти было компенсировано хорошими показателями в Пакистане и Украине...**

VimpelCom Ltd. подтвердил ранее озвученные прогнозы на 2016 г.: выручка – flat или в нижнем диапазоне (3%) относительно 2015 г., EBITDA margin – flat или выше на 1 п.п., уровень капзатрат – до 17-18% выручки (около 1,6-1,7 млрд долл.). На наш взгляд, во второй половине года вряд ли стоит ждать заметного улучшения финансовых результатов оператора, в частности ключевого российского дивизиона, учитывая непростую экономическую ситуацию и слабость потребительского спроса, а также волатильность курса рубля.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	VimpelCom (Ваз/BB/BB+)		
	1 пол. 2015	1 пол. 2016	Изм. %
Абонентская база (без Wind), млн	192	194	1,1
Выручка	4 882	4 179	-14,4
Операционный денежный поток	37	442	11,9x
Скор. EBITDA	2 011	1 710	-15,0
EBITDA margin	41,2%	40,9%	-0,3 п.п.
Чистая прибыль	292	326	11,6
margin	6,0%	7,8%	1,8 п.п.
	2015	1 пол. 2016	Изм. %
Активы	33 841	34 888	3,1
Денежные средства и их эквиваленты	4 048	3 985	-1,6
Долг	9 544	10 560	10,6
краткосрочный	1 519	2 529	66,5
долгосрочный	8 025	8 031	0,1
Чистый долг	5 496	6 575	19,6
Долг/EBITDA	2,4	2,9	
Чистый долг/EBITDA	1,4	1,8	

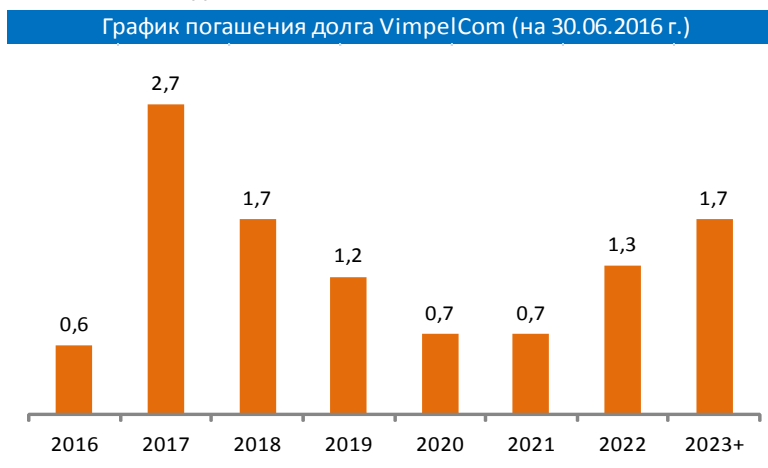
Источники: данные компании, PSB Research

**Без учета долга итальянской «дочки» метрика Чистый долг/EBITDA в 1 пол. 2016 г. остается на приемлемом уровне, хотя и демонстрирует постепенный рост – до 1,8x против 1,4x в 2015 г...**

После деконсолидации долга Wind (Еврокомиссия должна вынести решение по этой сделке до 8 сентября) метрики VimpelCom Ltd. остаются на приемлемом уровне, хотя уровень долга показывает постепенный рост. По итогам 1 пол. 2016 г. размер чистого долга холдинга вырос на 19,6% к 2015 г. до 6,6 млрд долл., при этом метрика Чистый долг/EBITDA возросла – до 1,8x против 1,4x в 2015 г. В свою очередь, в 2016 г. оператор ожидает рост метрики Чистый долг/EBITDA до примерно 2,0x.

В то же время, по данным VimpelCom Ltd., с учетом долга Wind метрика Чистый долг/EBITDA группы по итогам 1 пол. 2016 г. составила 3,2x против 2,9x в 2015 г., что является в целом высоким уровнем.

**В 2016 г. оператор ожидает рост метрики Чистый долг/EBITDA в район 2,0x. ...**



**Риски рефинансирования короткого долга VimpelCom Ltd. остаются низкие...**

**Евробонды VimpelCom после роста в июне-июле находятся на исторических максимумах за последние 2 года...**

Источники: данные компании, PSB Research

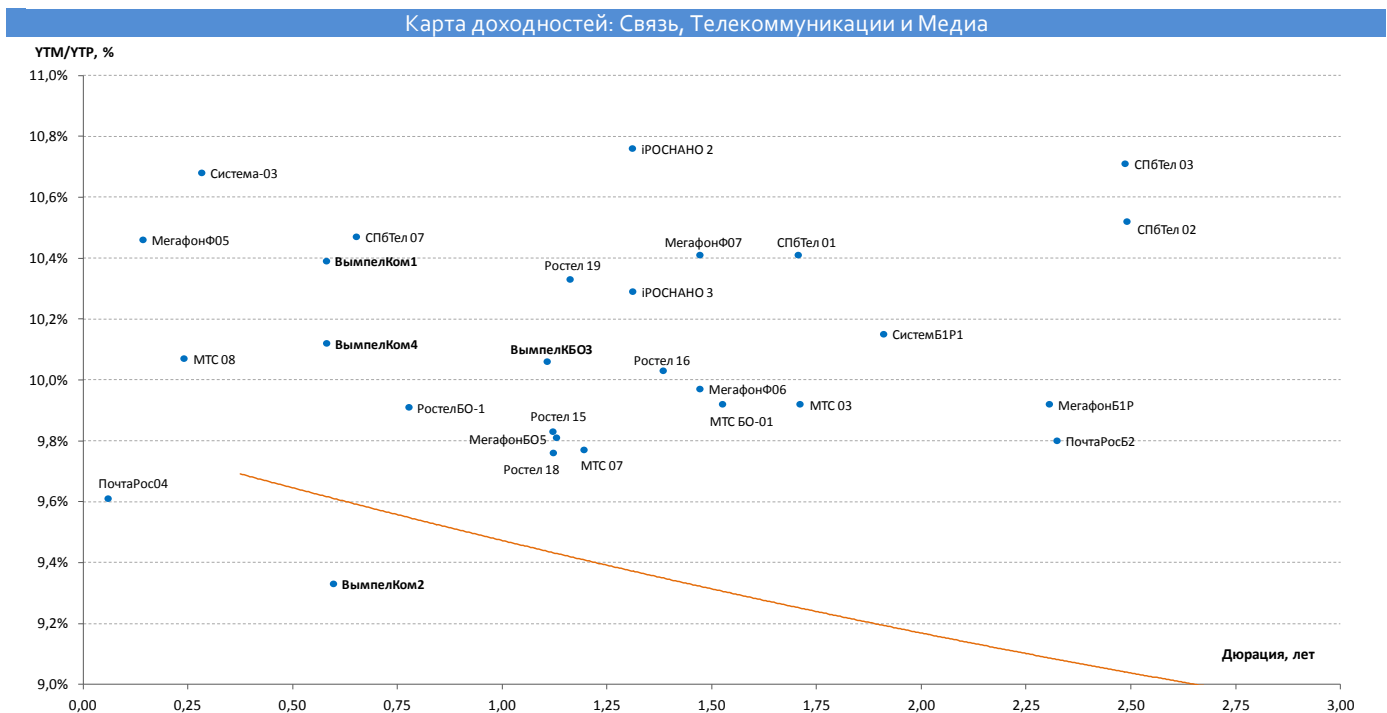
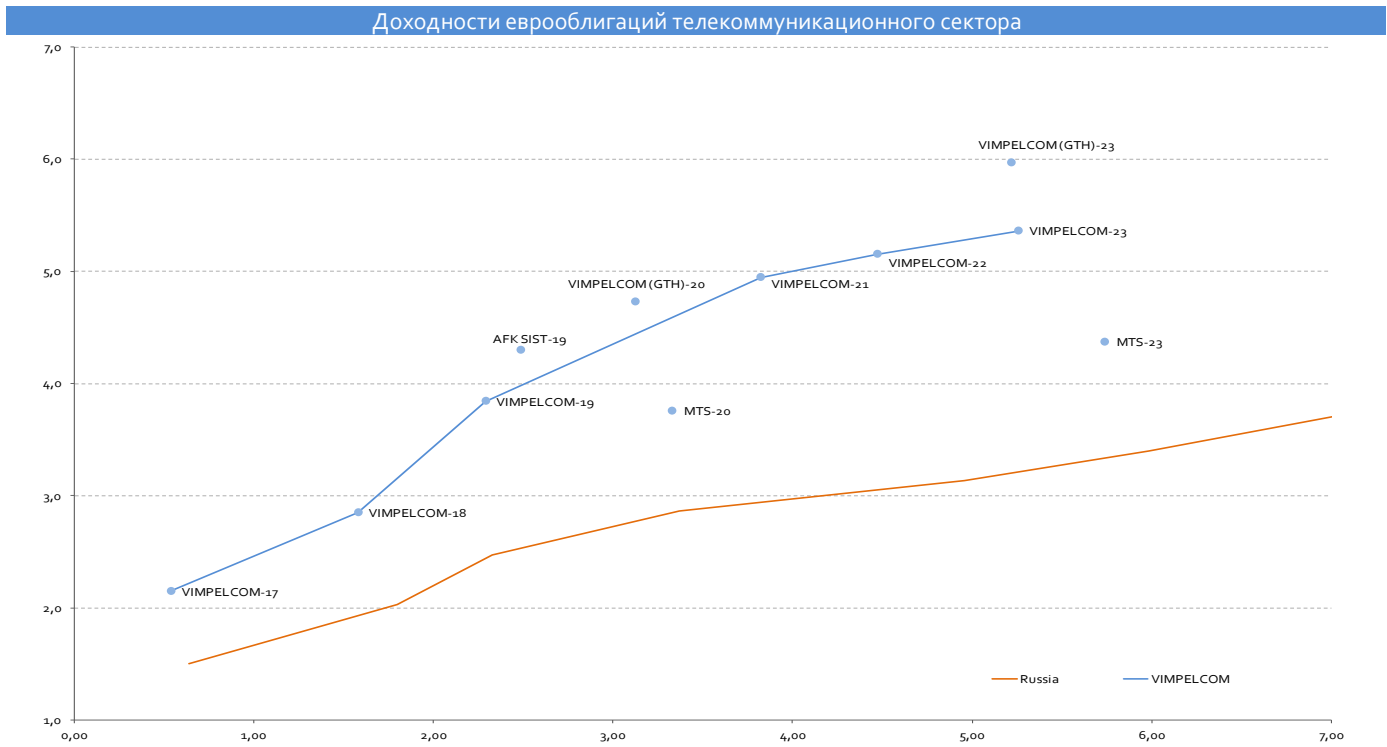
Краткосрочный долг холдинга в 2,5 млрд долл. полностью покрывается денежными средствами на счетах в размере 3,98 млрд долл. Отметим, что в графике погашений долга VimpelCom пик как раз приходится на 2017 г. (2,7 млрд долл.), который компания, вероятно, сможет пройти в том числе за счет внутренних ресурсов. В свою очередь, холдинг может также выручить средства от продажи башенного бизнеса в России (компания ранее рассчитывала на сделку в 1 млрд долл.). Впрочем, менеджмент оператора сообщил, что сделки «не закроются в следующем квартале. Это сделки на среднесрочную или долгосрочную перспективу».

**Выпуск Vimpel (GTH)-23 по-прежнему дает премию (около 60-65 б.п.) к собственной кривой при разнице в рейтингах в 1-2 ступени ...**

**Среди рублевых облигаций ВымпелКом БО-03...**

Евробонды VimpelCom после роста в июне-июле находятся на исторических максимумах за последние 2 года, что ограничивает дальнейший потенциал роста. В то же время среди выпусков VimpelCom по-прежнему заметная премия (около 60-65 б.п.) к собственной кривой присутствует в длинном относительно новом выпуске Vimpel (GTH)-23 при разнице в рейтингах в 1-2 ступени от Moody's – «B1» и S&P – «B+» (из-за структурной субординации). Отметим, что более короткий выпуск Vimpel (GTH)-20 в доходности уже существенно сблизился с другими бумагами оператора.

Среди рублевых выпусков ВымпелКом неплохо смотрится выпуск БО-03 с доходностью в районе 10,25% годовых и дюрацией 1,1 года, в том числе в сравнении с облигами эмитентов рейтинговой группы «BB/BB-».



**ПАО «Промсвязьбанк»**
**PSB Research**

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>
**PSB RESEARCH**

<b>Николай Кащеев</b>	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
-----------------------	---------------	-----------------------------------

Директор по исследованиям и аналитике

**АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

<b>Дмитрий Монастыршин</b>	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
----------------------------	------------------------	-----------------------------------

<b>Алексей Егоров</b>	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
-----------------------	--------------------	-----------------------------------

<b>Александр Полютов</b>	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
--------------------------	----------------------	-----------------------------------

**АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

<b>Евгений Локтюхов</b>	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
-------------------------	------------------------	-----------------------------------

<b>Илья Фролов</b>	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
--------------------	--------------------	-----------------------------------

<b>Екатерина Крылова</b>	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
--------------------------	---------------------	-----------------------------------

<b>Игорь Нуждин</b>	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11
---------------------	---------------------	-----------------------------------

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**
**СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ**

<b>Дмитрий Иванов</b>	<b>Операции на финансовых рынках</b>	
<b>Руслан Сибяев</b>	<b>FICC</b>	
<b>Пётр Федосенко</b>	<b>Еврооблигации</b>	+7 (495) 705-97-57
<b>Константин Квашнин</b>	<b>Рублевые облигации</b>	+7 (495) 705-90-69
<b>Евгений Жариков</b>	<b>ОФЗ, длинные ставки</b>	+7 (495) 705-90-96
<b>Михаил Маркин</b>	<b>Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities</b>	+7 (495) 411-5133
<b>Алексей Кулаков</b>		
<b>Павел Демещик</b>	<b>FX, короткие ставки</b>	+7 (495) 705-9758
<b>Евгений Ворошнин</b>	<b>Денежный рынок</b>	+7 (495) 411-5132
<b>Сергей Устиков</b>	<b>РЕПО</b>	+7 (495) 411-5135
<b>Александр Орехов</b>	<b>Акции</b>	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ**

<b>Ольга Целинина</b>	<b>Операции с институциональными клиентами Fixed Income</b>	+7 (495) 705-97-57
<b>Филипп Аграчев</b>		
<b>Александр Сурпин</b>	<b>Центр экспертизы для корпоративных клиентов</b>	
<b>Александр Борисов</b>	<b>Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные продукты</b>	+7 (495) 228-39-22
<b>Дмитрий Божьев</b>		
<b>Виктория Давитиашвили</b>		
<b>Владислав Рима</b>		
<b>Олег Рабец</b>	<b>Конверсионные и валютные форвардные операции</b>	+7 (495) 733-96-28
<b>Александр Ленточников</b>		
<b>Игорь Федосенко</b>	<b>Брокерское обслуживание</b>	+7 (495) 705-97-69
<b>Виталий Туруло</b>		+7(495) 411-51-39

© 2016 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.