

КЛИЕНТСКАЯ БАЗА РАСТЕТ, НО ЕЕ ДОХОДНОСТЬ СНИЖАЕТСЯ

Отчетность за 3 кв. и 9 месяцев 2011 г. по US GAAP

Смешанные результаты. Вчера VimpelCom Ltd предоставил отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP, уже второй раз в качестве объединенной компании. Мы рассматриваем опубликованные результаты как неоднозначные – как операционные, так и финансовые. С одной стороны, продолжается рост абонентской базы: на конец сентября количество абонентов объединенной компании составило примерно 200 млн, в том числе в России база увеличилась на 3% квартал к кварталу и на 10% год к году до 56,8 млн. Довольно неплохими темпами в отчетном квартале рос и трафик – в России показатель MOU увеличился на 3% квартал к кварталу и на 13% году к году до 251 мин. В то же время в Европе MOU остался почти на уровне 2 кв., составив около 196 мин, что на 7% выше уровня 3 кв. 2010 г. Кроме того, почти на всех рынках, где присутствует компания, имело место снижение ARPU. В России при росте квартал к кварталу всего на 2% показатель снизился на 3% год к году до 334 руб. (11,5 долл.). В Европе ARPU упал на 2% квартал к кварталу и на 7% год к году до 15,7 евро (22 долл.).

Снижение рентабельности. Рост клиентской базы и трафика положительно отразился на выручке VimpelCom Ltd, которая в отчетном квартале увеличилась на 10% квартал к кварталу до 6,1 млрд долл. Для сравнения с показателями прошлого года компания использует данные проформа, и согласно этим данным выручка возросла в июле–сентябре на 10% год к году, а без корректировки рост составил 116%. Между тем усиление конкуренции ощутимо сказалось на операционной эффективности VimpelCom. Так, на российском при росте выручки в июле–сентябре на 7% квартал к кварталу и на 8% год к году до 69,6 млрд руб. (2,4 млрд долл.) рентабельность по EBITDA упала до 40% с 42% во 2 кв. 2011 г. и 47% в 3 кв. 2010 г. Некоторое падение эффективности было заметно и на украинском рынке: рентабельность по EBITDA снизилась до 54%, тогда как в предыдущем квартале она составляла 55%, а годом ранее – 56%. В то же время в Европе при относительно стабильной выручке (около 1,4 млрд евро по итогам 3 кв. 2011 г.) рентабельность по EBITDA постепенно восстанавливается и достигла 41% против 38% в предыдущем квартале и примерно тех же 41% в 3 кв. 2010 г. В итоге EBITDA объединенной компании в отчетном квартале выросла по сравнению с предыдущим на 16%, что позволило получить рентабельность по ней на уровне 42% против 41% во 2 кв. 2011 г. Однако по сравнению с предыдущим годом результаты оказались несколько хуже: проформа EBITDA поднялась всего на 4% из-за чего рентабельность по EBITDA снизилась с 44% (проформа) в 3 кв. 2010 г.. Основными факторами снижения рентабельности стали падение ARPU и рост маркетинговых расходов, направленных на увеличение рыночной доли. Мы полагаем, что на этом фоне рентабельность по EBITDA в ближайшее время будет оставаться в районе 41–42%.

Обращающиеся выпуски VimpelCom Ltd.

Выпуск	Купон	Оф./Пог.	Валюта	Доходность
ВК-Инвест 01	9,25	19.07.2013	РУБ	8,23
ВК-Инвест 03	7,40	08.07.2014	РУБ	9,15
ВК-Инвест 06	8,30	13.10.2015	РУБ	9,94
ВК-Инвест 07	8,30	14.10.2015	РУБ	9,94
VimpelCom13	8,38	30.04.2013	USD	4,50
VimpelCom14	4,37	02.02.2016	USD	
VimpelCom16	6,49	02.02.2016	USD	7,66
VimpelCom16	8,25	23.05.2016	USD	7,65
VimpelCom18	9,13	30.04.2018	USD	8,54
VimpelCom21	7,75	02.02.2021	USD	9,19
VimpelCom22	7,50	01.02.2022	USD	9,23

Источники: Bloomberg

Динамика показателей Вымпелкома

US GAAP, млн долл.	2009	2010	9M2011
Выручка	8 703	10 513	14 368
ЕБИТДА	4 273	4 932	5 941
Чистая прибыль	1 117	1 721	973
Рентабельность EBITDA, %	49	47	41
Чистая рентабельность, %	13	16	7
Опер. ден. поток	3 513	3 670	4 092
Кап. инвестиции	(892)	(1 757)	(2 634)
Основные средства	5 562	6 935	14 326
Собственный капитал	4 509	10 813	17 394
Денежные средства	1 447	885	3 443
Долгосрочные займы	5 540	4 499	24 404
Краткосрочные займы	1 813	1 162	1 600
Активы	14 733	19 928	55 999
Фин. долг, в т.ч.:	7 353	5 661	26 004
краткосрочные займы	1 813	1 162	1 600
долгосрочные займы	5 540	4 499	24 404
Чистый долг	5 906	4 776	22 561
Краткосрочные займы / ФД	0,2	0,2	0,1
Фин. долг / EBITDA	1,7	1,1	3,6
Чистый долг / EBITDA	1,4	1,0	3,1
OIBDA / Проценты к уплате	7,1	9,1	5,3
Капитал / Активы	0,3	0,5	0,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая нагрузка остается высокой

Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd. по US GAAP за 3 кв. и 9 мес. 2011 г., млн долл.

	3 кв.10	9 мес.10	2010	2 кв.11	3 кв.11	9 мес.11	3 кв.11/ 2 кв.11, %	3 кв.11/ 3 кв.10, %	9 мес.11/ 9 мес.10, %
Выручка	2 824	7 697	10 513	5 532	6 093	14 368	10	116	87
ЕБИТДА	1 378	3 681	4 932	2 191	2 540	5 941	16	84	61
Чистая прибыль	510	1 251	1 721	273	91	973	(66)	(82)	(22)
Рентабельность ЕБИТДА, %	49	48	47	40	42	41			
Чистая рентабельность, %	18	16	16	5	1	7			
Опер. ден. поток	1 097	2 901	3 670	1 231	1 856	4 092	51	69	41
Кап. инвестиции	(431)	(911)	(1 757)	(934)	(1 153)	(2 634)	23	167	189
Основные средства		6 480	6 935	15 184		14 326	(6)		
Денежные средства		2 467	885	3 190		3 443	8		
Долгосрочные займы		4 367	4 499	18 505		24 404	32		
Краткосрочные займы		2 126	1 162	25 756		1 600	(94)		
Собственный капитал		11 138	10 813	1 637		17 394	963		
Активы		21 046	19 928	58 873		55 999	(5)		
Долг, в т.ч.:		6 493	5 661	27 392		26 004	(5)		
краткосрочные займы		2 126	1 162	1 637		1 600	(2)		
долгосрочные займы		4 367	4 499	25 756		24 404	(5)		
Чистый долг		4 026	4 776	24 202		22 561	(7)		
Краткосрочные займы / Долг		0,3	0,2			0,1			
Долг / ЕБИТДА *		1,4	1,1			3,6			
Чистый долг / ЕБИТДА *		0,8	1,0			3,1			
ЕБИТДА / Проценты к уплате	11,0	9,2	9,1	4,7	4,9	5,3			
Собственный капитал / Активы		0,5	0,5			0,3			

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

* Исходя из аудированных результатов 2010 г.

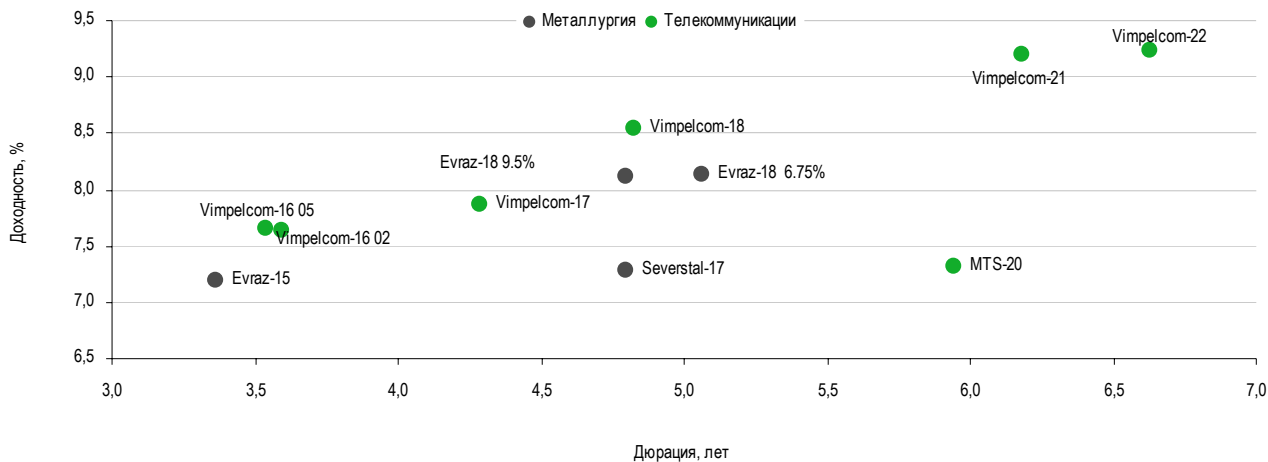
Способность генерировать денежные средства восстанавливается. Темпы роста операционного денежного потока по итогам отчетного периода оказались выше темпов роста выручки. За июль–сентябрь операционный денежный поток увеличился на 51% до 1,9 млрд долл., а год к году – на 69% (исходя из аудированного результата за 3 кв. 2010 г.). Свободный денежный поток благодаря относительно небольшому росту капвложений (на 23% квартал к кварталу до 1,2 млрд долл.) в 3 кв. 2011 г. составил 704 млн долл., что почти равно показателю за все 1 п/г 2011 г. в размере 754 млн долл. Восстановление денежных потоков позволило компании немного увеличить объем денежных средств на балансе – до 3,4 млрд долл., а также сократить долг – на 5% за квартал до 26 млрд долл. Однако долговая нагрузка из-за снижения рентабельности остается высокой. Отношение Долг к проформа ЕБИТДА за последние 12 месяцев (LTM) по итогам 3 кв. достигло 3,2, а коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА LTM составил 2,7. Структуру долга по-прежнему нельзя охарактеризовать однозначно – положительно или отрицательно. С одной стороны, доля краткосрочных обязательств остается небольшой – всего 6%, и до 2015 г. обслуживание долга не составит существенных проблем, так как среднегодовые выплаты не превышают 2 млрд долл. С другой стороны, валютная структура задолженности, на наш взгляд, несколько рискованная. Доля обязательств в долларах и евро повысилась за три месяца с 74% до 81%, при том что значительную часть выручки объединенной компании (более 60%) формируют поступления в рублях и гривнах, курс которых весьма волатилен. Мы не ожидаем существенного снижения долговой нагрузки объединенной компании в ближайшее время. Руководство компании, во-первых, обещало акционерам высокие дивиденды после объединения с Wind Telecom, во-вторых, не раз заявляло о возможности новых инвестиций и приобретений. К тому же в краткосрочной перспективе компанию едва ли ждет снижение уровня капвложений: вскоре и в России, и в Европе предстоит развивать сети четвертого поколения.

Длинные еврооблигации все еще привлекательны. За последние месяцы еврооблигации VimpelCom понесли едва ли не самые большие потери на рынке, и в настоящее время премия к бумагам МТС сопоставимой дюрации составляет 170–200 б.п., что, на наш взгляд, совершенно неоправданно, даже учитывая разницу в кредитном качестве компаний. О перепроданности длинных евробондов VimpelCom свидетельствует существенная премия к Северстали (BB/Ba3/BB-) и Евразу (B+/B1/BB-). В отношении рублевых облигаций мы не видим интересных, бумаги торгуются, по нашему мнению, на справедливых уровнях: ВК-Инвест 03 с погашением в 2015 г. – с доходностью около 9,2%, а ВК-инвест 01 с дюрацией около 1,5 лет – с доходностью около 8,2%.

Клиентская база растет, но ее доходность снижается

Длинные евробонды особенно привлекательны

Доходности облигаций (по состоянию на 14 ноября 2011 г.)



Источники: ММВБ, Cbonds.info

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, halt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011