

## ДЛИННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ ВЫГЛЯДЯТ ВЕСЬМА ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

### Итоги Дня инвестора

**Оптимистические прогнозы.** На текущей неделе VimpelCom Ltd. впервые провела День инвестора в качестве объединенной компании. В ходе встречи руководство оператора выступило с рядом важных комментариев о планах на 2012–2014 гг. Оператор намерен сосредоточиться на повышении эффективности и сокращении капложений. Однако уменьшение долговой нагрузки до комфортных уровней ожидается не ранее 2014 г.

**Повышение рентабельности.** Наиболее важной нам представляется следующая информация. Доля ключевого для компании российского рынка в выручке объединенной компании по итогам 3 кв. 2011 г. составила 40%, а доля EBITDA – около 38%. Рентабельность по EBITDA на российском рынке начала снижаться в конце 2010 г, после того как Вымпелком активизировал усилия по развитию сетей 3G, чтобы преодолеть отставание от остальных операторов «большой тройки». По итогам 3 кв. 2011 г. рентабельность опустилась до 40% с 47% в 3 кв. 2010 г. По словам руководства, оптимизация издержек и экономия на операционных расходах позволит в ближайшие годы повысить рентабельность по EBITDA на 1–2 п.п., что, впрочем, не сильно отличается от нашего прогноза, равного 41–45%.

**Объем инвестиций станет скромнее.** Компания планирует к 2014 г. уменьшить долю капложений в выручке до 15% с текущего уровня 20%, что выглядит оптимистичнее нашего прогноза на уровне 18% к тому же году. Насколько мы понимаем, Вымпелком ожидает, что к этому сроку завершатся основные расходные мероприятия по развитию 4G как на европейском рынке, так и в России. Мы полагаем, что эта оценка верна как минимум применительно к итальянскому рынку, учитывая, что там сейчас уже раздают лицензии. В отношении же российского рынка ясность отсутствует – сроки выдачи лицензий и освобождения спектра частот могут затянуться на неопределенно долгое время. Если же планам компании будет суждено сбыться, то прибавка к свободному денежному потоку составит примерно 500–800 млн долл.

**Постепенное снижение долговой нагрузки.** Однако, из-за того что VimpelCom Ltd. обещала значительные дивидендные выплаты (0,8 долл./акция в 2011–2013 гг., или примерно 1,3 млрд долл. в год), темпы снижения долговой нагрузки, как ожидается, будут

несколько более низкими, чем могли бы быть. Тем не менее руководство компании ожидает, что в 2014 г. отношение Чистый долг/EBITDA опустится ниже уровня 2 (по итогам 9 мес. 2011 г. – около 2,7). Кроме того, оператор планирует вернуть свои рейтинги на уровень «BB+» и к указанному сроку рефинансировать свои обязательства, снизив стоимость их обслуживания приблизительно на 300 млн долл. в год, а также изменить структуру долга для уменьшения валютных рисков. Так, на конец 3 кв. 2011 г. доля выручки в рублях и гривнах составляла порядка 60% от совокупного показателя, в то время как долг, номинированный в долларах и евро, достиг 80% от общей суммы обязательств.

**Длинные еврооблигации стали еще привлекательнее.** В целом финансовое положение VimpelCom Ltd. выглядит устойчивым даже на фоне довольно высокой долговой нагрузки, так как более 90% обязательств компании долгосрочные, и, судя по результатам 3 кв. 2011 г., оператор начал генерировать довольно значительный свободный денежный

### Обращающиеся выпуски VimpelCom Ltd.

Выпуск	Купон	ОфПог	Валюта	Дох-ть
ВК-Инв ест 01	9,25	19.07.2013	РУБ	8,19
ВК-Инв ест 03	7,40	08.07.2014	РУБ	9,81
ВК-Инв ест 06	8,30	13.10.2015	РУБ	9,86
ВК-Инв ест 07	8,30	14.10.2015	РУБ	9,79
Vimpel Com'13	8,38	30.04.2013	USD	4,39
Vimpel Com'16	6,46	02.02.2016	USD	8,48
Vimpel Com'16	8,25	23.05.2016	USD	7,90
Vimpel Com'18	9,13	30.04.2018	USD	8,60
Vimpel Com'21	7,75	02.02.2021	USD	9,77
Vimpel Com'22	7,50	01.02.2022	USD	9,66

Источники: Bloomberg

### Динамика показателей VimpelCom Ltd

	по US GAAP, млн долл.		
	2009	2010	9M2011
			8 207
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. де н. поток	3 513	3 670	4 092
Кап. инвестиции	(892)	(1 757)	(2 634)
Основные средства	5 562	6 935	14 326
Денежные средства	1 447	885	3 443
Собственный капитал	4 509	10 813	17 394
Долго срочные 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

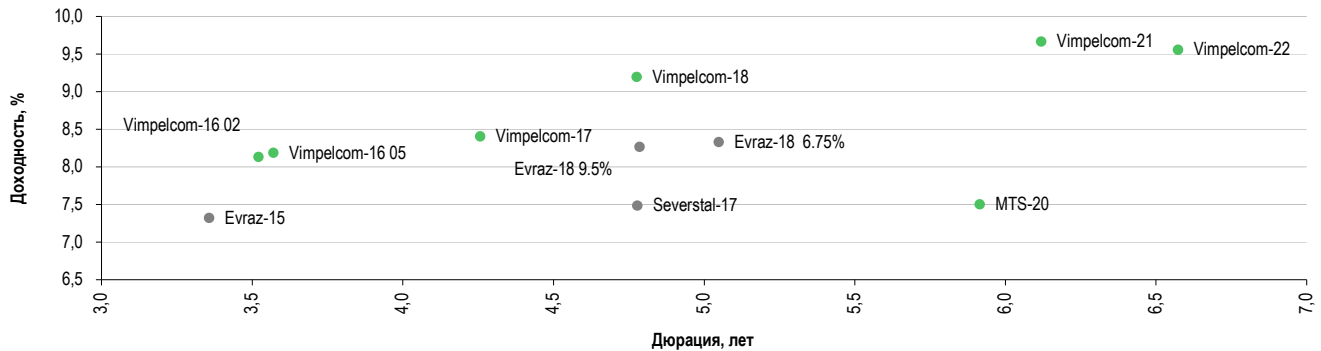
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Итоги дня инвестора

поток. На этом фоне нам хотелось бы вновь обратить внимание инвесторов на длинные еврооблигации эмитента. Их спред к сопоставимым бумагам МТС (BB/Va2/BB+) в последние несколько дней держится вблизи локальных максимумов на уровне порядка 200–220 б.п. Даже учитывая разницу в кредитном качестве (Долг/ЕБИТДА у МТС на конец 1 п/г 2011 г. составлял всего 1,6), эти спреды, на наш взгляд, слишком широки – их справедливое значение равно примерно 60–100 б.п. О перепроданности евробондов эмитента можно судить и по расширившимся спредам к кривой Евраза (+/V1/BB-).

### Премия длинных еврооблигаций Вымпелкома к бумагам МТС на максимумах

Доходности облигаций (по состоянию на 17 ноября 2011 г.)



Источники: Bloomberg

Предыдущие публикации по теме:

Ноябрь 15, 2011 VimpelCom Ltd – Клиентская база растет, но ее доходность снижается. Отчетность за 3 кв. и 9 месяцев 2011 г. по US GAAP.

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/111115\\_FI\\_Vimpelcom\\_9M11%20Review.pdf?docid=11869&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/111115_FI_Vimpelcom_9M11%20Review.pdf?docid=11869&lang=ru)

# 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, myrsikovann@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, degtyarevnm@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, hallt@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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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