



Утренний Express-О

14 мая 2015 г.



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



VimpelCom Ltd. (Ва3/BB/-): финансовые результаты за 1 кв. 2015 г.  
Переговоры с Hutchison подтвердились.



Русал (-/-/-): итоги 1 кв. 2015 г. по МСФО.

VimpelCom Ltd. (Ва3/BB/-): финансовые результаты за 1 кв. 2015 г.  
Переговоры с Hutchison подтвердились.

VimpelCom Ltd. отчитался за 1 кв. 2015 г. по МСФО - результаты оказались хуже консенсус-прогнозов по выручке и EBITDA, которые сократились на треть (г/г), главным образом из-за эффекта пересчета валют. При этом органическое снижение выручки составило 2% (г/г), EBITDA – 6% (г/г). Причиной стала задержка запуска сетей 3G в Алжире, а также слабые показатели итальянской Wind. Падение доходов было частично компенсировано ростом выручки в Бангладеш и в Украине. Сокращение EBITDA компания объясняет ростом издержек на обслуживание сетей в России и Украине. Долговая нагрузка VimpelCom Ltd. в сравнении 2014 г. не претерпела изменений – метрика Долг/EBITDA осталась на уровне 3,3х, Чистый долг/EBITDA – 2,4х против 2,5х. Компания сократила размер долга на 8% до 24,2 млрд долл., в том числе за счет досрочного выкупа еврообондов на 1,8 млрд долл., погашения в оферту облигаций на 35 млрд руб. Важно отметить, что менеджмент вчера подтвердил факт переговоров с Hutchison о слиянии мобильных активов в Италии, ранее информация о распределении ролей в руководстве будущей объединенной компании появилась в СМИ. Данный факт привел к продолжению активного роста котировок еврообондов VimpelCom, поскольку возможное разрешение вопроса с итальянским бизнесом может поспособствовать снижению высокой долговой нагрузки группы. Впрочем, дальнейший рост бумаг видится пока затруднительным, по крайней мере, до появления дополнительной информации о деталях возможной сделки.

**VimpelCom Ltd.**  
представил результаты  
за 1 кв. 2015 г. по МСФО  
ниже консенсус-прогноза...

**Органическое снижение  
выручка составило 2%,  
EBITDA – 6%...**

**На результаты повлияла  
задержка запуска сетей  
3G в Алжире, слабые  
показатели Wind...**

**Комментарий.** Вчера VimpelCom Ltd. отчитался за 1 кв. 2015 г. по МСФО - результаты оказались хуже консенсус-прогнозов по выручке и EBITDA, которые сократились на треть (г/г), главным образом из-за эффекта пересчета валют. При этом органическое снижение выручки составило 2% (г/г), EBITDA – 6% (г/г). Абонентская база в 1 кв. 2015 г. выросла на 2,3% (г/г) до 218,1 млн.

Причиной снижения показателей, по данным компании, стала задержка запуска сетей 3G в Алжире, а также слабые показатели итальянской Wind, работающей в непростых условиях конкурентного рынка. Падение доходов было частично компенсировано ростом сервисной выручки в Бангладеш и в Украине.

Сокращение EBITDA компания объясняет ростом издержек на обслуживание сетей в России и Украине. В то же время в России менеджмент VimpelCom Ltd. отметил сигналы разворота в бизнесе, в частности снижение оттока и рост абонентской базы (г/г), а также сильные показатели услуг передачи данных, что в целом обнадеживает, учитывая солидный вклад российского подразделения в бизнес группы (около трети).

14 мая 2015

**Сокращение EBITDA компания объясняет ростом издержек на обслуживание сетей в России и Украине...**

**В начале августа VimpelCom Ltd. представит обновленную стратегию бизнеса...**

**Уровень долга VimpelCom в 1 кв. кардинально не изменился – Долг/EBITDA остался на уровне 3,3х, Чистый долг/EBITDA – 2,4х против 2,5х в 2014 г...**

**Менеджмент VimpelCom подтвердил факт переговоров с Hutchison об объединении мобильных активов в Италии, что может снизить долг группы...**

**Данная новость уже привела к активному росту евробондов, впрочем, дальнейшее их восхождению без информации о деталях сделки видится затруднительным...**

VimpelCom Ltd. сохранил довольно скромный прогноз на весь 2015 г. по выручке (flat или снижение на 5%) и EBITDA margin (flat или снижение на 1 п.п.). Вместе с тем, новый CEO VimpelCom Ltd. Жан-Ив Шарлье (занял пост в середине апреля) заявил, что 6 августа будет представлена обновленная стратегия группы, воздержавшись от конкретных деталей развития бизнеса, лишь обозначив, что компания продолжит выполнять поставленные на 2015 г. задачи.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	VimpelCom (МСФО)		
	1 кв. 2014	1 кв. 2015	Изм. %
Абонентская база, млн	213,3	218,1	2,3
Выручка	5 024	3 515	-30,0
Операционный денежный поток	1 168	-764	-
EBITDA	2 088	1 396	-33,1
EBITDA margin	41,6%	39,7%	-1,9 п.п.
Чистая прибыль	38	184	384,2
margin	0,8%	5,2%	4,4 п.п.
	2014	1 кв. 15	Изм. %
Активы	41 042	38 393	-6,5
Денежные средства и их эквиваленты	6 342	6 499	2,5
Долг	26 443	24 225	-8,4
краткосрочный	2 789	3 552	27,4
долгосрочный	23 654	20 673	-12,6
Чистый долг	20 101	17 726	-11,8
Долг/EBITDA	3,3	3,3	
Чистый долг/EBITDA	2,5	2,4	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка VimpelCom Ltd. в сравнении 2014 г. не претерпела кардинальных изменений – метрика Долг/EBITDA осталась на уровне 3,3х, Чистый долг/EBITDA – 2,4х против 2,5х соответственно. Компания сократила размер долга на 8% (к 2014 г.) до 24,2 млрд долл., в том числе за счет досрочного выкупа евробондов на 1,8 млрд долл., погашения в оферту облигаций на 35 млрд руб., на что пошли средства от продажи алжирского Djezzy (чистый доход от сделки составил 2,3 млрд долл., по данным компании).

Отдельно стоит отметить, что менеджмент VimpelCom Ltd. вчера подтвердил факт переговоров с Hutchison о слиянии мобильных активов в Италии, которое могло бы снизить уровень долга группы, учитывая, что на итальянскую «дочку» приходится половина долга VimpelCom Ltd. (или более 12 млрд долл.). При этом уверенности в закрытии сделки у компании пока нет, при этом менеджмент заявил, что сторонами обсуждается создание равного СП, не обозначив возможные детали сделки, в частности по распределению долей владения. В случае равного участия в СП, при первом приближении, по нашим оценкам, VimpelCom Ltd. мог бы улучшить кредитные метрики до уровня 2,8-3,0х по соотношению Долг/EBITDA и ниже 2,0х – Чистый долг/EBITDA. Впрочем, стоит дождаться дополнительной информации о возможной сделке.

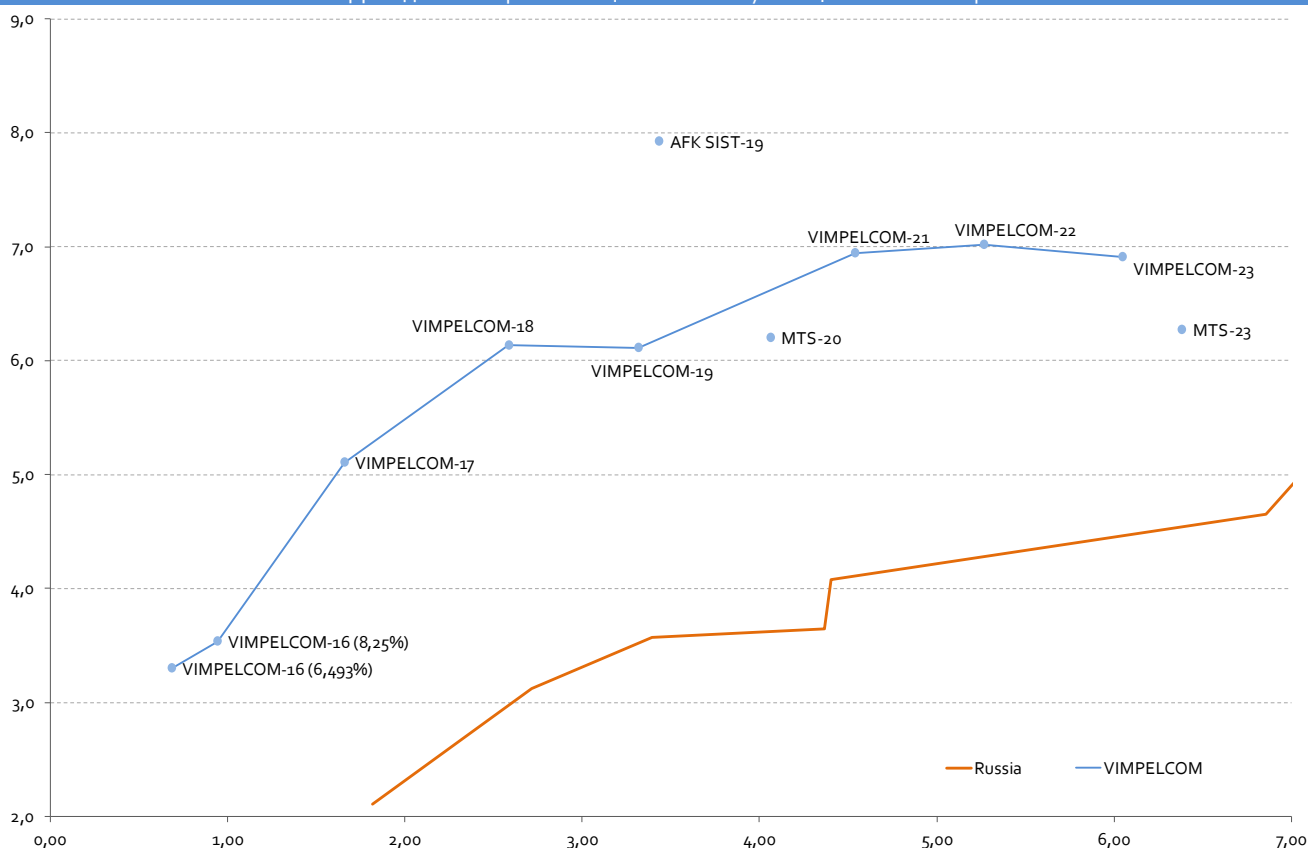
Ключевые финансовые показатели млрд долл.	Wind			3 Italia			Wind + 3 Italia
	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %	
Абонентская база, млн	22,3	21,6	-3,1	8,2	8,8	7,0	<b>30</b>
Выручка	6,6	6,2	-7,0	2,3	2,3	-0,4	<b>8,5</b>
EBITDA	2,6	2,4	-7,2	0,4	0,3	-11,1	<b>2,7</b>

Источники: данные компаний, PSB Research

В свою очередь, появившаяся накануне в СМИ информация о распределении ролей в руководстве будущей объединенной компании, а также подтверждение факта переговоров самой компанией привело к активному росту котировок евробондов VimpelCom (на 2-3 фигуры за последние два дня). Впрочем, дальнейший рост бумаг видится пока затруднительным, по крайней мере, до появления дополнительной информации о деталях возможной сделки.

14 мая 2015

Доходности еврооблигаций телекоммуникационного сектора

Александр Полютков

## Русал (-/-/-): итоги 1 кв. 2015 г. по МСФО.

Русал представил хорошие результаты за 1 кв. 2015 г., хотя несколько ниже консенсус-прогноза. Выручка выросла на 17% (г/г) до 2,48 млрд долл., показатель EBITDA – в 4,2 раза (г/г) до 721 млн долл., при этом EBITDA margin достигла 29%. Позитивное влияние оказал рост цен на алюминий на LME и размер премий прямых поставок (г/г), эффект девальвации рубля. Впрочем, ситуация с финансовыми показателями Русала может ухудшиться уже во 2 кв. из-за падения цен и премий на алюминий на фоне роста экспорта алюминиевой продукции из КНР. Уровень долга Русал продолжил снижаться – метрика Долг/EBITDA составил 4,5х против 6,2х в 2014 г., Чистый долг/EBITDA – 4,2х против 5,8х. Этому способствовало заметное улучшение рентабельности бизнеса, сокращение размера долга на 2%. Снижение показателей прибыльности во 2 кв. может отразиться на метриках Русал, но финансовой устойчивости будут способствовать высокие дивиденды Норникеля. Хорошая отчетность Русал может стать поводом для покупок рублевых бумаг инвесторами готовых к риску, но ликвидность выпусков низкая.

*Вчера Русал хорошо отчитался за 1 кв. 2015 г. по МСФО, хотя несколько ниже консенсус-прогноза...*

**Комментарий.** Вчера Русал представил довольно хорошие результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО, хотя несколько ниже консенсус-прогноза.

Так, выручка компании выросла на 17% (г/г) до 2,48 млрд долл., показатель EBITDA – в 4,2 раза (г/г) до 721 млн долл., при этом EBITDA margin достигла 29%. Позитивное влияние на результаты оказал рост цен на алюминий на LME («+5,4%» г/г) и премий прямых поставок («+25%» г/г), а также эффект девальвации рубля.

14 мая 2015

**Выручка выросла на 17% до 2,5 млрд долл., EBITDA - в 4,2 раза до 721 млн долл., EBITDA margin составила 29%...**

**Влияние оказал рост цен и премий на алюминий, эффект девальвации рубля...**

**Поддержка также последовала от мер сворачивания неэффективных производств...**

Отметим, что себестоимость производства Русала снижалась – по итогам 1 кв. она составила 1437 долл./тонна («-17,5% г/г), приближаясь к минимальным уровням, в том числе благодаря программе приостановки неэффективных мощностей.

Впрочем, ситуация с финансовыми показателями Русала может ухудшиться уже во 2 кв., согласно ожиданиям менеджмента, из-за падения цен и премий на алюминий на фоне роста экспорта алюминиевой продукции из КНР, где сохраняется переизбыток мощностей.

Так, уже за 1 кв. 2015 г. ср. цена на алюминий на LME снизилась на 8,5% к 4 кв. 2014 г., а премия поставок – на 1,2% соответственно, согласно данным компании. Если ситуация с ценами не улучшится, Русал может принять решение о дальнейших действиях по неэффективным мощностям до конца 3 квартала, о чем заявил менеджмент.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Русал (МСФО)		
	1 кв. 2014	1 кв. 2015	Изм. %
Объем продаж первич. алюминия, тыс. тонн	854	935	9,5
Себестоимость, долл./тонна	1 741	1 437	-17,5
Цена на алюминий на LME, долл./тонна	1 708	1 801	5,4
Ср. премия к цене, долл./тонна	339	424	25,1
Выручка	2 123	2 477	16,7
Операционный денежный поток	81	612	655,6
EBITDA	173	721	316,8
EBITDA margin	8,1%	29,1%	21 п.п.
Чистая прибыль	-325	572	-
margin	отриц	23,1%	-
	2014	1 кв. 2015	Изм. %
Активы	14 857	14 630	-1,5
Денежные средства и эквиваленты	570	620	8,8
Долг	9 407	9 244	-1,7
краткосрочный	447	887	98,4
долгосрочный	8 960	8 357	-6,7
Чистый долг	8 837	8 624	-2,4
Долг/EBITDA	6,2	4,5	
Чистый долг/EBITDA	5,8	4,2	

Источники: данные компании, PSB Research

**Долговая нагрузка на фоне улучшения прибыльности и погашения части долга снизилась – Чистый долг/EBITDA составило 4,2х...**

**Отчетность может стать поводом для покупок бондов Русал-Братск инвесторами готовых к риску, но их ликвидность низкая...**

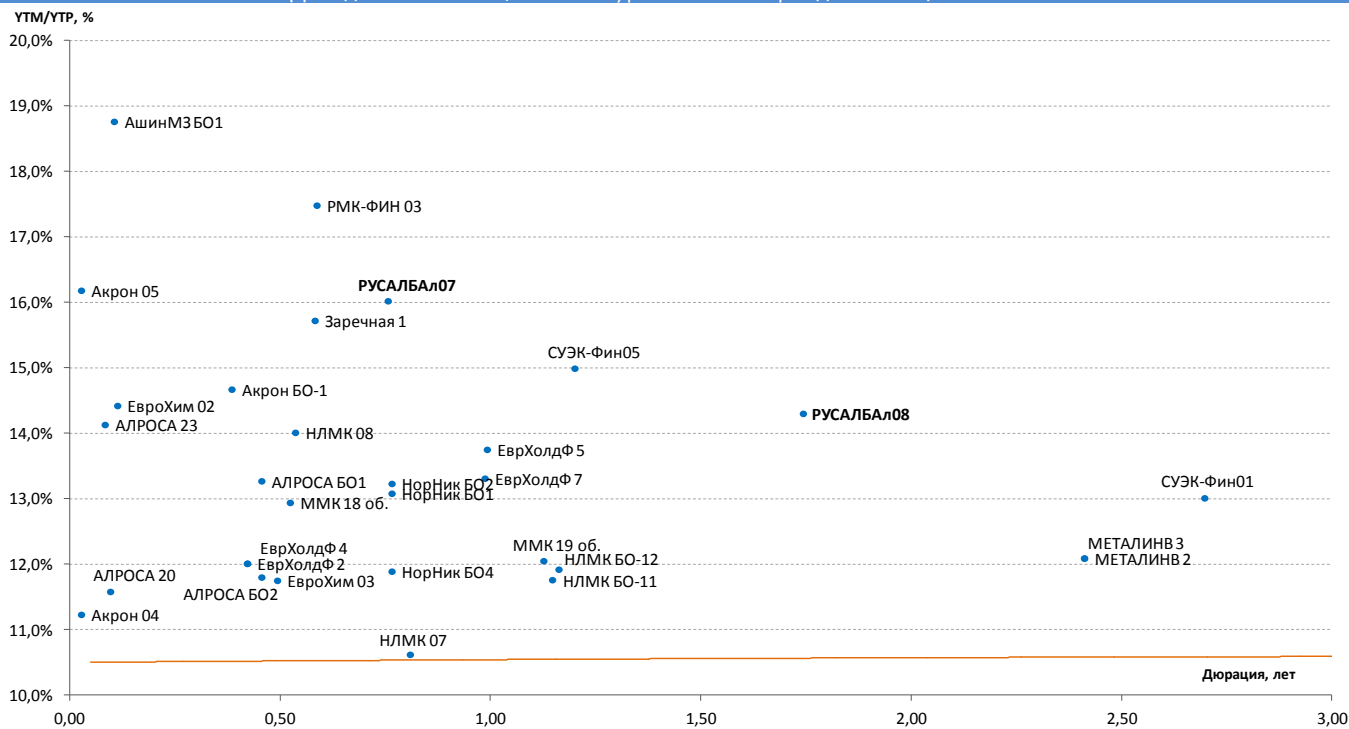
Что касается уровня долга Русал, то он продолжил снижаться – метрика Долг/EBITDA составил 4,5х против 6,2х в 2014 г., Чистый долг/EBITDA – 4,2х против 5,8х соответственно. Этому способствовало заметное улучшение рентабельности бизнеса компании, а также сокращение размера долга на 2%. Снижение показателей прибыльности во 2 кв. может отразиться на метриках Русал. В то же время в апреле эмитент прошел оферту по рублевому выпуску Русал-Братск 08, выкупив бумаг на 8,07 млрд руб., несколько сократив размер долга.

Стоит отметить, что вчера акционеры Норникеля утвердили финальные дивиденды за 2014 г. в размере порядка 2,08 млрд долл., из которых Русал (владеет 27,8% акций) может рассчитывать на сумму около 0,6 млрд долл., что поддержит финансовую устойчивость компании.

Хорошая отчетность может стать поводом для покупок рублевых бумаг Русала со стороны инвесторов готовых к риску, но ликвидность выпусков низкая.

14 мая 2015

Доходности облигаций металлургических и горнодобывающих компаний



Александр Полютов

## Контакты:

### ПАО «Промсвязьбанк» PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

#### PSB RESEARCH

**Николай Кашцев** KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39  
Директор по исследованиям и аналитике

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов** LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61  
**Илья Фролов** FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06  
**Екатерина Крылова** KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31  
**Игорь Нуждин** NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Дмитрий Монастыршин** Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10  
**Дмитрий Грицкевич** Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14  
**Алексей Егоров** EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48  
**Александр Полютов** PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

#### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

##### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко** FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86  
**Ольга Целинина** TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12  
**Дмитрий Иванов** Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35  
**Константин Квашнин** Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69  
**Собаев Руслан** sibaevrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18  
**Евгений Жариков** Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96  
**Борис Холжигитов** KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34  
**Устинов Максим** ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

##### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин** Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34  
**Александр Сурпин** SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24  
**Виктория Давитиашвили** DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

##### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков** KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33  
**Михаил Маркин** MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

#### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко** NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17  
**Сергей Устиков** UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17  
**Александр Орехов** OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19  
**Игорь Федосенко** FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69  
**Виталий Туруло** TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

14 мая 2015

© 2015 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.