



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**VimpelCom Ltd. (Ba3/BV/BV+): итоги 2015 г. по МСФО.**

## VimpelCom Ltd. (Ba3/BV/BV+): итоги 2015 г. по МСФО.

VimpelCom Ltd. отчитался за 4 кв. и весь 2015 г. по МСФО. Результаты совпали с консенсус-прогнозом по выручке, но оказались хуже по EBITDA. Так, выручка VimpelCom сократилась на 29% (г/г) до 9,6 млрд долл., показатель EBITDA – на 30% (г/г) до 3,9 млрд долл., EBITDA margin уменьшилась на 0,8 п.п. до 40,8%. Органический рост выручки за 2015 г. составил 0,6% (г/г). На результатах сказались неблагоприятная операционная среда на рынках присутствия и негативный эффект от курсовых разниц. Единственным растущим сегментом бизнеса по-прежнему стала передача данных, в то время как мобильная связь стагнирует, фиксированная связь – падает. В географическом разрезе бизнес-единиц VimpelCom лучший результат сохранился у Евразии, ключевой российский ВымпелКом напротив дал сравнительно слабые данные, снизив выручку и EBITDA на 1% и 3% (органически). С учетом деконсолидации долга Wind метрики VimpelCom остаются на комфортном уровне – Чистый долг/EBITDA 1,4x против 2,5x соответственно. Короткий долг в 1,5 млрд долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах. В 2016 г. оператор ждет метрику Чистый долг/EBITDA в районе 2,0x, что говорит об умеренном росте долга, который останется в приемлемых рамках. В целом, удержание прибыльности по итогам 2015 г. выше 40% и комфортный уровень долга обеспечили поддержку евробондам VimpelCom, которые сократили спрэд к бондам MTS (Ba1/BV+/BV+) до 60-80 б.п. со 120 б.п. Рост бондов возможен скорее вместе с рынком.

**VimpelCom Ltd.**  
*представил итоги за 4 кв. и весь 2015 г. по МСФО без учета итальянского бизнеса...*

**Результаты совпали с консенсус-прогнозом по выручке, но оказались хуже по EBITDA...**

**В 2015 г. выручка VimpelCom сократилась на 29% (г/г), показатель EBITDA – на 30%, EBITDA margin уменьшилась на 0,8 п.п. до 40,8%...**

**Давление оказало ухудшение операционной среды, высокая конкуренция, девальвация национальных валют...**

**Комментарий.** Вчера VimpelCom Ltd. отчитался за 4 кв. и весь 2015 г. по МСФО (без учета бизнеса итальянской «дочки» Wind после сделки с Hutchison). Результаты компании совпали с консенсус-прогнозом по выручке, но оказались хуже по EBITDA.

Так, выручка VimpelCom сократилась на 29% (г/г) до 9,6 млрд долл., показатель EBITDA – на 30% (г/г) до 3,9 млрд долл., EBITDA margin уменьшилась на 0,8 п.п. до 40,8%. Органический рост выручки за 2015 г. составил 0,6% (г/г). В целом, данные цифры совпали с прогнозами VimpelCom Ltd.: выручка – flat или снижение на 5%; EBITDA margin (flat или снижение на 1 п.п.).

Среди факторов оказавших влияние на результаты оператора можно отметить неблагоприятную операционную среду на рынках присутствия, а также негативный эффект от курсовых разниц на фоне колебаний локальных валют. Единственным растущим сегментом бизнеса, который показал заметный рост, по-прежнему является передача данных, в то время как мобильная связь стагнирует, фиксированная связь – падает.

В географическом разрезе бизнес-единиц VimpelCom лучший результат сохранился у Евразии за счет высоких данных по Украине, Узбекистане и Киргизстане. Российский ВымпелКом, который теперь вносит основной вклад в бизнес группы (приходится 46-48% выручки и EBITDA), напротив дал сравнительно слабые данные, снизив выручку и EBITDA на 1% и 3% (органически) соответственно. Уменьшение показателей было на фоне падения доходов в фиксированной связи (ШПД) и негативного эффекта от девальвации рубля (сокращения доходов от роуминга и др.), при растущей конкуренции

на локальном рынке, где операционная среда ухудшается из-за экономического спада. В 2016 г. VimpelCom Ltd. прогнозирует: выручка будет flat или выше на 5% относительно 2015 г., EBITDA margin – flat или выше на 1 п.п., уровень капзатрат – до 17-18% выручки (или порядка 16-1,7 млрд долл.).

| Ключевые финансовые показатели<br>млн долл. | VimpelCom (Ваз/BB/BB+) |        |           |
|---|------------------------|--------|-----------|
|   | 2014                   | 2015   | Изм. %    |
| Абонентская база (без Wind), млн            | 197                    | 196    | -0,4      |
| Выручка                                     | 13 517                 | 9 625  | -28,8     |
| Операционный денежный поток                 | 5 279                  | 2 033  | -61,5     |
| EBITDA                                      | 5 625                  | 3 926  | -30,2     |
| EBITDA margin                               | 41,6%                  | 40,8%  | -0,8 п.п. |
| Чистая прибыль                              | -223                   | -851   | -         |
| margin                                      | отриц                  | отриц. | -         |
|   | 2014                   | 2015   | Изм. %    |
| Активы                                      | 41 042                 | 33 841 | -17,5     |
| Денежные средства и их эквиваленты          | 6 451                  | 4 048  | -37,3     |
| Долг  | 26 443                 | 9 544  | -63,9     |
| краткосрочный                               | 2 789                  | 1 519  | -45,5     |
| долгосрочный                                | 23 654                 | 8 025  | -66,1     |
| Чистый долг                                 | 19 992                 | 5 496  | -72,5     |
| Долг/EBITDA                                 | 3,3                    | 2,4    |           |
| Чистый долг/EBITDA                          | 2,5                    | 1,4    |           |

Источники: данные компании, PSB Research

**Без итальянской «дочки» метрика Чистый долг/EBITDA в 2015 г. осталась на комфортном уровне – 1,4х против 2,5х в 2014 г...**

**В 2016 г. оператор ждет метрику Чистый долг/EBITDA в районе 2,0х...**

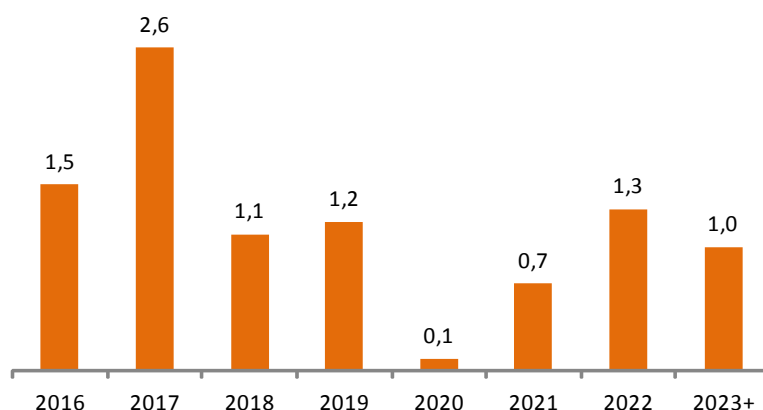
**Риски рефинансирования короткого долга VimpelCom Ltd. остаются низкие...**

С учетом сделки с Hutchison и деконсолидации долга Wind кредитные метрики VimpelCom в 2015 г. остались на комфортном уровне – Чистый долг/EBITDA 1,4х против 2,5х соответственно. Короткий долг оператора в 1,5 млрд долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах (4 млрд долл.). При этом в графике выплат по долгу пиковое значение приходится на 2017 г. в размере 2,6 млрд долл., что, впрочем, вряд ли вызовет трудности у холдинга. В 2016 г. оператор ждет метрику Чистый долг/EBITDA в районе 2,0х, что говорит об умеренном росте уровня долга, который впрочем, останется в приемлемых рамках.

Отметим, что VimpelCom Ltd. скорректировал сроки по закрытию сделки с Hutchison по объединению активов в Италии, сдвинув их с августа 2016 г. на конец этого года, в зависимости от регуляторных одобрений. По данным VimpelCom Ltd., с учетом долга Wind метрика Чистый долг/EBITDA группы по итогам 2015 г. составила 2,9х.

Что касается вопроса расследования деятельности оператора в Узбекистане, то VimpelCom Ltd. сообщил о подготовке соглашений с расследующими органами об урегулировании претензий. Напомним, в 3 кв. оператор создал резервы в объеме 900 млн долл. под возможные штрафы по данному расследованию. При этом точно определить, во сколько компании обойдется решение этой проблемы, VimpelCom Ltd. пока не может.

График погашения долга VimpelCom (на 31.12.2015 г.)



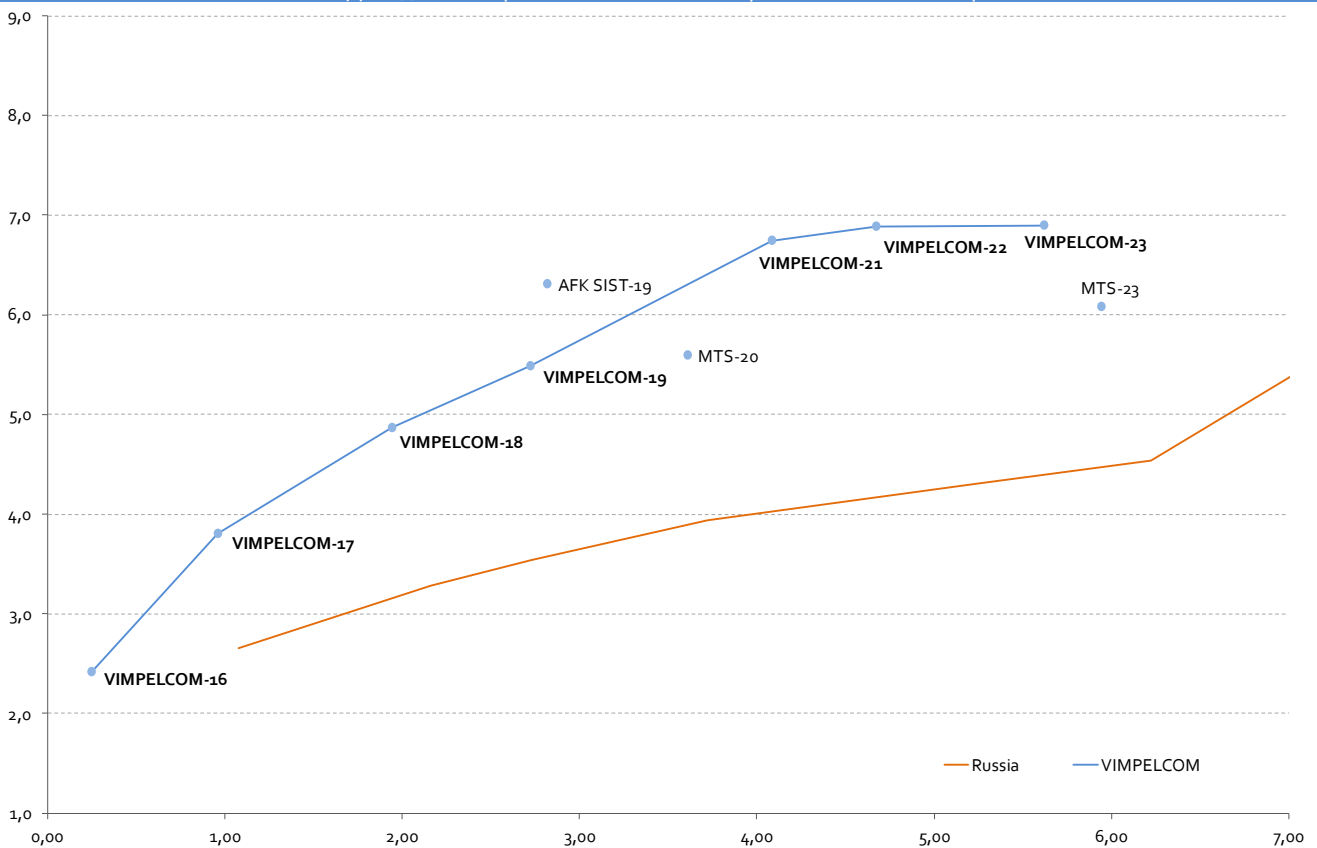
Источники: данные компании, PSB Research

**В ноябре Fitch присвоило VimpelCom Ltd. рейтинг «BB+» прогноз Стабильный...**

**Отчетность и улучшение сантимертарынка сократили чрезмерный спрэд евробондов VimpelCom и MTS, движение вероятно вместе с рынком...**

В целом, удержание прибыльность бизнеса по итогам 2015 г. выше 40% и комфортный уровень долга после сделки с Hutchison должны обеспечить поддержку евробондам VimpelCom, которые заметно сократили за последние 1-2 дня спрэд к бондам MTS (Ba1/BB+/BB+) – до 60-80 б.п. со 120 б.п. При этом во второй половине ноября 2015 г. агентство Fitch присвоило VimpelCom Ltd. рейтинг «BB+» прогноз Стабильный, т.е. на уровне MTS, в этом свете спрэд свыше 100 б.п. по бумагам эмитентов выглядел чрезмерным. В настоящее время сложившиеся уровни по доходности несут ограниченный потенциал для роста, наиболее вероятны движения вместе с рынком. При этом нужно учитывать, что в силу хорошей ликвидности выпуски VimpelCom довольно оперативно реагируют на повышенную волатильность сырьевых рынков. Рублевые облигации с доходностью в районе 11,5% и премией 50 б.п. к ключевой ставке ЦБ не выглядят интересно для покупки в текущих условиях нестабильности на финансовых рынках.

Доходности еврооблигаций телекоммуникационного сектора



**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 Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов**

**Илья Фролов**

**Екатерина Крылова**

**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Дмитрий Монастыршин**

**Дмитрий Грицкевич**

**Алексей Егоров**

**Александр Полютов**

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко**

**Ольга Целинина**

**Дмитрий Иванов**

**Константин Квашнин**

**Сibaев Руслан**

**Евгений Жариков**

**Борис Холжигитов**

**Устинов Максим**

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин**

**Александр Сурпин**

**Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков**

**Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко**

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+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.