

## ВымпелКом (BB+/Ba2/-):

### На новых рубежах роста

**Выводы**

В настоящее время продолжается формирование книги заявок на приобретение облигаций «ВымпелКом-Инвест» шестой серии. Основную часть средств от привлекаемого займа компания направит на рефинансирование своей валютной задолженности. Новый выпуск удовлетворяет всем критериям для включения в ломбардный список ЦБ РФ.

Мы высоко оцениваем кредитный профиль ВымпелКома и считаем его сильным с фундаментальной точки зрения. Вложения в долговые инструменты компании рассматриваются нами как надежные инвестиции, сопряженные с относительно низким кредитным риском.

**Инвестиционный анализ**

**Эмитент всероссийского масштаба.** ВымпелКом\* – второй оператор мобильной связи в России по объему выручки. Компания имеет сильные позиции на рынках сотовой связи в странах СНГ и развивает операции на перспективных рынках в Юго-Восточной Азии. Общая абонентская база ВымпелКома превышает 89 млн абонентов.

**Надежность кредитного профиля проверена кризисом.** Мобильный бизнес продемонстрировал устойчивость в условиях экономического спада. Более того, за период 2009 г. ВымпелКом сумел улучшить ряд своих кредитных показателей.

**Высокие денежные потоки и ликвидный баланс.** ВымпелКом демонстрирует значительные операционные денежные потоки, при этом свободный денежный поток компании остается положительным в течение последних пяти лет. На конец I-го полугодия 2010 г. объем денежных средств на балансе оператора (\$2,4 млрд) с запасом покрывал его краткосрочный долг (\$1,5 млрд), а долговая нагрузка находилась на консервативном уровне (чистый долг/OIBDA 0,9x).

**Положительный эффект от объединения с Киевстаром.** Кредитный профиль ВымпелКома заметно укрепился после консолидации показателей украинского Киевстара. Результаты объединенной компании (холдинга VimpelCom Ltd.) отразили повышение рентабельности и снижение долговой нагрузки.

**Благоприятный график погашения долга.** Структура погашения долга ВымпелКома не имеет выраженных пиков. Новые пятилетние рублевые облигации очень удачно «вписываются» в график долговых выплат компании, а продолжающееся увеличение доли рублевых заимствований в кредитном портфеле снижает подверженность оператора валютным рискам.

**Покупка мобильных активов Weather Investments лишь временно ослабит кредитный профиль ВымпелКома.** Ожидаемое увеличение долговой нагрузки ВымпелКома в результате данной сделки может негативно отразиться на его кредитных рейтингах. В тоже время мы ожидаем довольно быстрого последующего снижения долгового бремени оператора на фоне эффекта синергии от предстоящего объединения.

**Параметры займа**

Эмитент	ООО "ВымпелКом-Инвест"
Выпуск	ВымпелКом-Инвест (серия Б)
Поручитель	ОАО «ВымпелКом»
Рейтинг (S/M/F)	(BB+/Ba2/-)
Гос. регистрационный номер	4-06-36281-R
Объем займа	10 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	Пять лет
Оферта	Не предусмотрена
Ориентир по ставке купона	9.00 – 9.50%
Ориентир по доходности	YTM 9.20 – 9.,73%
Тип размещения	Книга заявок
Открытие книги	5 октября 2010 г.
Закрытие книги	15 октября 2010 г.
Размещение на ММББ	Предварительно 19 октября 2010 г.
Организаторы	Альфа-Банк, Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал

**Ключевые финансовые показатели ВымпелКома по US GAAP, \$ млн**

	2008	2009	IП 2010*
Выручка	10 117	8 703	4 873
OIBDA	4 860	4 272	2 303
Операционный ден. поток	3 422	3 513	1 804
Капитальные вложения	(2 391)	(891)	(481)
Свободный ден. поток	1 031	2 622	1 323
Чистый долг	7 528	5 906	3 980
Собственный капитал	4 140	4 509	10 644
Активы	15 725	14 733	20 943

**Коэффициенты**

Норма OIBDA, %	48,0	49,1	47,3
OIBDA/Проц. Расходы (x)	9,8	7,1	7,6
Чистый долг/OIBDA** (x)	1,5	1,4	0,9

\* включая показатели ЗАО «Киевстар» с 21 апреля 2010 г.

\*\* OIBDA за последние 12 месяцев

Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банк

\* - здесь и далее под «ВымпелКомом» подразумевается VimpelCom Ltd.

**Аналитический отдел research@alfabank.ru**

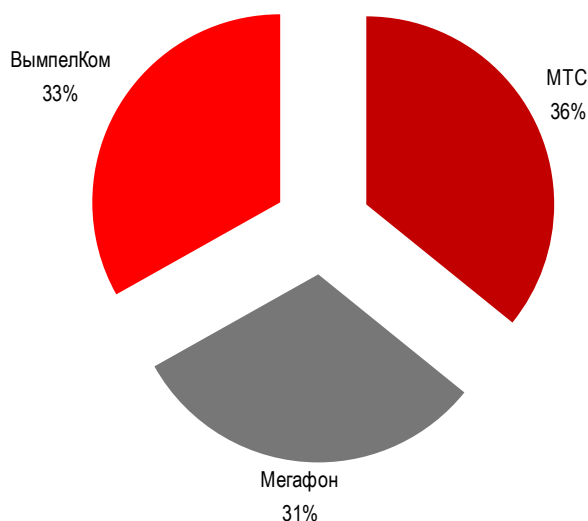
Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

## ВымпелКом: известный бренд

### Заемщик со стажем

ОАО «ВымпелКом» было основано в 1992 г. и на сегодняшний день является вторым оператором мобильной связи в России по объему выручки, а также одним из крупнейших операторов Центральной и Восточной Европы.

**Илл.1: Доли компаний «большой тройки» на российском рынке мобильной связи по объему выручки, 1П 2010 г.**



Источники: данные компаний, оценки Альфа-Банка

ОАО «ВымпелКом» (выступающее в качестве поручителя по размещаемому в настоящее время облигационному займу компании), входит в группу VimpelCom Ltd., которая объединила в себе российское ОАО «ВымпелКом» и украинское ЗАО «Киевстар». По состоянию на конец I полугодия 2010 г. активная база пользователей ВымпелКома (здесь и далее в тексте под «ВымпелКомом» подразумевается VimpelCom Ltd.) составляла 89,4 млн. абонентов, из которых 57% приходилось на российский рынок.

Помимо России и Украины, дочерние компании группы осуществляют операции по предоставлению интегрированных услуг мобильной и фиксированной телефонии в Казахстане, Таджикистане, Узбекистане, Грузии, Армении и Кыргызстане. С 2009 г. ВымпелКом развивает операции на перспективных рынках Юго-Восточной Азии (во Вьетнаме и Камбодже).

ВымпелКом имеет длительную положительную кредитную историю на публичном рынке долгового капитала. Дебютный выход эмитента на рынок еврооблигаций состоялся в 2002 г. Компания также хорошо известна инвесторам рынка акций – ее АДР обращаются на Нью-Йоркской фондовой бирже. Рыночная капитализация оператора по состоянию на 7 октября 2010 г. составляла около \$18 млрд.

**ВымпелКом имеет продолжительную кредитную историю на рынке публичного долга**

## Акционерный конфликт остался в прошлом

В 2009г. основные акционеры ВымпелКома норвежский телекоммуникационный оператор Telenor и российский финансово-промышленный холдинг «Альфа-Групп», объявили о прекращении многолетнего корпоративного конфликта. Акционерные противоречия были главным образом связаны с разногласиями сторон относительно развития бизнеса ВымпелКома на Украине, втором по величине рынке сотовой связи в СНГ после России. В итоге акционеры договорились об объединении ВымпелКома с их общим украинским мобильным активом «Киевстар» (до сделки подконтрольного Telenor), путем создания нового мобильного оператора на базе холдинговой структуры VimpelCom Ltd.

К текущему моменту сделка завершена и доли акционеров в VimpelCom Ltd. распределены следующим образом: Telenor 36.03% голосующих акций, Altimo (дочерняя компания «Альфа-Групп») 44,65%. Остальные 19.32% акций компании обращаются на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Важным представляется тот факт, что структура новой компании была согласована таким образом, чтобы избежать возможностей возникновения новых акционерных разногласий. В управлении новым холдингом ни у Altimo, ни у Telenor не существует права вето ни по каким вопросам. Мы считаем, что разрешение акционерного конфликта должно вывести ВымпелКом на новый уровень развития. Более продуктивная работа акционеров создает отличные предпосылки как для повышения эффективности текущей деятельности компании, так и для общего роста масштабов бизнеса оператора.

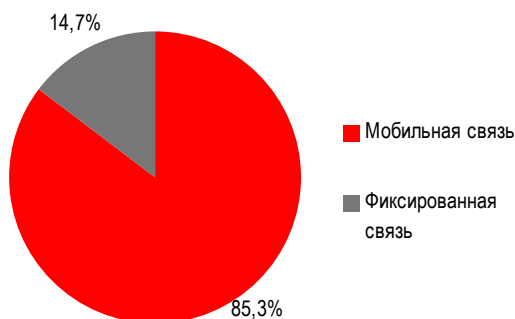
**Структура управления VimpelCom Ltd. позволит избежать повторения акционерных конфликтов**

## Стратегия интеграции и экспансии

### На пути к созданию глобальной компании

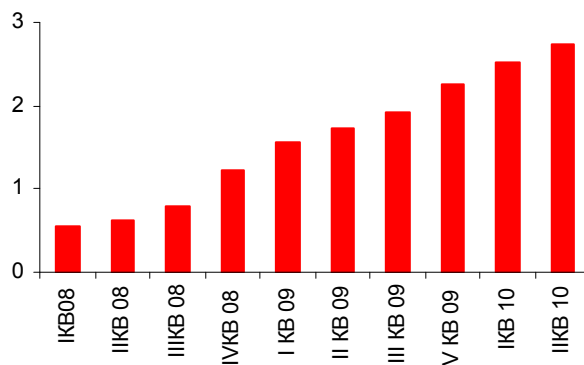
ВымпелКом в своем нынешнем виде выгодно отличается от большинства игроков телекоммуникационного рынка Европы, Ближнего Востока и Африки благодаря позиционированию себя как интегрированного оператора, предоставляющего полный спектр телекоммуникационных услуг.

**Илл.2: Выручка по сегментам, IП 2010 г.**



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

**Илл.3: Динамика абонентов ШПД, млн чел.**



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

В феврале 2008г. после завершения сделки по слиянию с «Голден Телеком» ВымпелКом превратился в одного из лидеров по предоставлению услуг фиксированной связи в России и СНГ. Основным

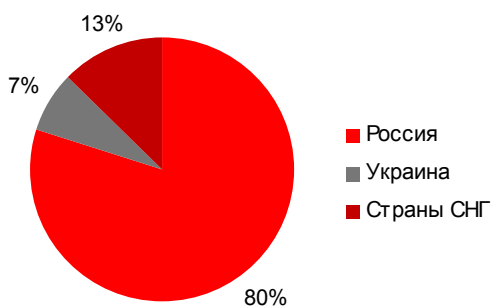
**Развитие услуг ШПД - один из ключевых драйверов роста финансовых показателей ВымпелКома в среднесрочной перспективе**

источником доходов для оператора по-прежнему остается мобильная связь (85% консолидированной выручки по результатам I полугодия 2010г.). В тоже время компания продолжает активно наращивать свое присутствие на быстрорастущем рынке широкополосного доступа в Интернет (ШПД) с помощью как проводных, так и мобильных технологий. На конец I полугодия 2010 г. общее число абонентов ШПД ВымпелКома достигло 2,7 млн человек, увеличившись на 22% с начала текущего года. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе развитие услуг ШПД будет выступать в числе ключевых драйверов роста финансовых показателей оператора.

Для укрепления своих позиций в сфере розничной торговли ВымпелКом в 2008г. приобрел пакет акций (49,9%) компании «Евросеть» – крупнейшего в России сотового ритейлера. В отличие от своего основного конкурента, компании МТС, ВымпелКом не собирается строить собственную розничную сеть, поскольку связывает этот процесс с большими операционными издержками.

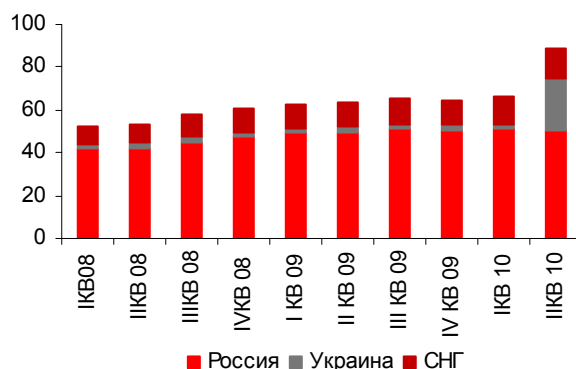
Ключевыми рынками присутствия ВымпелКома сейчас являются Россия, Украина и страны СНГ. В 2009 г. российский рынок принес оператору 86% от его общих доходов. В I полугодии 2010 г. (после завершения объединения ВымпелКома с Киевстар), операции в России обеспечили около 80% консолидированной выручки компании. По итогам полного календарного 2010г. этот показатель должен более существенно снизиться, так как финансовые результаты Киевстара учитывались начиная лишь с 21 апреля 2010 г.

**Илл.4: Выручка по рынкам, 1П 2010 г.**



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

**Илл.5: Мобильные пользователи, млн чел.**



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

**Выход на перспективные зарубежные рынки открывает для ВымпелКома хорошие возможности для развития**

ВымпелКом стремится осваивать и перспективные зарубежные направления, в частности динамично развивающийся регион Юго-Восточной Азии. В 2009г. компания запустила в эксплуатацию мобильные сети во Вьетнаме, Камбодже и подписала договор о выходе на рынок сотовой связи Лаоса. Пока вклад от операций в Юго-Восточной Азии в консолидированную выручку ВымпелКома минимален, однако низкий уровень проникновения мобильной связи в данных странах открывает для оператора хорошие возможности для развития.

В начале октября 2010 г. ВымпелКом объявил о готовящейся сделке по приобретению у Weather Investments (частная инвестиционная телекоммуникационная компания) 100%-й доли в итальянском операторе Wind и 51,7%-й доли в холдинге Orascom Telecom, владеющим долями в мобильных операторах ряда стран Азии и Африки.

## Долгосрочные приоритеты остаются неизменными

ВымпелКом остается верным своим долгосрочным стратегическим приоритетам. Таковыми для компании являются:

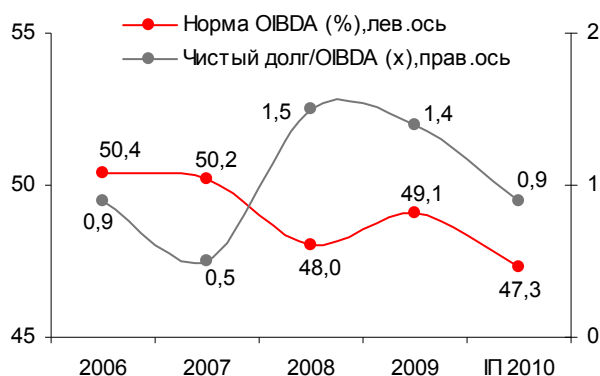
- **Максимизация доходов на основных рынках.** Сегмент мобильной связи на основных рынках присутствия ВымпелКома (в России и на Украине) остается приоритетом для компании. Ключевым драйвером роста доходов оператора здесь будет выступать предоставление клиентам дополнительных услуг (VAS-услуг);
- **Международная экспансия.** ВымпелКом заинтересован в выходе на развивающиеся рынки, имеющие наибольший потенциал для увеличения стоимости акционерного капитала. Сюда входят регионы Азии, Африки и Ближнего Востока. Стратегия компании направлена на приобретение существенной доли в местных операторах и получение контроля над активами в дальнейшем;
- **Развитие услуг фиксированной связи.** Основной приоритет для ВымпелКома в данном направлении – укрепление своих рыночных позиций путем предложения интегрированных решений корпоративным клиентам;
- **Развитие услуг доступа в Интернет и новых стандартов связи.** Проникновение ШПД все еще находится на достаточно низком уровне в России и странах СНГ, что обуславливает динамичный рост ВымпелКома в данном сегменте и его приоритетность для оператора. Компания также продолжает продвижение услуг беспроводного Интернета за счет расширения зоны покрытия сетей WI-FI и развития услуг связи нового поколения (3G). В планах ВымпелКома получение лицензии и предоставление услуг в формате 4G.

## Баланс надежности

### В одном шаге от инвестиционного рейтинга

По-нашему мнению кредитный профиль ВымпелКома является сильным с фундаментальной точки зрения. Текущий уровень кредитного рейтинга компании по версии S&P («BB+») лишь на одну ступень не дотягивает до инвестиционной категории.

Илл.6: Рентабельность и долговая нагрузка



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

Илл.7: Денежные потоки, \$ млн



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

ВымпелКом демонстрирует стабильно хорошие финансовые показатели. Мы отмечаем высокую рентабельность эмитента (норма OIBDA оператора сохраняется на уровнях близких к 50%), а также факт, что свободный денежный поток ВымпелКома сохраняется положительным начиная с 2006 года.

Баланс ВымпелКома характеризуется высокой ликвидностью: компания поддерживает объем денежных средств на уровне не менее \$1 млрд. По состоянию на конец I полугодия 2010 г. долговая нагрузка ВымпелКома в терминах чистый долг/OIBDA находилась на консервативном уровне (0,9х), а краткосрочный долг оператора (\$1,5 млрд) с запасом покрывался его денежным балансом (\$2,4 млрд).

**Илл.8: Ключевые финансовые показатели по US GAAP, \$ млн**

US GAAP	2007	2008	2009	IIП 2010	IIП 2010*
Выручка	7 171	10 117	8 703	4 623	4 873
OIBDA	3 597	4 860	4 272	2 171	2 303
Чистая прибыль	1 463	524	1 122	716	716
Операционный ден. поток	3 038	3 422	3 513	1 642	1 804
Капитальные затраты	(1 606)	(2 391)	(891)	(451)	(481)
Свободный ден. поток	1 432	1 031	2 622	1 191	1 323
Совокупный долг	2 767	8 443	7 353	6 316	6 333
Краткосрочный долг	527	1 909	1 813	1 522	1 532
Денежные средства	1 004	915	1 447	2 047	2 353
Чистый долг	1 763	7 528	5 906	4 269	3 980
Собственный капитал	5 700	4 140	4 509	5 510	10 644
Активы	10 569	15 725	14 733	14 778	20 943
Коэффициенты					
Норма OIBDA, %	50,2	48,0	49,1	47,0	47,3
OIBDA/Проц.расх.(х)	18,4	9,8	7,1	7,9	8,4
Долг/OIBDA** (х)	0,8	1,7	1,7	1,4	1,4
Чистый долг/OIBDA** (х)	0,5	1,5	1,4	1,0	0,9
Долг/Собств. Капитал (х)	0,5	1,9	1,6	1,1	0,6

\* включая показатели ЗАО «Киевстар» с 21 апреля 2010 г.

\*\* OIBDA за последние 12 месяцев

Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

В 2010 г ВымпелКом намерен увеличить капвложения относительно предыдущего года, направив на них 15–20% своей годовой выручки (по нашей оценке – приблизительно \$1,7–2,2 млрд долл.). С учетом денежных средств на балансе оператора по состоянию на конец I полугодия 2010г. и его способности генерировать денежные потоки, потребность ВымпелКома в новых заимствованиях в целях реализации намеченной на текущий год программы капвложений, по нашим оценкам, отсутствует.

В структуре долга ВымпелКома более 60% заимствований приходится на еврооблигации и синдицированные кредиты. Крупным кредитором компании является Сбербанк.

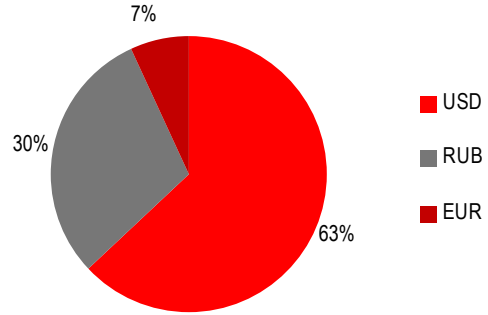
**ВымпелКом не нуждается в новых заимствованиях для финансирования инвестпрограммы**

Илл.9: Структура долга по кредиторам, 2009 г.



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

Илл.10: Валютная структура долга



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

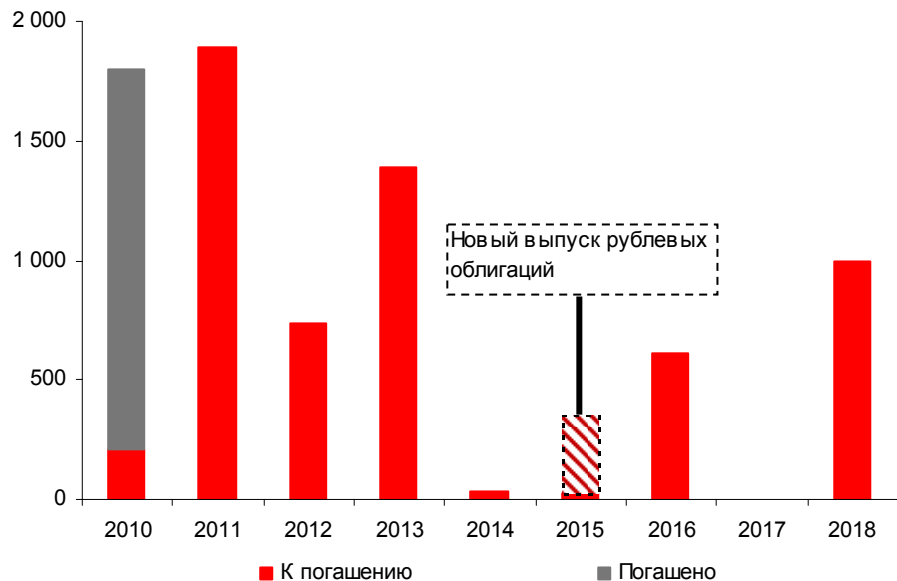
**Валютная структура долга продолжает улучшаться, но пока не является оптимальной для компании**

Вымпелком продолжает оптимизировать валютную структуру своего долгового портфеля, смещая ее в сторону рублевых заимствований (на конец I полугодия 2010 г. их доля составляла 30% от общего объема долга компании против 17% годом ранее). Тем не менее, пока это едва ли можно назвать оптимальным соотношением для эмитента с точки зрения управления валютными рисками, учитывая, что в структуре его выручки на доходы, получаемые в рублях, приходится более 80%. К примеру, у МТС (имеющей схожую с ВымпелКомом структуру выручки), рублевые заимствования на текущий момент занимают более 60% от общего кредитного портфеля.

Замещение валютного долга рублевым является основной целью эмиссии новых облигаций ВымпелКома. Посредством размещения выпуска шестой серии оператор сумеет еще несколько улучшить соотношение своих валютных и рублевых займов.

Структура погашения долга ВымпелКома не имеет выраженных пиков. Новые пятилетние рублевые облигации очень удачно «вписываются» в график долговых выплат эмитента.

Илл.11: Структура погашения долга, \$ млн



Источники: ВымпелКом, оценки Альфа-Банка

## Укрепление кредитного профиля в период кризиса

Бизнес операторов мобильной связи продемонстрировал свою устойчивость в период экономического спада. Несмотря на кризис, количество абонентов мобильной связи в России в течение 2009г. продолжало увеличиваться – прирост составил около 20 млн абонентов. Впрочем, это вопрос методики учета активных пользователей. Мы полагаем, что отчасти рост числа абонентов обусловлен тем, что, стремясь оптимизировать свои расходы на связь, абоненты переходят от одного оператора к другому. В любом случае, статистика указывает на то, что мобильная связь уже прочно вошла в перечень услуг, от которых российские потребители практически не в состоянии отказываться вне зависимости от общей экономической ситуации.

Выручка ВымпелКома от операций в России в 2009 г. увеличилась почти на 10% в рублевом выражении в сравнении с показателем 2008 г., а рост показателя OIBDA составил 11,3%. В долларом выражении, выручка и OIBDA эмитента в 2009г. напротив отразили снижение в годовом сопоставлении по причине более низкого среднего курса рубля по отношению к американской валюте в течение прошлого года.

В период кризисного 2009 г. ВымпелКому удалось улучшить ряд своих кредитных показателей, в частности добиться повышения рентабельности по OIBDA до 49,1% (+1,1 п.п. к уровню 2008 г.) и сократить объем чистого долга на \$1,6 млрд. – до \$5,9 млрд. Операционный денежный поток ВымпелКома в 2009 г. составил \$3,5 млрд, превысив аналогичный показатель 2008 г. (\$3,4 млрд).

## Положительный эффект от объединения с Киевстар

Финансовая отчетность ВымпелКома за I полугодие 2010 г. впервые отразила консолидированные показатели (ОАО «ВымпелКом» и ЗАО «Киевстар») на уровне холдинга VimpelCom Ltd. Результаты Киевстар учитывались начиная с 21 апреля 2010 г.

Киевстар внес положительный вклад в рентабельность ВымпелКома: норма OIBDA объединенной компании по итогам I полугодия 2010 г. составила 47,3% против 47,0% у отдельно взятого ВымпелКома. Учитывая то, что в преддверии консолидации чистая денежная позиция Киевстара была положительной, балансовые показатели ВымпелКома отразили заметное улучшение: чистый долг сократился на 22,3% по сравнению с уровнем конца I квартала (до \$3,9 млрд).

Мы полагаем, что завершение процессов консолидации ВымпелКома и Киевстара положительно отразится на финансовых показателях объединенной компании и в последующие отчетные периоды. Объединение двух мобильных операторов привело к созданию одного из крупнейших игроков как в Европе, так и на рынках развивающихся стран. Мы ожидаем последующего эффекта синергии от оптимизации финансовой, операционной и маркетинговой эффективности двух компаний.

## ВымпелКом vs. МТС

### По итогам года закончившегося 30 июня 2010 г. - ничья

Любопытно сравнить основные операционные и финансовые достижения ВымпелКома и его основного конкурента на российском рынке сотовой связи компании МТС (ВВ/Ва2/ВВ+), обязательства которой сейчас также представлены на облигационном рынке. В качестве периода сравнения мы определили год закончившийся 30 июня 2010 г.

*В кризисный 2009 г. ВымпелКом добился повышения рентабельности и снизил долговую нагрузку*

*Балансовые показатели ВымпелКома после объединения с Киевстар значительно улучшились*

**Илл.12: Ключевые операционные и финансовые показатели ВымпелКома и МТС**

	ВымпелКом (ВВ+/Ва2/-)			МТС (ВВ/Ва2/ВВ+)		
	ИП 2009	ИП 2010*	Изм. за год, %	ИП 2009	ИП 2010	Изм. за год, %
<b>Операционные показатели</b>						
Абоненты мобильной связи, млн	63,7	89,4	40,3	99,5	103,4	3,9
ARPU**, руб.	315,0	319,0	1,3	239,5	245,5	2,5
MOU**, мин.	207,5	211,5	1,9	210,5	220,5	4,8
<b>Ключевые финансовые показатели, \$ млн</b>						
Выручка	4 119	4 873	18,3	4 512	5 386	19,4
OIBDA	2 036	2 303	13,1	2 062	2 389	15,9
Операционный денежный поток	1 698	1 804	6,2	1 566	1 683	7,5
Свободный денежный поток	1 206	1 323	9,7	355	1 117	214,6
Чистый долг	6 325	3 980	(37,1)	3 077	4 835	57,1
Активы	14 729	20 943	42,2	10 956	15 316	39,8
<b>Ключевые финансовые коэффициенты</b>						
Норма OIBDA (%)	49,5	47,3		45,7	44,4	
OIBDA/Процентные расходы	7,9	7,6		10,5	5,4	
Чистый долг/OIBDA***	1,4	0,9		0,6	1,0	

\* финансовые показатели ВымпелКома включают показатели ЗАО «Киевстар» с 21 апреля 2010 г.

\*\* показатели по российскому рынку мобильной связи

\*\*\* OIBDA за последние 12 месяцев

Источники: данные компаний, оценки Альфа-Банка

Итак, абонентская база мобильных пользователей МТС за рассматриваемый период показала значительно худшую динамику (+3,9 млн абонентов против +25,7 млн. у ВымпелКома). Однако столь высокий результат ВымпелКома объясняется исключительно консолидацией показателей абонентской базы Киевстара.

ARPU (средняя выручка в расчете на одного пользователя) у МТС в России, основном рынке, увеличилась на 2,5%, что превосходит результат ВымпелКома (+1,3%). С другой стороны, в абсолютном выражении показатель ARPU ВымпелКома в I полугодии 2010 г. был почти на 30% выше, чем у МТС, хотя здесь также необходимо учитывать, что операторы могут использовать различную методику расчетов. По динамике MOU (количеству минут разговора на абонента в месяц) ВымпелКом добился роста показателя на 1,9%, что скромнее результата МТС (+4,8%). В I полугодии 2010 г. MOU МТС составлял 220,5 мин., что на 4,3% больше, чем у ВымпелКома.

Что касается финансовых достижений, то в плане динамики выручки и OIBDA консолидированные результаты МТС за год закончившийся 30 июня смотрятся несколько сильнее: повышение показателей составило 19,4% и 15,9% против соответственно 18,3% и 13,1% у ВымпелКома. Норма OIBDA обоих операторов в рассматриваемом периоде отразила снижение, хотя у МТС (-1.3 п.п.) оно оказалось более скромным нежели у ВымпелКома (-2.2 п.п.). Впрочем, если сравнивать фактическую норму OIBDA, то ВымпелКом (47,3%) в сравнении с МТС (44,4%) является фаворитом. На операционную рентабельность МТС негативное влияние оказывает развитие компанией ее собственной розничной сети.

В отношении операционного денежного потока результаты ВымпелКома (\$1,8 млрд) несколько превосходят МТС (\$1,7 млрд), при этом более скромный объем капвложений ВымпелКома увеличивает его преимущество на уровне свободного денежного потока: \$1,3 млрд. против \$1,1 млрд у МТС. В плане динамики чистого долга превосходство ВымпелКома выглядит бесспорным: сокращение на 37,1% (до \$3,9 млрд) против более чем 50%-го роста показателя у МТС (до \$4,8 млрд). Столь заметное увеличение долга МТС за прошедший год преимущественно отразило покупку у ее материнской компании АФК «Система» контрольного пакета интегрированного оператора связи - КОМСТАР-ОТС. Тем не менее, в сопоставлении долговой нагрузки в терминах

**Динамика выручки и OIBDA у МТС выглядит лучше, но рентабельность ВымпелКома остается более высокой**

**ВымпелКом значительно сократил объем своего долга за предыдущий год, а МТС, напротив, увеличила**

Чистый долг/OIBDA, ВымпелКом (0,9x) и МТС (1,0x) по состоянию на конец I полугодия 2010 г. не выявили очевидного лидера.

Резюмируя вышесказанное, по итогам года закончившегося 30 июня 2010 г. достижения ВымпелКома и МТС на наш взгляд можно в целом признать равнозначными. Текущее кредитное качество двух операторов не выявляет из них явного фаворита. Впрочем, S&P сейчас оценивает кредитный рейтинг ВымпелКома на ступень выше чем у МТС, а на шкале Moody's какая-либо разница отсутствует.

## На пути к глобализации

### Приобретение активов Weather Investments – вклад в будущее

В начале октября нынешнего года ВымпелКом (Vimpelcom Ltd. ) и Weather Investments, владеющая мобильными активами египетского миллиардера Нагиба Савириса, подписали соглашение в отношении объединения двух групп компаний, которое предположительно будет завершено в I квартале 2011г. В результате предстоящей сделки масштаб бизнеса ВымпелКома по сути удвоится. Компания превратится в пятого крупнейшего оператора мобильной связи в мире по размеру абонентской базы (более 174 млн абонентов).

По завершении объединения ВымпелКом будет владеть (через Weather) 51,7%-й долей в холдинге Orascom Telecom и 100%-й долей в итальянском мобильном операторе Wind. Согласно условиям сделки акционеры Weather передадут ВымпелКому свои акции Weather в обмен на 18,5% голосующих акций Vimpelcom Ltd. и денежные средства в размере \$1,8 млрд. После выпуска новых акций ВымпелКома доли Telenor и Altimo будут соответственно составлять 29,3% и 36,4% голосующих акций компании.

Предполагается, что в расширенный совет директоров ВымпелКома, который будет состоять из 11 членов, Weather будет номинировать двух директоров, а Telenor и Altimo продолжат номинировать по три директора. Три члена совета директоров будут по-прежнему не аффилированными ни с одним крупным акционером.

Как мы считаем, для ВымпелКома испытывающего определенный недостаток в органических источниках роста получение контроля над мобильными активами Weather Investments оправдано со стратегической точки зрения. Wind является третьим по величине крупнейшим мобильным оператором в Италии. Orascom Telecom владеет долями в мобильных операторах в Алжире, Пакистане, Тунисе, Бангладеш, Канаде и Зимбабве, большинство из которых занимают лидирующие позиции на своих рынках. В результате сделки будет создан новый глобальный игрок на мировом рынке сотовой связи, а синергия от интеграции с мобильными активами Weather Investments оценивается ВымпелКомом в размере порядка \$2,5 млрд.

### Ухудшение кредитных показателей будет краткосрочным

Согласно ожиданиям руководства ВымпелКома, общий объем дополнительного финансирования, которое необходимо привлечь для закрытия сделки (с учетом получения разрешений по существующим долговым инструментам) будет находиться в диапазоне \$2 - 2,5 млрд. Оплата денежными средствами в размере \$1,8 млрд будет финансироваться за счет текущего остатка денежных средств, а также привлечения новых долговых обязательств. ВымпелКом рассмотрит различные источники привлечения нового долга, в том числе и облигационный рынок.

**Сделка с Weather удвоит масштаб бизнеса ВымпелКома**

**Синергия от объединения оценивается в \$2,5 млрд**

***Увеличение долговой нагрузки угрожает текущим кредитным рейтингам ВымпелКома***

По завершении сделки чистый долг объединенной компании составит около \$24 млрд, а соотношение Чистый долг/OIBDA (на основании результатов ИП 2010 г. по проформа) повысится до 2,5х. Руководство ВымпелКома ожидает, что в дальнейшем данный показатель достаточно быстро опустится ниже уровня 2х. Мы также полагаем, что ухудшение кредитных показателей ВымпелКома от готовящегося приобретения станет краткосрочным, однако вероятность снижения рейтингов оператора на одну ступень представляется нам реальной угрозой. К текущему моменту и S&P и Moody's поместили текущие кредитные рейтинги ВымпелКома в список на «пересмотр» с возможностью понижения.

***Вокруг предстоящей сделки еще не снят ряд вопросов***

Стоит отметить, что на текущий момент вокруг потенциальной сделки еще остается ряд не снятых вопросов. К примеру, у алжирской «дочки» Ogascom существуют нереализованные налоговые претензии почти на \$600 млн и правительство страны хочет национализировать оператора. У итальянского Wind также не все благополучно с налоговыми органами.

### **«Защитная» структура выпуска рублевых облигаций**

Структура выпуска рублевых облигаций ВымпелКома (в частности размещаемого в настоящее время займа «Вымпелком-Инвест» шестой серии), как мы считаем, отчасти снижает для инвесторов риски ухудшения кредитного профиля холдинговой компании (VimpelCom Ltd.) в результате сделки по покупке мобильных активов Weather Investments.

Поручителем по размещаемому займу выступает российская «дочка» холдинга, являющаяся также основной операционной компанией группы - ОАО «ВымпелКом». Эффект от привлечения \$2 – 2,5 млрд для финансирования предстоящей сделки на кредитный профиль непосредственно ОАО «ВымпелКом» будет незначителен, учитывая сосредоточенные на компании денежные потоки.

Существенное увеличение долга холдинговой структуры после консолидации задолженности находящейся сейчас на балансе компаний Ogascom и Wind (примерно \$15 млрд.), как мы считаем, не оказывает прямого влияния на кредитоспособность российского ОАО «ВымпелКом». В тоже время, высока вероятность того, что ОАО «ВымпелКом» в последствии будет выступать ключевой компанией для холдинга в привлечении нового финансирования. Это, как мы полагаем, в значительной степени определяет «негативные» прогнозы рейтинговых агентств в отношении ОАО «ВымпелКом». Тем не менее, с позиции инвесторов в рублевые облигации компании, первостепенный фокус должен делаться именно на обязательства и денежные потоки непосредственно ОАО «ВымпелКом», нежели на консолидированные финансовые показатели холдинга.

## Информация

<b>Альфа-Банк (Москва)</b>	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
<b>Управление долговых ценных бумаг и деривативов</b>	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
<b>Торговые операции</b>	Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
<b>Аналитическая поддержка</b>	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Станислав Боженко, Ph.D, старший кредитный аналитик (7 495) 924-25-15 (доб. 71-21) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
<b>Долговой рынок капитала</b>	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.