

## VIMPELCOM LTD (BB/Вa3/-): ВЫХОД СТРАТЕГИЧЕСКОГО АКЦИОНЕРА — КЛЮЧЕВЫЕ ВЫВОДЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

Telenor заявила о планах продать свою долю в VimpelCom Ltd. В настоящее время Telenor владеет 42,95% голосов и 33% экономического интереса в VimpelCom. Telenor также отказалась от конвертации принадлежащих ей привилегированных акций оператора.

Рыночная оценка принадлежащих Telenor обыкновенных акций VimpelCom — 2,4 млрд долл. Ни сроки, ни имя возможного покупателя не озвучены.

### Почему Telenor продает?

- ▶ Telenor — долгосрочный финансовый инвестор, обладающий сильной экспертизой на рынке глобальных телекомов, приобретающий и продающий компании в разных регионах в расчете на их рост и возврат инвестиций. Намерения продать долю в VimpelCom, на наш взгляд, свидетельствуют о том, что на горизонте нескольких лет инвестор не видит перспектив роста и возврата к высоким дивидендным выплатам мобильного оператора.
- ▶ Инвестиции Telenor в VimpelCom окупились полностью — их общий объем составил 15 млрд норвежских крон (1,8 млрд долл. по текущему курсу), полученные дивиденды — 20 млрд крон (2,4 млрд долл.).

### Кто может купить?

#### Акционеры

- ▶ Одним из ключевых претендентов на долю Telenor можно считать **LetterOne Group** (крупнейший акционер VimpelCom) Михаила Фридмана, которая может позволить себе такую покупку без привлечения заемного финансирования, использовав средства, оставшиеся от продажи доли в TNK-BP. Стоит, правда, отметить, что глава LetterOne Алексей Резникович в июне 2014 г. заявлял, что компании не интересно выкупать долю у Telenor.
- ▶ Покупателем может выступить и сам **VimpelCom Ltd.**, а казначейские акции впоследствии могут быть погашены. В этом случае долговая нагрузка компании в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» может вырасти с 2,7х (1П15) до 3,1х.

#### Российские покупатели

- ▶ Неконтрольная доля в VimpelCom, скорее всего, не заинтересует ни **АФК «Система»**, ни **МТС**, инвестиционная стратегия которых подразумевает операционный контроль над активами.
- ▶ **МегаФон** традиционно консервативен в своей географии развития и ему, вероятно, не будут интересны активы VimpelCom за пределами России. К тому же сделка может быть заблокирована ФАС.
- ▶ **Tele2 и его акционеры (ВТБ и Ростелеком)** теоретически могут рассматриваться как вероятные покупатели, однако инвестиции за пределы России вряд ли входят в их интересы.
- ▶ Нельзя полностью исключить вероятность появления **несвязанного с телекоммуникациями российского инвестиционного фонда**, желающего таким образом диверсифицировать свои вложения.

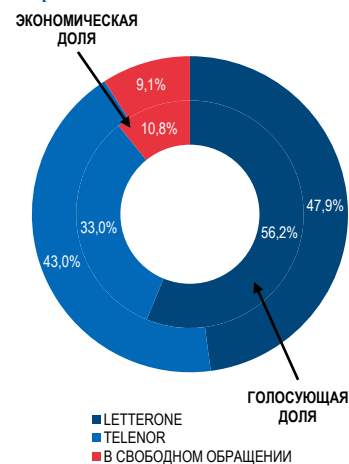
**Сергей Васин**

+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 45 08)  
Sergey.Vasin@gazprombank.ru

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

### Текущий состав акционеров VimpelCom Ltd



Источник: данные компании

### Иностранные инвесторы

- ▶ Еще одним иностранным игроком, специализирующимся на российском рынке телекомов, является шведско-финская **TeliaSonera** (ей принадлежит 25% МегаФона). Не исключаем, что она может стать со-акционером VimpelCom вместо Telenor, однако вероятность события считаем небольшой.
- ▶ Из иностранных фондов/компаний, которым могут быть интересны долгосрочные инвестиции в российский телекоммуникационный сегмент, — **китайские фонды/телекоммуникационные компании**. С учетом текущей конъюнктуры, приход китайского игрока является, на наш взгляд, достаточно вероятным событием.

### Риски для инвесторов в облигации VimpelCom при смене акционеров

Отказ Telenor от конвертации привилегированных акций VimpelCom (дают право голоса, но не получают дивидендов) в обыкновенные (дают голос и дивиденды) лишает оператора компенсации в ~1,2 млрд долл., которые Telenor должен был бы заплатить VimpelCom в случае конвертации в соответствии с акционерным соглашением между LetterOne (Альфа-групп) и Telenor.

- ▶ **Наше мнение:** Конвертация привилегированных акций, принадлежащих Telenor, а следовательно и получение компенсации оператором рассматривалось нами как маловероятное событие еще до решения Telenor о выходе из актива. Отказ компании от выплаты существенных дивидендов с 2014 года сделал конвертацию непривлекательной для Telenor.

В случае покупки акций LetterOne возможно изменение состава совета директоров компании, упразднение позиций независимых директоров, а также смена менеджмента (включая финансовый) – как следствие, ухудшение корпоративного управления, рост финансовых рисков.

- ▶ **Наше мнение:** Мы полагаем, что LetterOne заинтересована в инвестиционной привлекательности своего портфеля, так как является финансовой корпорацией и, как Telenor, рассматривает свои активы как долгосрочные портфельные инвестиции.

Для покупки акций у Telenor LetterOne может использовать левверидж, который впоследствии может быть «компенсирован» путем выкупа собственных акций (leveraged buyout) или выплатой дополнительных дивидендов.

- ▶ **Наше мнение:** LetterOne (группа Михаила Фридмана) не нуждается в дополнительном финансировании и, скорее всего, не будет наращивать долговую нагрузку оператора в результате сделки.

Выход акционера с глубокой экспертизой в глобальном телекоммуникационном рынке может ослабить качество стратегического управления холдингом и привести к некачественным покупкам активов и, как следствие, к снижению свободного денежного потока компании.

- ▶ **Наше мнение:** Все зависит от потенциального покупателя и уровня его экспертизы на рынке.

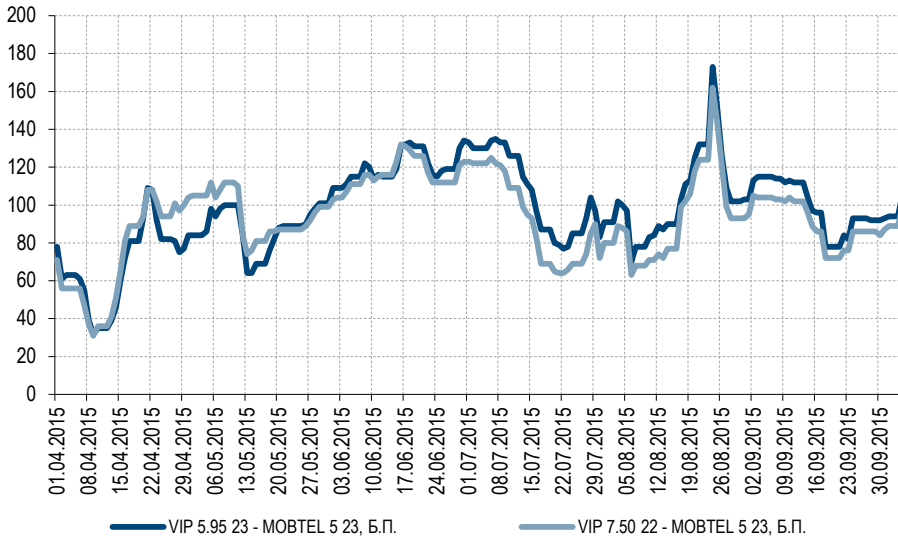
### Выводы

**Мы не исключаем, что риски, связанные со сменой акционера, в среднесрочной перспективе будут оказывать давление на котировки торгуемых еврооблигаций компании. Однако конечный эффект на кредитное качество будет зависеть от того, кто станет покупателем и как будет профинансирована сделка, а также от того, как впоследствии изменится финансовая политика VimpelCom Ltd.**



- ▶ Еврооблигации VIP22, 23 вчера демонстрировали динамику хуже рынка (-0,5-0,6 п.п. в цене). Мы нейтрально относимся к бумаге на текущих уровнях спреда к кривой MTS — 100-110 б.п. к MOBTEL23, что близко к средним его значениям за последние 6 месяцев.

Среды выпусков VIP 5.95 23 и VIP 7.5 22 к MOBTEL 5 23, б.п.



Источник: Bloomberg

---

**Департамент анализа рыночной конъюнктуры**

---

**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 23 75****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 983 18 80****ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ****+7 (495) 988 24 10****ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ****+7 (499) 271 91 04**

---

**Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены**

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.

---