

Специальный комментарий

VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС

- ④ VimpelCom Ltd. впервые опубликовал консолидированную отчетность, включающую результаты приобретенного в апреле Wind Telecom; процесс консолидации еще некоторое время будет оказывать негативное влияние на денежные потоки.
- ④ Проблемы на российском рынке сохраняются у VimpelCom Ltd.; МТС, по всей видимости, удастся их решать; результаты за 3К 2011 г. будут наиболее показательными.
- ④ Диверсификация бизнеса VimpelCom Ltd. выглядит для нас менее привлекательным кредитным событием по сравнению с консервативной долговой стратегией МТС.
- ④ В условиях нынешней волатильности рынков еврооблигаций привлекательнее выглядят бумаги МТС, даже с учетом более низкой в абсолютных значениях доходности.
- ④ Мы не ожидаем от долгосрочных инструментов VimpelCom Ltd. сужения спредов к суверенной кривой в среднесрочной перспективе, более того в случае усугубления напряженности на долговых рынках все еще возможны эмоциональные распродажи в этих бумагах.

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

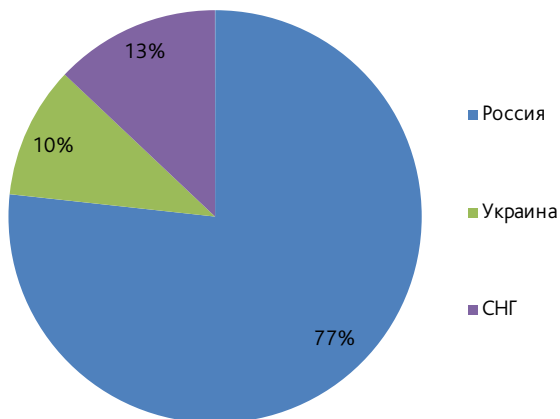
Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

ВЫРУЧКА И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ

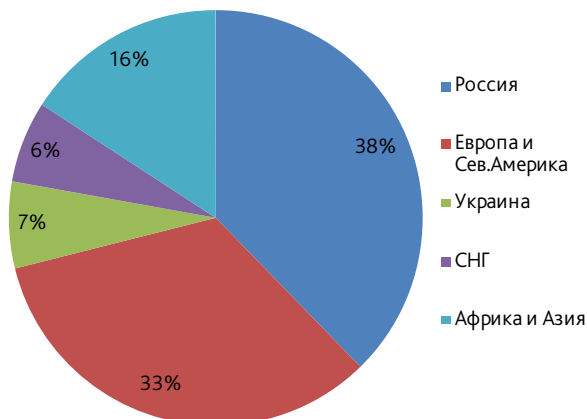
Во 2К 2011 г. VimpelCom Ltd. опубликовал отчетность по US GAAP, в которой впервые консолидировал результаты приобретенного в середине апреля 2011 г. Wind Telecom. Так как структура активов после столь масштабной M&A сделки претерпела кардинальные изменения, непосредственное сравнение полугодовых результатов компании не слишком показательны, хотя и наглядно демонстрирует, насколько увеличился размер бизнеса и структура выручки компании по сравнению с результатами 1П 2010 г.

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ VIMPELCOM LTD. В 1П 2010



Источник: данные компании, НБ «Траст»

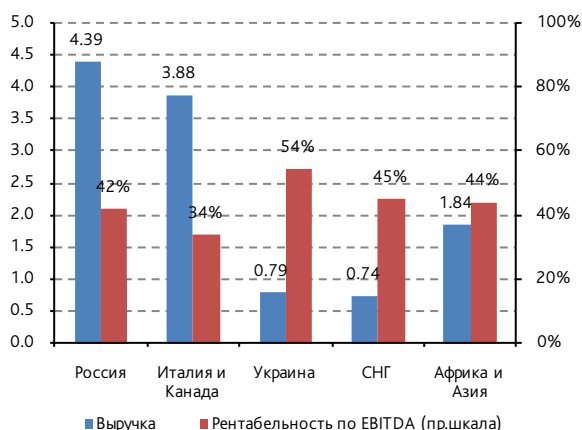
ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ VIMPELCOM LTD. В 1П 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

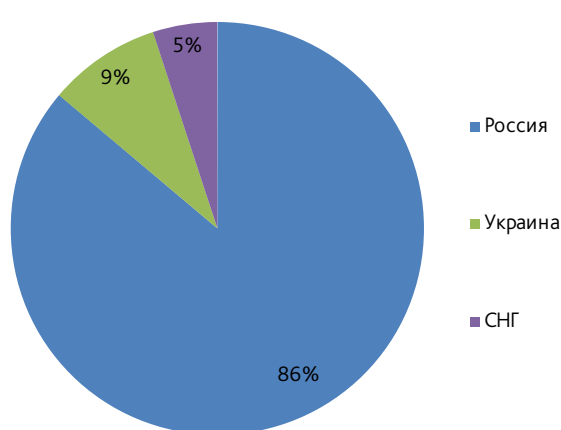
Как видно, российский рынок перестал играть ключевую роль в совокупной выручке компании, а рынок Италии, на котором уровень проникновения сотовой связи составляет более 150%, стал не менее значимым. Показатели рентабельности отдельных направлений бизнеса являются для операторов сотовой связи крайне важными, и здесь картина оказалась вполне предсказуемой: российское и итальянское направления бизнесов, генерируя более 70% выручки, имеют по итогам 1П 2011 г. рентабельность по EBITDA около 40% – уровень, характерный для насыщенных рынков. На развивающихся рынках, где уровень проникновения сотовой связи еще не столь велик, для операторов сотовой связи более характерна рентабельность выше 45-47%. Изначальная цель VimpelCom Ltd. при покупке Wind Telecom состояла именно в получении доступа к быстрорастущим рынкам Африки и Азии с потенциальным уровнем рентабельности по EBITDA около 50%. Тем не менее по итогам 1П 2011 г. этому требованию соответствовал только рынок Украины, на котором VimpelCom Ltd. работает уже долгое время.

ДИАГРАММА 3. ВЫРУЧКА И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ VIMPELCOM LTD. В РЕГИОНАХ ПРИСУТСТВИЯ В 1П 2011



Источник: данные компании (pro-forma), НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ МТС В 1П 2011

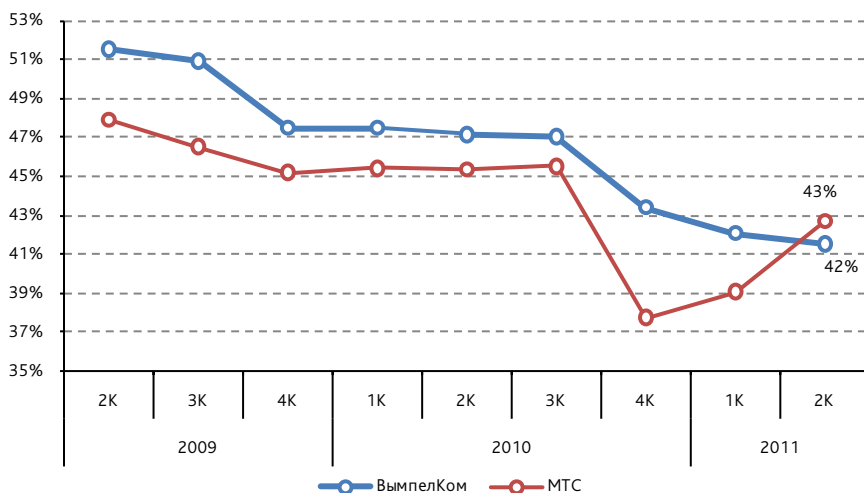


Источник: данные компании, НБ «Траст»

У МТС ситуация несколько иная: почти 90% ее выручки приходится на Россию, поэтому стратегические усилия компании нацелены именно на нее.

Ситуация на российском рынке сотовой связи беспокоит обоих операторов, поскольку в конце 2010 г. начал наблюдаться очередной виток усиления конкурентной борьбы. Более жесткая конкурентная среда потребовала от всех участников рынка увеличения расходов на маркетинг и прямые продажи, что негативным образом сказалось на рентабельности и ВымпелКома, и МТС.

ДИАГРАММА 5. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО EBITDA МТС И ВЫМПЕЛКОМА В РОССИИ



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

В данной ситуации положение МТС для нас выглядит более предпочтительно: российский рынок для нее является основным, поэтому стратегия всей компании направлена на улучшение ситуации именно на нем. Это уже дало и первые положительные результаты: по итогам 1К 2011 г. совокупная рентабельность МТС в России начала показывать положительную динамику. Вымпелком же продолжает демонстрировать снижение рентабельности по EBITDA, что связано с более длительной стратегией по привлечению новых абонентов. По заявлению менеджмента, во втором полугодии компания планирует отказаться от активного наращивания абонентской базы и перейти к стратегии увеличения рентабельности бизнеса, однако процесс консолидации Wind Telecom и получивший в последнее время новый толчок акционерный конфликт могут серьезно замедлить этот процесс.

Напомним, что конфликт между основными акционерами Altimو и Telenor, который возник из-за разногласий вокруг M&A сделки с Wind Telecom, в конечном счете привел к тому, что столь болезненно принятое соглашение между этими акционерами в ноябре будет расторгнуто. Это позволит Altimо и структурам Н. Савириса, получившего в ходе сделки около 30% голосующих акций VimpelCom Ltd., объединиться и формально получить контроль над компанией. Telenor, безусловно, будет препятствовать развитию подобного сценария, что в итоге негативно скажется на оперативности принятия корпоративных решений в компании.

С учетом того, что МТС переключилась на стратегию получения большего ARPU вместо массированного наращивания абонентской базы еще в конце 2010 г., время, которое может понадобиться ВымпелКому для исправления ситуации в России может оказаться значительным. С этой точки зрения, очень показательным должен стать третий квартал текущего года.

ИНВЕСТИЦИИ И ДИВИДЕНДЫ

При сравнении операционного денежного потока МТС и VimpelCom Ltd. можно отметить интересный факт: после присоединения Wind Telecom денежный поток объединенной компании увеличился за квартал всего на 20% (при квартальном росте EBITDA на 81%). Это во многом связано с единовременными затратами на консолидацию Wind Telecom, поэтому в следующих отчетных периодах можно будет ожидать постепенного его восстановления.

МТС и VimpelCom Ltd. исторически рассматривались инвесторами как компании со стабильно положительными денежными потоками, объем которых полностью покрывал необходимые капитальные затраты. VimpelCom Ltd. планирует до конца

2011 г. потратить на инвестиционную программу около 20-22% консолидированной выручки, т.е. порядка USD4.0-4.5 млрд. При сохранении нынешней динамики операционного денежного потока собственных средств компании должно быть достаточно для финансирования инвестиционной программы. Однако не стоит забывать, что VimpelCom Ltd. установил целевой уровень дивидендов за год – не менее USD0.8 на каждую обыкновенную акцию, или совокупно более USD1.3 млрд. Кроме того, менеджмент нацелен на выплату всего свободного денежного потока акционерам, поэтому размер дивидендов может оказаться даже выше предварительно озвученной суммы. Это ставит кредиторов компании в менее привилегированное положение: VimpelCom Ltd. не планирует снижать долг, а уменьшение долговой нагрузки будет происходить преимущественно за счет роста операционных показателей. Подобная стратегия ограничивает финансовую гибкость компании: в случае непредвиденного увеличения затрат (например, более дорогие аукционы на частоты в России, Италии и Украине) VimpelCom Ltd. придется финансировать их за счет привлечения нового долга.

У МТС операционный денежный поток не демонстрирует существенного роста, что преимущественно вызвано консолидацией Комстара и сезонными факторами. Запланированный уровень капитальных затрат МТС на 2011 г. – 22-24% от выручки, т.е. около USD2.2-2.5 млрд. Мы не сомневаемся, что компании удастся покрыть весь этот объем из собственных средств. Отметим также, что МТС остается для своего главного акционера – АФК «Система» – стабильным источником денежных средств, поэтому объем дивидендных выплат компании вряд ли будет уменьшаться. Причем такой статус для материнской компании может стать определенным риском для МТС: Система планирует открыть новый сегмент бизнеса, а это в свою очередь потребует от нее масштабных инвестиций, финансовое бремя которых вполне может быть переложено на Башнефть и МТС.

В отношении потенциальной M&A активности позиция VimpelCom Ltd. выглядит несколько более предпочтительно: компания явно указала, что не будет участвовать в M&A сделках в ближайшем будущем. МТС традиционно концентрировалась на органическом росте, однако под влиянием мажоритарного акционера такие сделки все же имеют место. В частности, недавняя оферта МТС о приобретении 29% пакета акций МГТС у своей материнской структуры. В результате этой сделки МТС консолидирует около RUB10.3 млрд. долга и выплатит RUB10.5 млрд. денежными средствами, что в конечном счете приведет к росту долговой нагрузки в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» до 1.2-1.3x (чистый долг увеличится до USD6.8-6.9 млрд.).

СИТУАЦИЯ С ДОЛГОМ

Сделка с Wind Telecom заставила VimpelCom Ltd. увеличить совокупный долг более чем в 4 раза: по итогам 1П 2011 г. он достиг USD27.4 млрд., что практически совпало в ожиданиями рынков.

В [«Навигаторе долгового рынка»](#) от 7.09.2011 мы допустили досадную ошибку в расчете долговой нагрузки VimpelCom Ltd., получив слишком высокое значение. Пересмотрев наши вычисления, мы приходим к выводу, что долговая нагрузка компании, хотя и выглядит в абсолютных значениях существенной – около 2.6x по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА», оказывается не слишком обременительной для нее. Во-первых, при номинальном росте процентных выплат почти в 3 раза (до USD470 млн.) их сумма во 2К 2011 г. не превысила 40%. Во-вторых, при постепенном увеличении операционного денежного потока в третьем квартале, связанного с консолидацией Wind Telecom, негативное влияние на денежные потоки будет постепенно снижаться. Однако даже при сравнительно небольших уровнях долговой нагрузки, номинальный размер долга VimpelCom Ltd., на наш взгляд, все же очень значителен. Кредитный портфель такого размера серьезно ограничивает финансовую гибкость компании, и заставляет ее часто выходить на долговые рынки для рефинансирования существующих долгов.

Долговая политика МТС характеризуется своей консервативностью: показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» исторически не превышал уровень 1.3x. По нашим ожиданиям, даже после сделки по покупке доли в МГТС, этот показатель по итогам 2011 г. не должен превысить этот уровень.

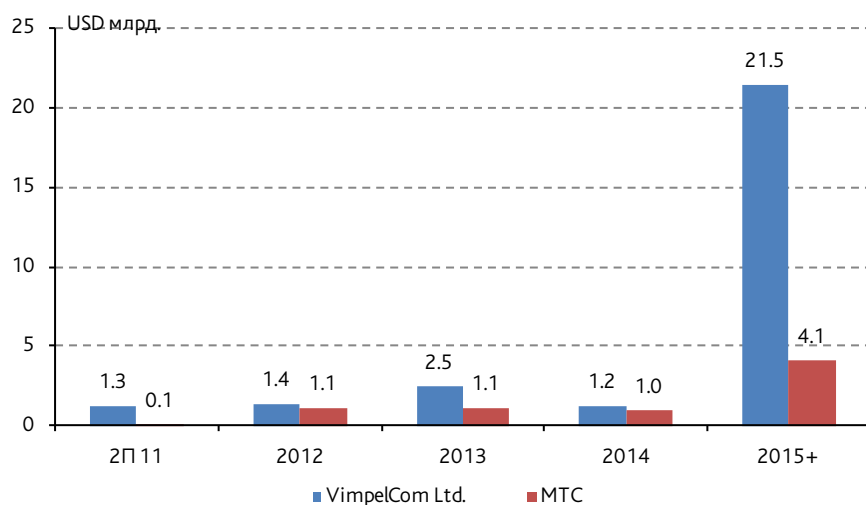
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МТС И VIMPELCOM LTD.

US GAAP, USD млрд.	МТС		VimpelCom Ltd.	
	2010	1П 2011	2010	1П 11
Выручка	11.3	6.1	10.5	8.3
ЕБИТДА	4.9	2.4	4.9	3.4
Чистая прибыль	1.4	0.8	1.7	0.8
Чистый операц. денежный поток	3.6	1.7	3.7	2.2
Капвложения и М&А	1.9	0.9	1.4	2.3
Свободный денежный поток	1.7	1.0	2.2	0.9
Совокупный долг, в т.ч.	7.1	7.4	5.7	27.4
<i>Краткосрочный долг</i>	0.8	0.6	1.2	1.6
Денежные средства и эквиваленты	0.9	1.2	0.9	3.2
Активы	14	15	20	59
Показатели				
ЕБИТДА margin	43%	40%	47%	41%
ЕБИТДА/проценты, (x)	6.3	7.4	9.1	5.6
Долг/ЕБИТДА*, (x)	1.5	1.2	1.1	2.9
Чистый долг/ЕБИТДА*, (x)	1.3	1.0	1.0	2.6
Долг/Собственный капитал, (x)	1.7	2.1	0.5	1.5

* значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев; в случае VimpelCom Ltd. данные для 1П 2011 г. использованы на основе pro-форма отчетности
 Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Срочность кредитного портфеля МТС и VimpelCom Ltd. можно считать комфортной: большая часть кредитов и займов погашается после 2015 г. Самое крупное погашение у VimpelCom Ltd. в размере около USD9.6 млрд. и USD5.1 млрд. приходится на 2017 г. и 2018 г. соответственно, и почти целиком состоит из долга итальянского подразделения компании. Это, в свою очередь, неизбежно потребует от VimpelCom Ltd. масштабного рефинансирования через 2-3 года, что несколько увеличивает риски держателей еврооблигаций с погашением в 2021 и 2022 гг.

ДИАГРАММА 6. ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ДОЛГА VIMPELCOM LTD. И МТС

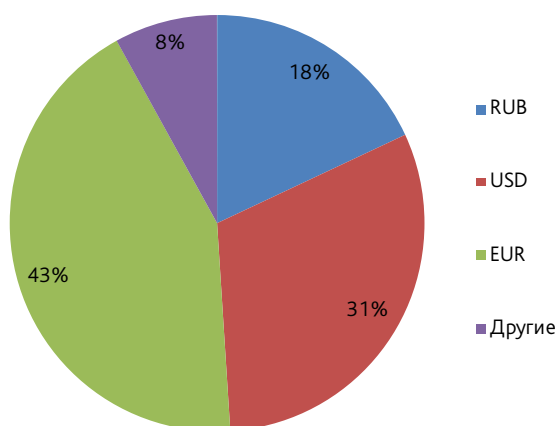


Источник: НБ «Траст»

Мы также отмечаем, что валютная структура долга VimpelCom Ltd. не совсем соответствует структуре его выручки: большая часть долга номинирована в EUR и USD, тогда как самая большая часть выручки рублевая. У МТС структура долга выглядит более консервативной: при 90% выручки номинированной в рублях, 77% всего кредитного портфеля приходится на рублевые же займы.

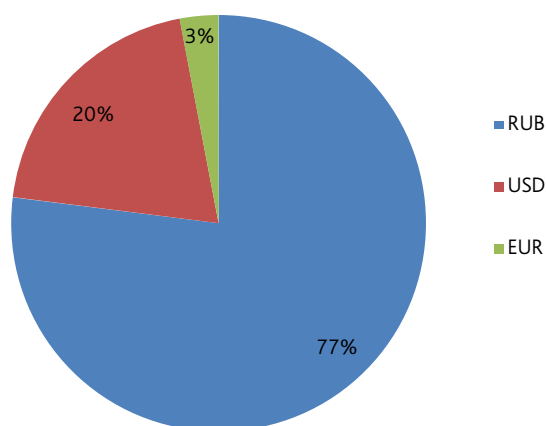
На наш взгляд, серьезной необходимости в новых заимствованиях у обеих компаний в среднесрочной перспективе нет, поэтому мы не ожидаем нового предложения на рублевом рынке или рынке еврооблигаций. Однако, как мы уже упоминали, необходимость участия в аукционах на частоты 3G и 4G в нескольких странах присутствия может потребовать от VimpelCom Ltd. новых заимствований еще до конца 2011 г.

ДИАГРАММА 7. ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ДОЛГА VIMPELCOM Ltd.



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 8. ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ДОЛГА МТС



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ВЫВОД

МТС в наших глазах выглядит более финансово крепким заемщиком, чье кредитное качество из года в год подтверждается консервативной долговой политикой, лидирующими позициями на российском рынке сотовой связи. Главным сдерживающим фактором для рейтинговых агентств, не позволяющим им перевести рейтинг МТС в инвестиционную категорию, на наш взгляд, является агрессивная стратегия и отстающие рейтинги ее материнской компании. Тем не менее у компании есть отличные шансы получить один из рейтингов инвестиционной категории уже в ближайшем будущем (на данный момент прогноз по рейтингу от Fitch – «позитивный»). Массированная распродажа еврооблигаций МТС, по всей видимости, несла эмоциональный характер – сейчас длинный евробонд компании торгуется выше по доходности евробонда Алросы, чьи рейтинги и формальные кредитные метрики заметно уступают таковым у МТС.

Евробонды VimpelCom Ltd. и его дочернего Вымпелкома оказались среди лидеров падения в августе. Сейчас длинные выпуски торгуются выше кривой Евраза, что с фундаментальной точки зрения неоправданно. Однако, на наш взгляд, инвесторов все же пугает огромный долг компании, а также вполне ощутимая реализация политических рисков на развивающихся рынках. И для того, чтобы их отношение изменилось, VimpelCom Ltd. необходимо решить еще целый ряд задач: остановить падение рентабельности на российском рынке, завершить консолидацию активов Wind Telecom (в том числе и решить вопрос о потенциальной национализации Алжирского актива – оператора Djezz), а также убедить инвесторов, что рефинансирование огромного долга в случае усложнения ситуации на кредитных рынках должно пройти безболезненно для кредиторов.

В настоящее время мы видим инвестиции в еврооблигации МТС более надежными по следующим причинам и снимаем рекомендацию на покупку еврооблигаций VimpelCom Ltd.:

- Валютные риски для VimpelCom Ltd. существенно выше, чем у МТС;
- Нестабильная политическая ситуация на развивающихся рынках может привести к серьезной переоценке бизнеса VimpelCom Ltd., что может остановить или серьезно ограничить рост его операционных показателей, а именно за счет них компания будет снижать долговую нагрузку;
- Конфликт основных акционеров VimpelCom Ltd. может существенно усложнить принятие корпоративных решений, и замедлить развитие компании;
- Риски неблагоприятного исхода сделки с Wind Telecom – потеря алжирского актива – все еще сохраняются, в случае национализации этого актива рост консолидированных операционных показателей может существенно замедлиться.

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.