

ВымпелКом: Кредитное качество по-прежнему на высоте

 Российский рынок облигаций
 03 сентября 2010 г.

Выводы

Вчера VimpelCom Ltd. (холдинговая компания российского ВымпелКома (BB+/Ba2/-)) представил хорошие с точки зрения кредитного качества результаты за II квартал 2010 г по стандартам US GAAP. После завершения консолидации показателей Киевстара, долговая нагрузка оператора опустилась до консервативных уровней.

Еврооблигации ВымпелКома оказались под давлением продавцов, после того как около трех недель назад на рынке появилась информации о возможном приобретении компанией мобильных активов египетского миллиардера Наджиба Савириса. Потенциальная сделка ухудшит кредитные метрики ВымпелКома и может поставить под угрозу его текущие рейтинги. Тем не менее, даже в случае если сделка состоится (что еще далеко не факт), еврооблигации ВымпелКома на текущих уровнях доходности по-нашему мнению выглядят недооцененными, в частности относительно положения кривой Евраз (см. диаграмму доходностей на стр.2).

Инвестиционный анализ

Сезонные факторы благоприятно отразились на финансовых результатах. На квартальных результатах VimpelCom Ltd положительно сказались сезонные факторы. Во II квартале сотовый трафик оператора в РФ в расчете на абонента (MOU) вырос на 8%, а показатель средней выручки на абонента (ARPU) – на 7,2%, что соответствует динамике аналогичных показателей ранее отчитавшихся за аналогичный период МТС (9% и 7.2% соответственно).

Консолидация Киевстара положительно отразилась на рентабельности объединенной компании и на ее балансовых показателях. Если ориентироваться на результаты 1Кв10 по pro-forma, то норма OIBDA VimpelCom Ltd отразила квартальное повышение на 0.3 п.п. (до 47.8%). Чистый долг оператора после консолидации сократился на 22% до \$4 млрд, отношение Чистый долг/OIBDA понизилось до консервативного уровня 0.9x (у МТС данный показатель на конец 1П10 составлял 1.0x). Свободный денежный поток VimpelCom Ltd за I полугодие 2010 г. составил \$1.3 млрд, что на 18% выше результата МТС.

Потенциальные сделки слияния и поглощения единственный повод для беспокойства. Мы продолжаем рассматривать кредитный профиль VimpelCom Ltd как сильный с фундаментальной точки зрения. Вчера компания подтвердила прогноз по уровню капзатрат на 2010 г на уровне 15-20% от выручки. По нашей оценке, это не потребует от эмитента привлечения дополнительного финансирования, учитывая денежный баланс оператора и его возможности по генерации денежных потоков. Основное беспокойство с кредитной точки зрения у нас вызывает возможное приобретение компанией итальянского сотового оператора Wind и египетского Orascom. Сделка может привести к увеличению долговой нагрузки VimpelCom Ltd примерно до 2x в терминах долг/OIBDA, что несет угрозу кредитным рейтингам оператора.

Рекомендуем увеличивать позиции в еврооблигациях ВымпелКома. Рынок уже учитывает негативный фактор потенциальной крупной M&A транзакции в доходностях еврооблигаций ВымпелКома, хотя, как мы считаем, вероятность подобной сделки (на текущем этапе) не превышает 50%. Длинные еврооблигации ВымпелКома сейчас торгуются с дисконтом к кривой доходностей Евраз на уровне 50–70 б.п., при среднеисторическом показателе в 130–150 б.п.

Даже с учетом негативных последствий, которые могут оказать новые приобретения на кредитный профиль VimpelCom Ltd, мы оцениваем справедливый спрэд между кривыми Евраз – ВымпелКом (исходя из фундаментальных факторов и совокупных рисков двух эмитентов) не менее чем в 100 б.п. Мы рекомендуем использовать текущий момент для увеличения позиций в еврооблигациях ВымпелКома. С точки зрения Z- и ASW-спрэдов наиболее недооцененным сейчас выглядит выпуск VimpelCom'16 (Z-спрэд +463 б.п.).

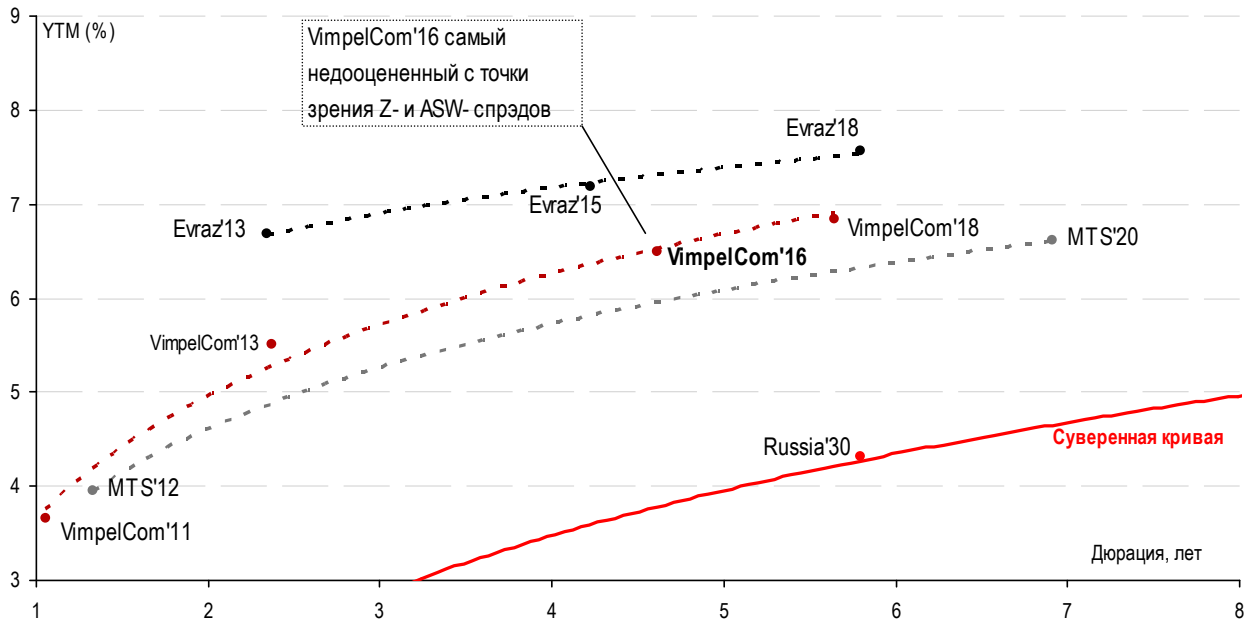
	US GAAP, \$ млн	2009	1 кв. 2010	2 кв. 2010	Изм. за кв, %	
Финансовые показатели	Выручка	8 703	2 231	2 642	18.4	
	OIBDA	4 272	1 052	1 262	21.2	
	Чистая прибыль	1 122	392	335	(12.3)	
	Операционный денежный поток	3 513	803	1 001	24.7	
	Капитальные затраты	(891)	(210)	(271)	29.0	
	Свободный денежный поток	2 622	593	730	23.1	
	Совокупный долг	7 353	6 648	6 332	(4.8)	
	Краткосрочный долг	1 813	1 356	1 532	13.0	
	Денежные средства	1 447	1 530	2 353	53.8	
	Чистый долг	5 906	5 118	3 979	(22.3)	
	Собственный капитал	4 509	5 376	10 644	98.0	
	Активы	14 733	15 032	20 943	39.3	
	Кoeffициенты					
	Норма OIBDA, %		49.1	47.2	47.8	
OIBDA / Проц.расходы (x)		7.1	7.4	9.6		
Чистый долг / OIBDA (x)		1.4	1.2	0.9		
Долг / Собственный капитал (x)		1.6	1.2	0.6		

Источник: данные компании, оценки Альфа-Банк

Аналитический отдел research@alfabank.ru

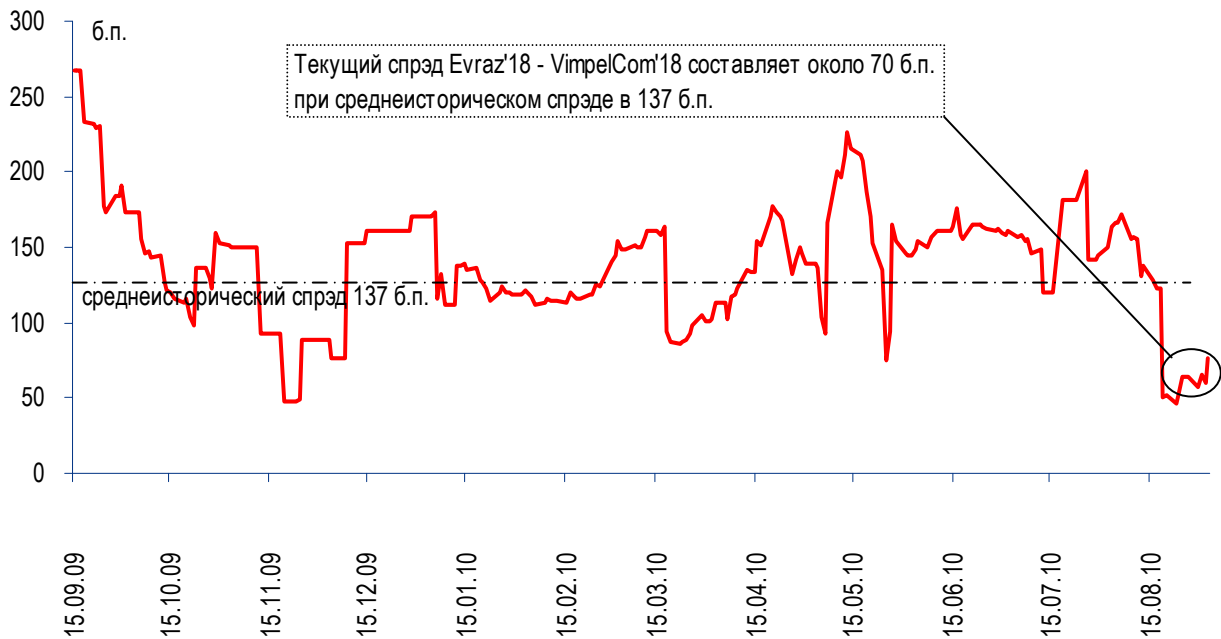
Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить 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.

Илл.1: Диаграмма доходностей еврооблигаций



* - все котировки по состоянию на 02 сентября 2010 г.
Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл.2: Спрэд Evraz'18 - VimpelCom'18



Источники: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов Торговые операции	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896 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
Аналитическая поддержка	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
Долговой рынок капитала	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.