

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Специальный комментарий к отчетности группы «Вымпелком» по итогам 3 квартала и 9 месяцев 2012 года

Операционные и финансовые результаты

В 3 квартале Вымпелком показал сильные финансовые результаты. Количество абонентов за квартал выросло на 4,0 млн человек, достигнув 212 млн. Выручка за квартал почти не изменилась и составила \$5,75 млрд. В то же время, операционная рентабельность продолжает улучшаться, маржа EBITDA достигла 44,0% — рекордного уровня с момента объединения Вымпелком с Wind Telecom.

Однако финансовые результаты за 2012 год по-прежнему уступают результатам 2011 года. Так, в годовом выражении выручка упала на 6,0%, а EBITDA — на 2,0%. Впрочем, в текущем году сильный эффект на результаты оказывают негативные курсовые разницы, связанные с неблагоприятным изменением курсов валют против доллара в тех странах, где Вымпелком осуществляет свою деятельность. Без учета курсовых разниц выручка увеличилась на 3,0% г/г, а показатель EBITDA — на 8,0% г/г.

Сильные результаты деятельности показали все географические сегменты деятельности компании, за исключением итальянского. На российском рынке — основном для Вымпелкома — выручка увеличилась на 7,0% г/г, достигнув 74,5 млрд рублей (около \$2,39 млрд), а показатель EBITDA взлетел на 16,0% до 32,2 млрд рублей. Благодаря этому операционная рентабельность российского сегмента увеличилась с 41,5% годом ранее до 43,2%. Позитивно выглядит и рост показателей APRU (среднемесячная выручка на абонента) и MOU (среднее количество минут использования мобильной связи). За 3 квартал показатель APRU вырос на 4,8% до 352 рубля, а показатель MOU — на 3 минуты до 282 минут в месяц.

Финансовые результаты, \$млн.

	9М 2011	9М 2012
Выручка	14 373	17 111
EBITDA	6 029	7 322
Финансовый долг	26 004	26 637
Чистый долг	22 561	23 396

Основные коэффициенты

	9М 2011	9М 2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,1	0,1
Чистый долг/EBITDA	3,1	2,5
Рентабельность по EBITDA, %	41,9%	42,8%

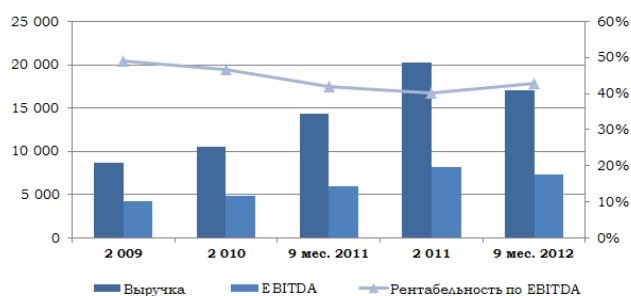
Кредитный рейтинг

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
BB	Ba3	-

Еврооблигации

Выпуск	Цена, %	Доходность, %
Вымпелком-13	102,9	1,77
Вымпелком-16	11,2	4,74
Вымпелком-16-1	106,40	4,32
Вымпелком-18	116,8	5,51
Вымпелком-21	110	6,17
Вымпелком-22	108,2	6,32

Динамика выручки, EBITDA и рентабельности по EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFSIC



Итальянское подразделение разочаровало. Выручка в Италии сократилась на 5,0% г/г, составив 1,33 млрд евро. Падение выручки было связано с сокращением тарифа на завершение соединения на 53,0%, который вступил в силу с июля этого года в Италии. Негативный эффект на выручку продолжает оказывать рецессия в Италии, а также высокая конкуренция. Показатель EBITDA также снизился на 5,0% г/г, составив 537 млн евро. Впрочем, рентабельность деятельности за 3 квартал выросла с 37,9% до 40,4%.

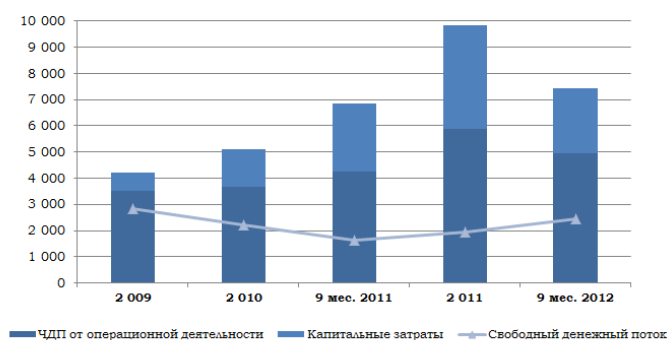
В остальных сегментах выручка выросла: на 5,0% в Азии и Африке, на 4,0% в Украине и на 17,0% в странах CIS. Столь сильный рост выручки в странах CIS связан с резким увеличением доходов и числа абонентов в Узбекистане (+23,0 г/г). Очевидно, что здесь непосредственный эффект оказало закрытие бизнеса МТС в этой стране.

Чистая прибыль за квартал взлетела почти на 20,0%, составив \$577 млн. Чистая прибыль за 9 месяцев 2012 года составила \$1,413 млрд, что более чем на 50,0% превышает показатели прошлого года.

Впечатляющий рост продемонстрировал денежный поток от операционной деятельности. Он вырос почти на 48,0% кв/кв.

По итогам 9 месяцев денежный поток от операционной деятельности вырос на 17,0% г/г, что на фоне сокращения CAPEX привело к существенному росту свободного денежного потока, который взлетел на 42,0%, до \$2,2 млрд. Это позволило существенно улучшить ликвидность баланса эмитента.

Динамика ЧДП от операционной деятельности, капитальных затрат и свободного денежного потока, \$ млн.



Источник: данные компании, расчеты UFSIC

Кредитный профиль и ликвидность

Ситуация с долговой нагрузкой почти не изменилась. Совокупный долг составил \$26,6 млрд. Доля краткосрочного долга составляет всего 10,0% от общего долга. Текущий объем кэша и краткосрочных депозитов полностью покрывает все выплаты по публичному долгу на год вперед.

Показатели покрытия долга также не изменились за квартал: долг/EBITDA составляет 2,8, чистый долг/EBITDA — 2,4. Компания имеет комфортный график погашения долга в ближайшие 4 года. До конца 2016 года среднегодовой объем погашений составляет \$2,25 млрд, что с учетом свободного денежного потока более \$2,0 млрд в год, а также относительно свободного доступа на рынки капитала не создаст проблем для погашения.

Значительные выплаты по долгам Вымпелкому предстоят в 2017 и 2018 годах, когда компании придется выплатить \$9,0 млрд и \$5,5 млрд соответственно. Большая часть этого долга приходится не на российский ОАО «Вымпелком», а на Wind Telecom. Впрочем, мы полагаем, что часть этого долга будет погашена досрочно.

Динамика и структура долга (\$ млн.) и динамика коэффициента Чистый долг/EBITDA



Источник: данные компании, расчеты UFSIC



В целом мы положительно смотрим на перспективы долгового профиля компании, полагаем, что по мере роста EBITDA в России, Африке и Азии долговая нагрузка будет постепенно падать.

Еще одним позитивным моментом является умеренный объем CAPEX. В 3 кв. 2012 года он составил около \$829 млн (-31,0% г/г). В целом Вымпелком всегда отличается умеренный объем CAPEX; мы полагаем, что компания и дальше сможет финансировать капитальные вложения за счет собственных средств, направляя часть остающегося денежного потока на погашение долга.

Затишье в акционерном конфликте на руку держателям облигаций эмитента

После безостановочной погони за обладанием наибольшим пакетом акций, которую с весны вели Altimo и Telenor, в борьбе стратегических акционеров наступило затишье. Сейчас Altimo владеет 47,8% акций Vimpelcom. Доля Telenor остается на уровне 39,5%.

На днях глава ФАС заявил, что его ведомство может отказаться от иска, который предъявила антимонопольная служба норвежской Telenor. Напомним, что ФАС пыталась оспорить сделку между Telenor и Wether Investments, когда норвежская компания выкупила долю последней, увеличив свое владение в Вымпелкоме до 39,5%. ФАС пыталась доказать, что та сделка нарушала законодательство РФ об иностранных инвестициях в стратегические компании.

Кроме того, в начале ноября генеральный директор Telenor Йон Баксаас заявил в интервью FT, что компания могла бы продать свою долю в Вымпелкоме, хотя никаких конкретных шагов для этого пока не предпринималось. Как мы отмечали, если Telenor действительно решит продать свою долю, наиболее вероятным покупателем станет Altimo. Вряд ли Telenor сможет найти другого стратегического инвестора после того, как многолетние акционерные конфликты с Altimo стали визитной карточкой Вымпелкома в среде инвесторов.

В целом корпоративный фон вокруг компании улучшается, что может стать дополнительным фактором для роста цен в облигациях компании.

«Длинные» еврооблигации компании интересны

В последнее время спред между длинными бумагами Вымпелкома и выпуском МТС-20 расширился до 150–160 б.п., тогда как месяц назад сужался до 115–120 б.п. Впрочем, расширение спреда не было связано с корпоративными новостями. Облигации Вымпелкома по-прежнему более волатильны по сравнению с МТС. В связи с коррекцией последних дней цена выпусков Вымпелкома упала сильнее, а спред расширился.

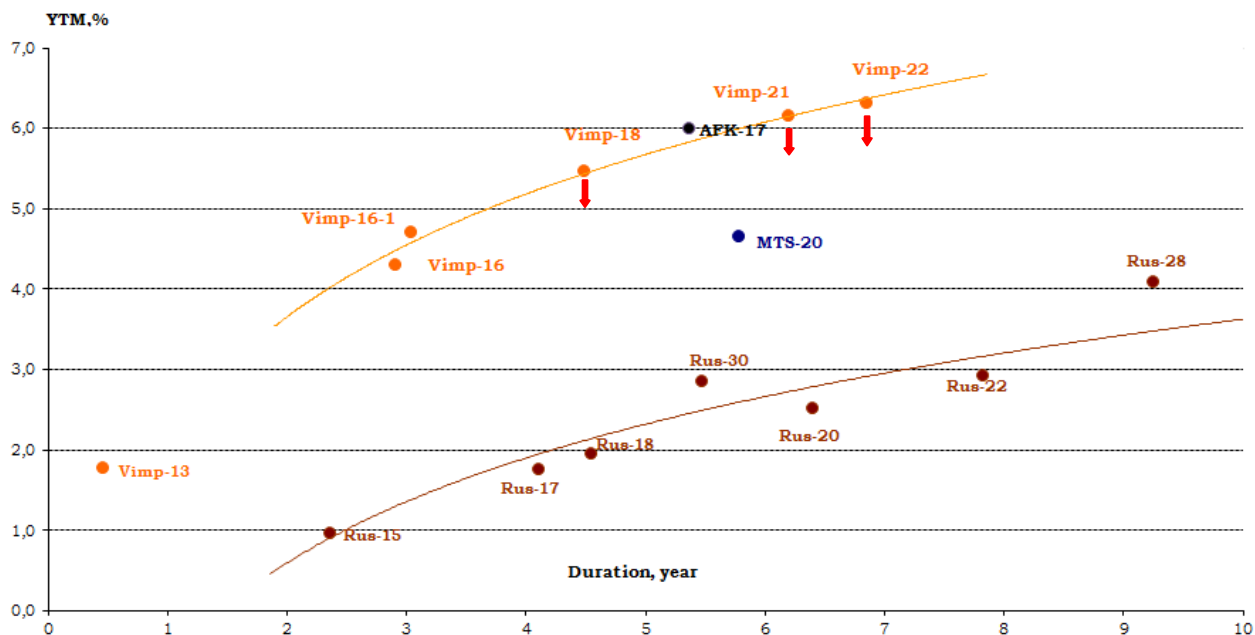
С учётом разницы в кредитном качестве справедливое значение спреда не должно превышать 100 б.п. Полагаем, что спред сузится до этого уровня в течение нескольких месяцев, как только фон на рынке начнет существенно улучшаться. Рекомендуем покупать «длинные» бумаги Вымпелкома среднесрочным инвесторам.

Предыдущие публикации по Вымпелкому:

[Специальный комментарий к отчетности группы Вымпелком по итогам 6 мес. 2012 года](#)



Еврооблигации телекоммуникационного сектора на 15 ноября 2012 года



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

