

# Евробонды Wind – «дочки» VimpelCom Ltd.: в евро покупать интереснее



Промсвязьбанк

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

11 апреля 2014 г.

Итальянская «дочка» VimpelCom Ltd. – Wind Telecomunicazioni (B2/BB-/BB-) 8 апреля разместила 7-летние евробонды в евро и долларах. По бумагам предусмотрен call-опцион через 3 года. Доходность бумаг в евро составила 7% годовых, долларовых еврооблигаций – 7,375% годовых. Цель размещения – снижение стоимости заимствования и рефинансирование долга.

Wind вышел на рынок не в самой лучшей форме и, скорее всего, по стоимости заимствования более выгодно было бы размещать бонды на «материнскую» VimpelCom Ltd., но эмитент, похоже, учел геополитический фактор, предложив инвесторам эмитента с итальянской «пропиской». Вместе с тем, Wind смогла существенно снизить для себя ставку по публичному долгу, сократив расходы на его обслуживание. Из новых еврооблигаций Windim-21 наиболее интересно на вторичном рынке выглядит выпуск в евро, по которому возможен апсайд 2,5-3,0 п.п. в цене.

На этой неделе итальянская «дочка» VimpelCom Ltd. – Wind Telecomunicazioni разместила евробонды на 1,75 млрд евро и 2,029 млрд долл. Срок обращения обеих траншей еврооблигаций составляет 7 лет, по бумагам предусмотрен call-опцион через 3 года. Доходность бумаг в евро составляет 7% годовых, долларовых еврооблигаций – 7,375%. Эмитентом выступает дочерняя структура Wind – Wind Acquisition Finance (WAF). Даже снижение рейтинга компании агентством Moody's на 1 ступень до «B2» прогноз Стабильный (8 апреля) не нарушило ее планы. На вторичном рынке долларové евробонды показали значительный рост цены и в настоящее время торгуется по цене 102,87%, что формирует доходность порядка 6,7% годовых при дюрации 5,28 г. Таким образом, бумага опустилась ниже уровня доходности «материнской» VimpelCom и, на наш взгляд, возможности роста выпуска исчерпаны.

## Размещение евробондов проходило в рамках программы рефинансирования дорогостоящего долга Wind

Отметим, что размещение евробондов прошло в рамках программы рефинансирования дорогостоящего публичного долга итальянской Wind, которая рассматривалась материнской компанией еще в марте.

В частности, полученные средства общим объемом около 3,779 млрд евро Wind направит на рефинансирование ранее размещенных WAF облигаций на общую сумму 2,7 млрд евро (ставка 11,75%; погашение в июле 2017 г.). Оставшиеся 800 млн евро пойдут на выкуп с рынка облигаций PIK, выпущенных холдинговой компанией Wind – Wind Acquisition Holdings Finance (WAHF) в объеме 1,3 млрд евро под 12,25% годовых. Недостающие 500 млн евро на выкуп бондов WAHF итальянский оператор должен получить от VimpelCom Ltd., если миноритарии холдинга одобряют выделение средств (рассмотрение вопроса состоится в апреле, бонды PIK могут быть выкуплены в июле).

По итогам рефинансирования на балансе WAF останутся новые евробонды на 3,779 млрд евро и ранее размещенные, в 2010-2012 гг., облигации на 3,8 млрд евро (объемом 1,7 млрд долл. под 7,25% годовых и 1,95 млрд евро под 7,375% годовых). Также на балансе Wind будет выпуск облигаций на 2,4 млрд евро, которые компания рассчитывает частично погасить за счет продажи активов. Отметим, что в графике погашений Wind присутствуют пиковые значения, в частности 6,3 млрд долл. и 4,2 млрд долл. в 2017 и 2018 гг. соответственно. Причем, в основном погашения приходятся как раз на бонды в объеме 3,7 млрд долл. и 4,2 млрд долл. соответственно. Рефинансирование позволит сгладить пиковые уровни, разнеся во времени их погашения.

Александр Полютков  
polyutovav@psbank.ru

## Кредитные рейтинги Wind

Агентство	Рейтинг	Прогноз
Moody's	B2	Стабильный
S&P	BB-	Стабильный
Fitch	BB-	Негативный

*Размещение евробондов призвано заместить дорогостоящий публичный долг Wind, решив в том числе вопрос пика погашений в 2017 г.*

## Рефинансировать бонды Wind дешевле было бы через «материнскую» VimpelCom Ltd., но в планы, похоже, вмешался геополитический фактор.

Кредитный профиль Wind перегружен долгом и, скорее всего, по стоимости заимствования более выгодно было бы размещать бонды на «материнскую» VimpelCom Ltd., что подтверждают доходности бумаг. С фундаментальной точки зрения финансовые результаты группы VimpelCom Ltd. выглядят привлекательнее, а кредитный профиль – более устойчиво. Так, на итальянскую Wind в 2013 г. приходилось порядка трети бизнеса группы (выручка составила около 6,6 млрд долл. против 22,5 млрд долл. соответственно), при этом прибыльность ее бизнеса была ниже, чем в целом по VimpelCom Ltd. – EBITDA margin 39% против 42,7% соответственно.

Отметим, что заметный вклад в укрепление кредитного профиля группы VimpelCom Ltd. вносит российское подразделение ВымпелКом, которое добавило порядка 40% выручки и EBITDA, при этом прибыльность бизнеса была на хорошем уровне – EBITDA margin более 42%. Вместе с тем, ситуацию с долговой нагрузкой Wind остается напряженной – по итогам 2013 г. метрика Долг/EBITDA на уровне 5,0х, в то время как в целом по группе она была заметно ниже – 2,8х.

Несмотря на очевидные преимущества в кредитном качестве на уровне «материнской» структуры VimpelCom Ltd., эмитентом выпусков выступила итальянская Wind. Впрочем, в непростых геополитических условиях эмитентам с российскими именами, похоже, несколько сложнее привлечь деньги у иностранных инвесторов. Поэтому заемщик с итальянской «пропиской» наиболее оптимальный вариант. Кроме того, локализуя эмиссию евробондов на уровне европейского заемщика, VimpelCom Ltd., вероятно, также пытается нивелировать операционные риски, связанные с бизнесом в Украине (приходится до 7% выручки и 8% EBITDA). В текущих условиях напряженных отношения между Россией и Украиной нельзя исключать наложения каких-либо ограничений на бизнес компаний с российским участием.

Ключевые финансовые показатели млрд долл.	VimpelCom Ltd. (МСФО)			Wind (МСФО)		
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Абонентская база, млн	211,1	219,6	4,0	21,6	22,3	3,2
Выручка	23,1	22,5	-2,2	7,0	6,6	-5,2
Операционный денежный поток	7,3	6,4	-12,5	1,7	1,3	-22,7
EBITDA	9,8	9,6	-1,5	2,7	2,6	-2,7
EBITDA margin	42,4%	42,7%	+0,3 п.п.	38,0%	39,0%	+1,0 п.п.
Чистая прибыль	1,5	-1,4	-	-0,2	-0,6	-
margin	6,7%	отриц	-	отриц	отриц	-
	2012	2013	Изм. %	2012	2013	Изм. %
Активы	54,7	50,4	-7,9	19,2	19,2	0,4
Денежные средства и их эквиваленты, депозиты	5,0	4,9	-3,3	0,2	0,2	12,5
Долг	27,0	27,4	1,5	12,5	12,9	3,5
краткосрочный	2,6	1,8	-31,8	0,6	0,6	6,3
долгосрочный	24,3	25,6	5,1	11,9	12,3	3,4
Чистый долг	22,0	22,6	2,6	12,3	12,7	3,4
Долг/EBITDA	2,8	2,8		4,7	5,0	
Чистый долг/EBITDA	2,2	2,3		4,6	4,9	

Источники: данные компаний, PSB Research

Тем не менее, несмотря на то, что Wind занял на публичном рынке по более высокой ставке, чем VimpelCom Ltd., экономическая выгода от сделки очевидна. Напомним, ставка по обращающимся евробондам Wind, размещенным ранее, достигает 11,75% годовых, что заметно выше обозначенного индикатива по новым выпускам – 7% годовых в евро и 7,375% годовых в долларах. Таким образом, Wind сможет добиться серьезной экономии на процентных расходах, которые в 2013 г. по всем облигациям составили 802 млн долл. или более трети EBITDA.

*С точки зрения кредитного качества и текущего уровня доходности «материнская» VimpelCom Ltd. могла бы разместить евробонды дешевле*

*На Wind в группе приходится около трети бизнеса*

*Метрика Долг/EBITDA у Wind составила 5,0х против 2,8х у VimpelCom Ltd.*

*Геополитический фактор, похоже, выходит на передний план – эмитенту с итальянской «пропиской» проще привлечь долг*

*Не исключено, что размещение через Wind должно нивелировать риски бизнеса Vimpelcom Ltd. в Украине*

*Экономическая выгода от замещения дорогостоящего публичного долга очевидна, хотя Wind заняла дороже «материнской» VimpelCom Ltd.*

**Еврооблигации Wind в евро на вторичном рынке выглядят более привлекательно – возможность апсайда 2,5-3,0 п.п.**

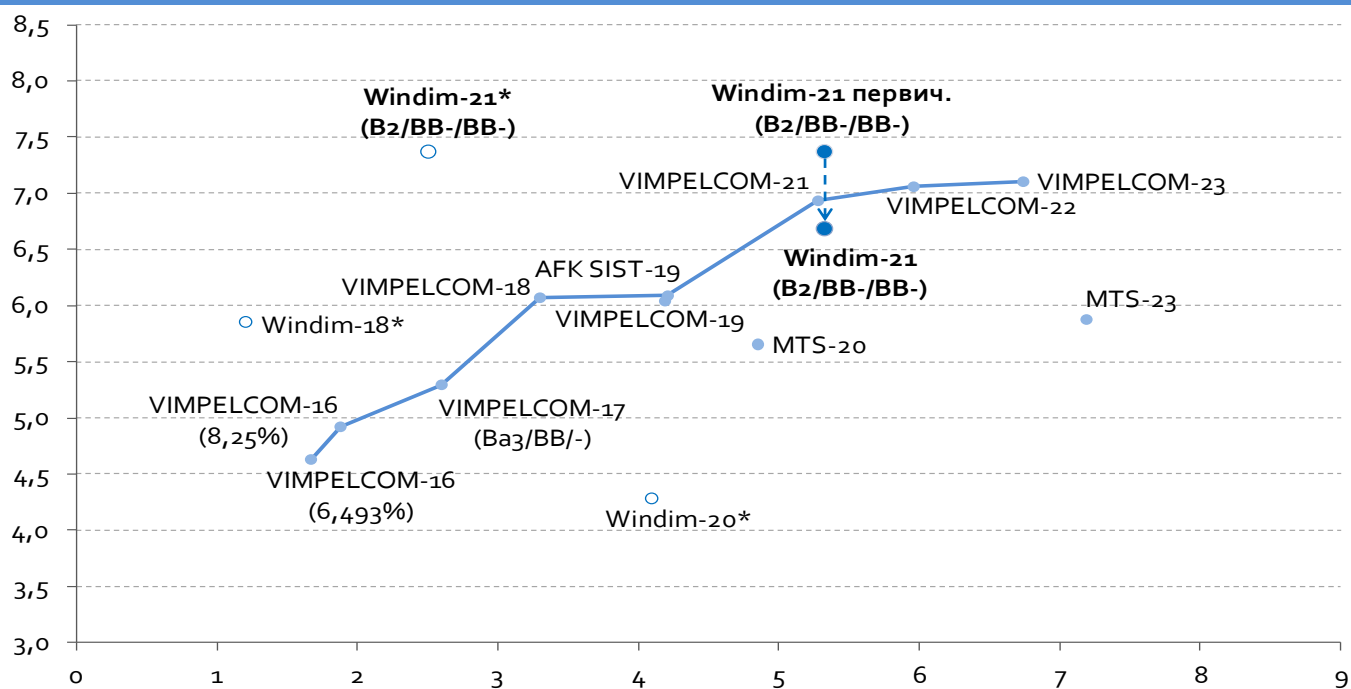
Wind предложил инвесторам в ходе размещения доходность 7% годовых по евробондам в евро и 7,375% – в долларах на срок 7 лет, при этом выпуски предусматривают call option через 3 года, что может сделать бумаги более короткими по дюрации. Однако данный факт, на наш взгляд, безусловно, потребует дополнительную премию. Впрочем, в свете общего ожидания повышения долларовых ставок в среднесрочной перспективе вероятность реализации данной опции снижается, по крайней мере, в евробондах, номинированных в долларах.

Отметим, что 7-летний долларовый евробонд Wind (B2/BB-/BB-) с доходностью 7,375% годовых предлагал премию от 45 б.п. к выпуску VimpelCom-21 /Ba3/BB/-/ (YTM 6,91%/5,3 г.) и другим длинным бумагам, что за разницу в рейтингах выглядит вполне оправданно (историческая премия по бумагам эмитентов за последний год составляла порядка 30-50 б.п.). При этом предполагаемая премия к свопам при размещении составила порядка 510 б.п. В свою очередь, собственный выпуск Windim-18 в долларах торгуется с доходностью 5,63% годовых – премия к свопам около 470 б.п., то есть возможность роста на вторичном рынке выглядит ограниченной с поправкой на дюрацию, учитывая уровни бумаги на вторичном рынке (YTM 6,7% годовых), похоже уже исчерпана.

В свою очередь, новый выпуск Windim-21 в евро с доходностью 7% годовых предполагал премию к свопам порядка 569 б.п., что на фоне обращающихся бондов Wind в евро с погашением в 2018 г. (YTM 5,69-5,705% годовых; премия к свопам около 495-500 б.п.) смотрится привлекательно, в том числе предлагая возможность для апсайда. Мы считаем, на вторичном рынке наиболее привлекательно смотрится евробонд Windim-18 номинированный в евро, по нашим оценкам, доходность может снизиться на 55-65 б.п., рост цены возможен на 2,5-3,0 п.п.

*Наибольшим потенциалом роста на вторичном рынке обладает выпуск Windim-21 в евро, доходность может снизиться на 55-65 б.п.*

Доходность еврооблигаций эмитентов телекоммуникационного сектора (долл.)



\*call option

## Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Управление исследований и аналитики

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

### PSB Research

Николай Кашеев Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4710

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

#### ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

#### ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Сурпин Александр	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-3924
Виктория Давитиашвили	davitishviliVM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

### УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Павел Науменко	NaumenkoPA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

### ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЛЯМИ

Миленин Сергей	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
Бараночников Александр	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.