

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Вымпелком (ВВ/ВаЗ/-): умеренно негативные данные в финансовом отчете за 2013 г., бумаги находятся под давлением политических рисков на Украине

Вчера Вымпелком (ВВ/ВаЗ/-) опубликовал финансовый отчет за 2013 г. В целом, мы нейтрально оцениваем раскрытые показатели. По итогам 2013 г. компания отчиталась о сокращении выручки на 2.2% г/г (до 22.5 млрд. долл.), EBITDA – на 1.5% г/г (до 9.6 млрд. долл.). Рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне 2012 г. и составила 42.7% (+0.3 пп г/г). Напомним, что в начале 2013 г. Вымпелком ожидал роста выручки на 4-5%. Отметим, что прошлый год стал примечательным для компании в негативном ключе: Вымпелком на протяжении всего года отражал в отчетности минимальное, но все же снижение, выручки г/г (накопленным итогом), то же происходило и с EBITDA (кроме 1К13). В течение первых 9М13 поддержку консолидированным показателям Вымпелкома оказывали результаты в России, где компания демонстрировала рост финансовых результатов, однако в 4К13 пал и этот “последний бастион”, показав заметное снижение по выручке (на 8% г/г) и EBITDA (на 10% г/г). В итоге, финансовые результаты в России по 2013 г. также скатились в слабый минус: выручка сократилась на 1% г/г, EBITDA – на 2% г/г. Кроме того, по итогам 2013 г. Вымпелком отразил в отчетности заметное снижение операционной прибыли (на 59.5% г/г – до 1 691 млн. долл.), а также отразил чистый убыток за год в размере 1 858 млн. долл. Согласно комментариям менеджмента, это стало следствием большого объема неденежных списаний, в первую очередь, по подразделениям в Канаде и на Украине, общим объемом которых составил 2.9 млрд. долл.

Свободный денежный поток Вымпелкома по итогам 2013 г. сократился почти на треть и составил 2 118 млн. долл., что было обусловлено сокращением операционного денежного потока (на 12.5% г/г – до 6 351 млн. долл.) на фоне стабильной величины капитальных расходов, которые в 2013 г. составили 4 233 млн. долл. (+2.7% г/г) или 18.8% от выручки (против 17.9% в 2012 г.). Свободный денежный поток был направлен, главным образом, на покрытие дивидендных выплат в размере 4.1 млрд. долл., которые включали распределение 1.4 млрд. долл., полученных от Altimo в рамках конвертации “префов” Vimpelcom.

Общий размер долга Вымпелкома на конец 2013 г. составил 27 453 млн. долл. (+1.7% г/г) и практически не изменился по сравнению с началом года. Долговая нагрузка компании сдвинулась чуть вверх и составила 2.3x в терминах чистый долг/EBITDA по сравнению с 2.2x на начало года. Отметим, что хотя долговая нагрузка компании и сохраняется на повышенном уровне, краткосрочные риски рефинансирования отсутствуют в свете минимальной доли краткосрочного долга, а также солидного запаса ликвидности на балансе, который на конец 2013 составлял 4.85 млрд. долл. С точки зрения кредитных рейтингов, результаты Вымпелкома за 2013 г. нейтральны (долговая нагрузка и рентабельность по EBITDA сохранились практически на неизменном уровне, кроме того, компания обладает свободной ликвидностью). Вместе с тем, внимание всех заинтересованных наблюдателей приковано сейчас, в первую очередь, к Украине: реализация политических рисков, чреватая ущербом для бизнеса Вымпелкома в этой стране, может привести к ухудшению кредитного профиля компании, за которым последуют и рейтинговые действия, и расширение спрэдов по ее долгам.

С начала года длинные евробонды Вымпелкома (VIP’21-VIP’23) выглядели хуже

Ключевые финансовые показатели Вымпелкома по МСФО за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%%
Выручка	22 548	23 061	-2.2%
EBITDA	9 619	9 768	-1.5%
Операционная прибыль	1 691	4 171	-59.5%
Чистая прибыль	(1 858)	1 376	-
Рентабельность по EBITDA	42.7%	42.4%	0.3 пп
Операционная рентабельность	7.5%	18.1%	-10.6 пп
Чистая рентабельность	-	6.0%	-
Денеж. поток до измен. в оборот. кап.	9 726	9 804	-0.8%
Чистый операцион. денеж. поток	6 351	7 257	-12.5%
CAPEX	4 233	4 120	2.7%
Свободный денежный поток	2 118	3 137	-32.5%
CAPEX/EBITDA	18.8%	17.9%	0.9 пп
CAPEX/Выручка	44.0%	42.2%	1.8 пп
млн. долл.	2013	2012	%%
Активы	50 419	54 737	-7.9%
в т.ч. денежные ср-ва и депозиты	4 850	5 016	-3.3%
Долг	27 453	26 987	1.7%
доля краткосрочного долга	2.4%	4.8%	-2.4 пп
Чистый долг	22 603	21 971	2.9%
Капитал	11 308	14 749	-23.3%
Долг/EBITDA	2.9x	2.8x	-
Чистый долг/EBITDA	2.3x	2.2x	-
EBITDA/Процентны уплаченные	4.7x	5.5x	-
Долг/Капитал	2.4x	1.8x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

рынка расширив спрэд к UST в среднем на 80 бп (до 480-490 бп), тогда как для бумаг МТС (BB+/Ba2/BB+) с сопоставимой дюрацией расширение спрэдов к UST составило около 60 бп. Отметим, что премия евробондов Вымпелкома к бумагам МТС сохраняется на уровне 120-130 бп, что, на наш взгляд, близко к справедливым уровням с учетом слабой динамики операционных и финансовых показателей компании, как в России, так и за пределами страны, а также наличия политических рисков на Украине. В этих условиях, на наш взгляд, в ближайшее время вряд ли стоит ожидать сужения спрэда со стороны бумаг Вымпелкома. Рублевые бонды Вымпелкома в условиях ограниченной ликвидности могут быть интересны с точки зрения короткой дюрации и индикативно торгуются со спрэдом 80-100 бп к более длинным выпускам МегаФона и сопоставимым по дюрации бумагам МТС.

Черкизово (Moody's: B2/Stable): слабые финансовые результаты по итогам 2013 г., бумаги компании малопривлекательны

Вчера Группа «Черкизово» опубликовала финансовую отчетность за 2013 г., мы оцениваем раскрытые показатели как слабые. Так, компания увеличила выручку на 5.4% г/г (до 1 665 млн. долл.), что соответствует нашим ожиданиям (рост на уровне 5-6% г/г), тогда как динамика EBITDA (показатель снизился на 42.5% – до 181 млн. долл.) оказалась несколько лучше нашего прогноза (сокращение на уровне 50% г/г). Как следствие, рентабельность по EBITDA Черкизово в 2013 г. снизилась до 10.9% (-9.1 пп г/г). Столь значительное снижение EBITDA было вызвано, во-первых, более низкими ценами на продукцию свиноводческого сегмента. В операционных отчетах группы видно улучшение ценовой конъюнктуры, начиная со 2П13, однако в целом по 2013 г. средняя цена реализации в свиноводческом сегменте сократилась на 16.3% г/г в долларовом выражении (до 2.06 долл. за кг без НДС). В результате, на фоне роста продаж в сегменте свиноводства на 51.7% г/г (до 157.6 тыс. тонн), которым группа пыталась компенсировать снижение цен, EBITDA сегмента упала на 37.2% г/г (до 59 млн. долл.).

Негативное влияние на динамику консолидированной EBITDA группы также оказали результаты сегмента птицеводства. На фоне роста средней цены реализации свиноводческого сегмента Черкизово во 2П13, средняя цена на продукцию птицеводческого сегмента оставалась стабильной в течение всего 2013 г., тогда как в 2012 г. она росла в течение года. В результате, в 2013 г. средняя цена реализации сегмента снизилась на 4.3% г/г в долларовом выражении (до 2.42 долл. за кг без НДС). Сокращение цены г/г было компенсировано ростом отгрузок (выросли на 7.3% г/г – до 342.6 тыс. тонн), что позволило сохранить выручку на уровне прошлого года (844 млн. долл.). Однако опережающий рост себестоимости и операционных расходов сегмента (на 16.9% г/г – до 118 млн. долл.) оказал заметное давление на маржу, в результате EBITDA сегмента снизилась на 54% г/г – до 81 млн. долл. В качестве основных причин роста операционных расходов группа указывает на рост затрат на ФОТ, увеличение маркетинговых и транспортных расходов, тогда как на рост себестоимости повлияло, в первое очередь, быстрое удорожание зерна и комбикормов после неурожая 2012 г. В этой связи отметим, что поступившее на рынок зерно нового урожая постепенно приводит к улучшению ситуации. Хорошие результаты показал лишь сегмент мясопереработки, в котором небольшое снижение средней цены реализации (на 2.1% г/г – до 4.67 долл. за кг без НДС), как и в птицеводстве, было компенсировано ростом продаж (на 5.6% г/г – до 134.5 тыс. тонн). Главное же, что снижение себестоимости реализации сегмента позволило компенсировать рост операционных расходов и увеличить на 9.3% г/г (до 61 млн. долл.) показатель EBITDA сегмента.

Значительное снижение консолидированной EBITDA стало основным фактором роста долговой нагрузки Черкизово, которая к концу 4К13 выросла до 4.3x в терминах чистый долг/EBITDA, тогда как на начало года показатель находился на уровне 2.7x. На фоне снижения EBITDA позитивное влияние на уровень долговой нагрузки от сокращения долга (на конец 4К13 снизился на 6.3% к началу года и составил 845 млн. долл.) и увеличения запаса наличности на балансе (до 64 млн. долл. против 41 млн. долл. на начало года) было минимальным. Дополнительное давление на ликвидность Черкизово оказывает сохранявшаяся на протяжении всего 2013 г. относительно высокая доля краткосрочных обязательств в структуре долга, которая на конец 4К13 составила 38% (против 41% на начало года). Отметим, что хотя группе и не удалось достичь собственного ориентира по уровню долговой нагрузки на конец 2013 г. (менеджмент планировал снизить его до 4x в терминах чистый долг/EBITDA), показатель все же заметно снизился по сравнению

Ключевые финансовые показатели Черкизово по US GAAP за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%
Выручка	1 655	1 570	5.4%
ЕБИТДА	181	315	-42.5%
Операционная прибыль	89	232	-61.6%
Чистый (убыток)/прибыль	64	231	-72.3%
Рентабельность по EBITDA	10.9%	20.1%	-9.1 пп
Операционная рентабельность	5.4%	14.8%	-9.4 пп
Чистая рентабельность	3.9%	14.7%	-10.8 пп
Операц. денеж. поток до изм. в ОК	168	291	-42.3%
Чистый операц. денеж. поток	178	233	-23.6%
CAPEX	165	184	-10.3%
Свободный денежный поток	13	49	-73.5%

млн. долл.	2013	2012	%
Активы	2 047	2 102	-2.6%
в т.ч. ден. ср-ва и эквиваленты	64	41	56.1%
Долг	845	902	-6.3%
доля краткосрочного долга	38.0%	41.0%	-3.0 пп
Чистый долг	781	861	-9.3%
Капитал	978	988	-1.0%
CAPEX+M&A	172	215	-20.0%
CAPEX/EBITDA	0.9x	0.6x	-
(CAPEX+M&A)/EIBTDA	1.0x	0.7x	-
Долг/EIBTDA	4.7x	2.9x	-
Чистый долг/EIBTDA	4.3x	2.7x	-
EIBTDA/Процентные расходы*	3.8x	15.8x	-
Долг/Капитал	0.9x	0.9x	-

* процентные расходы за вычетом госсубсидий

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Динамика операционных показателей Черкизово за 2013 г.

	2013	2012	%
Птицеводство			
Объем продаж, тыс. тонн	342.6	319.2	7.3%
Ср. цена реализации, руб./кг*	77.12	78.62	-1.9%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.42	2.53	-4.3%
Свиноводство			
Объем продаж, тыс. тонн	157.6	103.9	51.7%
Ср. цена реализации, руб./кг*	65.68	76.52	-14.2%
Ср. цена реализации, долл./кг*	2.06	2.46	-16.3%
Мясопереработка			
Объем продаж, тыс. тонн	134.5	127.4	5.6%
Ср. цена реализации, руб./кг*	148.78	148.39	0.3%
Ср. цена реализации, долл./кг*	4.67	4.77	-2.1%

* - цены без учета НДС

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

с пиковым уровнем, достигнутым на конец 3К13 – 4.6х. Не помогло и то, что объем капвложений в 2013 г. составил 162 млн. долл. (-10.3% г/г) или 0.9х EBITDA, что даже меньше уже скорректированного плана по инвестициям на 2013 г. (ожидались на уровне 6.3 млрд. руб., а заявленный в начале 2013 г. объем вообще составлял 12 млрд. руб.). Основной причиной невыполнения целевых показателей по уровню долговой нагрузки стал, вероятно, более слабый, по сравнению с ожиданиями, чистый операционный денежный поток Черкизово, который почти полностью ушел на финансирование CAPEX. В результате, полученные за счет дополнительных источников средств (продажа имущества) оказалась недостаточно для погашения долга в необходимом объеме.

Внутренний долговой рынок находится под давлением событий на Украине, в связи с чем в отдельных бумагах компаний потребительского сектора ликвидность сейчас практически отсутствует. Это в полной мере относится к Черкизово БО-04, спрэд которого индикативно составляет 170-180 бп к ОФЗ, что близко к спредам бумаг X5 (S&P: B+/B2/-) и Ленты (S&P: B+/Stable) сопоставимой дюрации и не добавляет выпуску Черкизово привлекательности.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

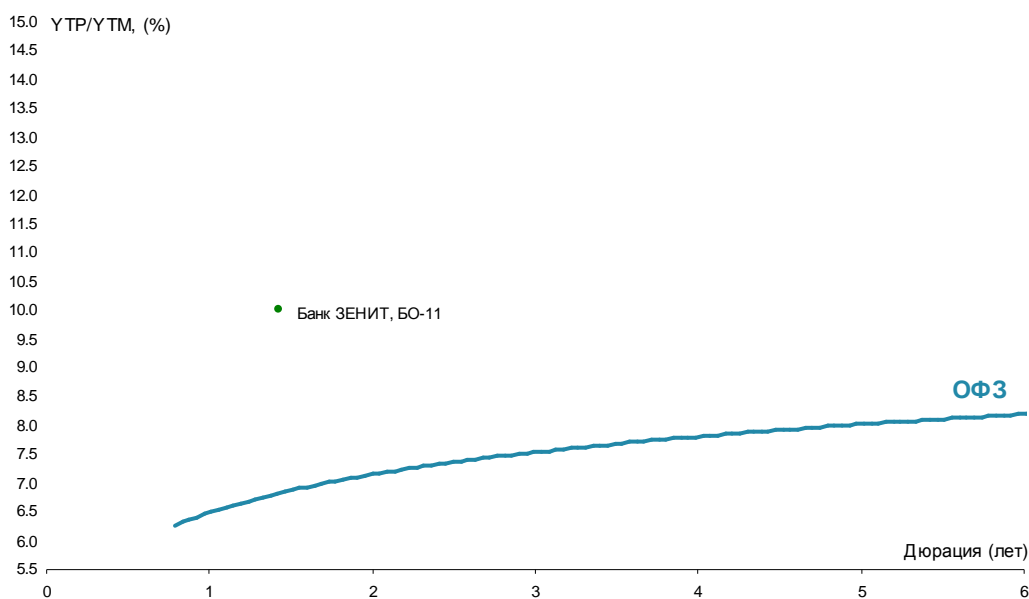
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ва3 / В+	да	6 000	9.99	04.03.2014	06.03.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 5 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Номос-Банк, БО-04	- / Ва3 / ВВ-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Ваa1 / ВВВ-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Роснефть, БО-07	BBB / Ваa1 / ВВВ-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г.
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / В2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г.
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г.
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / ВВВ	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г.
Рислэнд, 01	NR	нет	6 100	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Финстоун, 01	NR	нет	6 200	н/д / 100%	н/д	9.46	16.01.2014	нет / 4.10 г.
Прямые инвестиции Финанс, БО-01	NR	нет	3 327	0.7 / 67%	н/д	10.25	27.12.2013	нет / 1 г.
КИТ Финанс Капитал, БО-02	NR	нет	2 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 2.66 г.
ЛР-Инвест, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 1 г.
ГХК Бор, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	10.25	26.12.2013	нет / 4.04 г.
ВЭБ, БО-04	BBB / Ваa1 / ВВВ	да	до 10 000	н/д / 100%	8.62-8.88	8.67	26.12.2013	нет / 4.12 г.
Глобэкс, БО-09	ВВ- / - / ВВ	да	1 000	н/д / 100%	н/д	8.25	25.12.2013	нет / 0.5 г.
Трансаэро, БО-02	NR	нет	2 500	н/д / 100%	12.63-12.89	12.89	24.12.2013	нет / 1.83 г.
Роснефть, БО-05	BBB / Ваa1 / ВВВ-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
Роснефть, БО-06	BBB / Ваa1 / ВВВ-	да	20 000	н/д / 100%	8.11-8.42	8.11	23.12.2013	нет / 4.20 г.
РЖД, БО-10	BBB / Ваa1 / ВВВ	да	25 000	н/д / 100%	1-й купон: 7.50	1-й купон: 7.50	18.12.2013	н/д



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.