

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

 Евгений Чердаков
 e.cherdakov@zenit.ru

 Кирилл Сычев
 k.sychev@zenit.ru

Вымпелком (BB/ВаЗ/–): слабый финансовый отчет по итогам 1П14, евробонды компании предлагают широкоую премию к МТС

Вчера Вымпелком опубликовал отчет за 2К14 и 1П14 в целом. Надо сказать, что предыдущий квартал не принес компании каких-то значимых изменений в динамике финансовых результатов, которые продолжили снижение г/г. Так, объем выручки в 1П14 снизился на 10.8% г/г (до 10 091 млн. долл.), а показатель EBITDA – на 12.8% г/г (до 4 164 млн. долл.) – как результат, рентабельность по EBITDA все же осталась на уровне прошлого года (41.3%), показав минимальное снижение (-0.9 пп г/г). Эта динамика выглядит достаточно слабо в сравнении с Мегафоном (МТС пока еще не раскрывала данные за 1П14), который за тот же период увеличил выручку на 8.3% г/г, тогда как его OIBDA сохранилась на уровне прошлого года. Отметим, что для Вымпелкома основными факторами сокращения консолидированных показателей выручки и EBITDA по итогам 1П14 стали слабые результаты на ключевых рынках присутствия в России и Украине. Так, сокращение выручки украинского бизнеса в 1П14 составило 25.4% г/г (до 594 млн. долл.), тогда как EBITDA сократилась на 28% г/г (до 278 млн. долл.). Причины здесь очевидны: в условиях разворачивающегося в стране полномасштабного политико-экономического кризиса, спровоцировавшего значительную девальвацию национальной валюты (средний курс гривны к доллару в 1П14 снизился более чем на 20% г/г), которая сама по себе стала значительным фактором падения номинированных в долларах доходов компании, и фактически идущей на юго-востоке гражданской войны, население Украины стало сокращать расходы даже на такой неэластичный по спросу товар как услуги мобильной связи. В России же снижение выручки составило 16.9% г/г (до 3 857 млн. долл.), EBITDA – на 19.7% г/г (до 1 574 млн. долл.). Причины были отчасти схожи с украинскими – в части девальвации рубля к доллару, которая в 1П14 составила 12.7% г/г. Помимо этого, Вымпелком по-прежнему испытывает отток абонентов (во 2К14 абонентская база снизилась на 1.4% г/г), хотя во 2К14 наблюдались определенные улучшения в этой части – уровень оттока (churn rate) снизился до 13% против 17% в 1К14. Отток абонентов является тяжелым наследием недофинансирования в инфраструктуру в прошлом. Ответом стал фокус усилий на реорганизации российского бизнеса, в том числе включающего активизацию темпов строительства и модернизации сетей, что должно повлечь рост лояльности вследствие улучшения клиентского сервиса и качества услуг.

Отметим, что в прошлом году Вымпелком действительно немало инвестировал – расходы на CAPEX составили 18.8% выручки, обогнав в относительном выражении Мегафон (составил 14.5%). Вместе с тем, в абсолютном выражении Вымпелком потратил все же меньше Мегафона. По сравнению же с МТС капитальные расходы Вымпелкома и вовсе не кажутся достаточным для «качественного рывка»: МТС в 2013 г. потратила на капвложения больше как в абсолютном, так и в относительном выражении (20.5% выручки), не говоря о том, что выручка МТС выросла в 2013 г. в отличие от Вымпелкома. Очевидно, российские абоненты Вымпелкома продолжают «голосовать ногами» и эта тенденция может усугубиться в свете полномасштабного запуска с апреля механизма по переносу номера. Пока сложно сказать, кто станет основным бенефициаром этого процесса по завершении (сейчас в прессе можно найти материалы, которые объявляют им поочередно всех операторов «большой тройки»), однако позиции компании, на наш взгляд, не выглядят особо сильными. Вероятно, в этой связи Вымпелком принял решение «ускориться»: по итогам 1П14

Ключевые финансовые показатели Вымпелкома по МСФО за 1К14

млн. долл.	1П14	1П13	%
Выручка	10 091	11 309	-10.8%
EBITDA	4 164	4 773	-12.8%
Операционная прибыль	1 863	2 331	-20.1%
Чистая прибыль	131	888	-85.2%
Рентабельность по EBITDA	41.3%	42.2%	-0.9 пп
Операционная рентабельность	18.5%	20.6%	-2.1 пп
Чистая рентабельность	1.3%	7.9%	-6.6 пп
Денежн. поток до измен. в оборот. кап.	4 203	4 825	-12.9%
Чистый операцион. денежн. поток	2 270	2 666	-14.9%
CAPEX	2 391	1 641	45.7%
Свободный денежный поток	(121)	1 025	-
CAPEX/EBITDA	57.4%	34.4%	23.0 пп
CAPEX/Выручка	23.7%	14.5%	9.2 пп
млн. долл.	1П14	2013	%
Активы	39 267	49 747	-21.1%
в т.ч. денежные ср-ва и депозиты	5 780	4 850	19.2%
Долг	29 022	27 453	5.7%
доля краткосрочного долга	11.3%	6.9%	4.4 пп
Чистый долг	23 242	22 603	2.8%
Капитал	7 927	9 078	-12.7%
Долг/EBITDA LTM	3.2x	2.9x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.6x	2.3x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3.5x	4.7x	-
Долг/Капитал	3.7x	3.0x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

показатель CAPEX/Выручка вырос до 23.7% (против 14.5% в 1П13). На капитальные расходы в 1П14 был направлен весь операционный денежный поток компании, как результат ее свободный денежный поток находился на околонулевой отметке. Долг Вымпелкома мало изменился по сравнению с началом года, увеличившись на 5.7% (до 29 022 млн. долл.), при этом доля краткосрочного долга выросла до 11.3% (рост на 4.4 пп к началу года). Долговая нагрузка Вымпелкома продолжила повышаться и на конец 2К14 достигла 2.6x в терминах чистый долг / EBITDA LTM – не помог и рост денежных остатков на балансе на 19.2% к началу года (до 5 780 млн. долл.). Рост был обусловлен увеличением долга на фоне снижения EBITDA в 1П14.

Вместе с публикацией результатов за 2К14 Вымпелком подтвердил предыдущий прогноз по основным кредитным метрикам на 2014 г., который был обновлен после публикации слабых результатов за 1К14. Компания ожидает улучшения динамики показателей российского и итальянского бизнесов во 2П14, что позволит снизить темпы сокращения выручки и EBITDA по текущему году в целом до 3-4% г/г, при этом прогноз по уровню долговой нагрузки составляет 2.4x чистый долг / EBITDA к концу 4К14. Расходы на капитальные инвестиции должны составить 21% от выручки. В контексте долговой нагрузки отметим, что благоприятное разрешение ситуации с алжирскими активами (продажа правительству Алжира своей доли в Djezzy, приток наличности по сделке должен составить около 4 млрд. долл. с учетом дивидендов), не приведет к сокращению долга, поскольку полученные деньги будут направлены на замещение внутригрупповых обязательств, но поможет сэкономить на выплатах по процентам. Вымпелком уже воспользовался возможностью удешевить долг: в апреле его итальянская дочка Wind Telecomunicazioni разместила евробонды на 1.75 млрд. евро под 7% годовых и 2.03 млрд. долл. под 7.375% годовых, которые гасятся в 2021 г. (это и стало основным фактором увеличения консолидированного долга к концу 2К14), деньги пошли на рефинансирование евробондов на 2.7 млрд. евро с погашением в 2017 г. со ставкой 11.75% годовых. Кроме того, оставшиеся от нового привлечения средства также предполагалось направить на выкуп бондов со ставкой 12.25% на 1.3 млрд. евро с погашением в 2017 г.

Подводя итог, отметим, что результаты 1П14, безусловно, оказали негативное влияние на финансы компании и ее восприятие инвесторами. Причем, с позиции возможного изменения рейтингов это, на наш взгляд, не несет какого-либо прямого риска для Вымпелкома, компания проигрывает скорее в сравнении, например, с МТС (BBB-/Ваа3/BB+), которая в 1П14, на фоне хороших результатов и усиления кредитного профиля, получила инвестиционный рейтинг сразу от 2-х рейтинговых агентств. Впрочем, у Вымпелкома есть, на наш взгляд, и прямые риски понижения рейтингов, которые связаны с развитием ситуации на Украине. С учетом того, что российское подразделение Вымпелкома разворачивает деятельность в Крыму, мы не исключаем ответных действий со стороны украинских властей по отношению к Киевстару, на который, напомним, в 1П14 пришлось около 6% консолидированной выручки и 6.7% EBITDA.

С середины прошлого месяца на рынке российских евробондов идет очередная волна распродаж, спровоцированная введением новой волны западных санкций. В рамках коррекции евробонды Вымпелкома с дюрацией в пределах 3-х лет оказались в аутсайдерах рынка, расширив спрэд к кривой UST на 230-240 бп, до текущих значений в 570-610 бп. Длинные евробонды выглядели заметно лучше и, в целом, корректировались вместе с рынком: спрэд к UST расширился на 150-170 бп. Сейчас длинные бумаги торгуются на уровне +550-600 бп к UST, предлагая 150 бп премии к близким по дюрации бумагам МТС. С одной стороны, широкий спрэд к МТС, на наш взгляд, справедлив, учитывая существенно более сильные показатели МТС. С другой стороны, предлагаемая Вымпелкомом премия, на наш взгляд, дает вполне достаточную компенсацию за потенциальные риски компании. Рублевые бонды Вымпелкома характеризуются относительно короткой дюрацией (максимум чуть более года) и торгуются с премией 50-70 бп к МТС, что существенно меньше премии к ней же на евробондах.

Первичный рынок

Первичный рынок: корпоративные выпуски

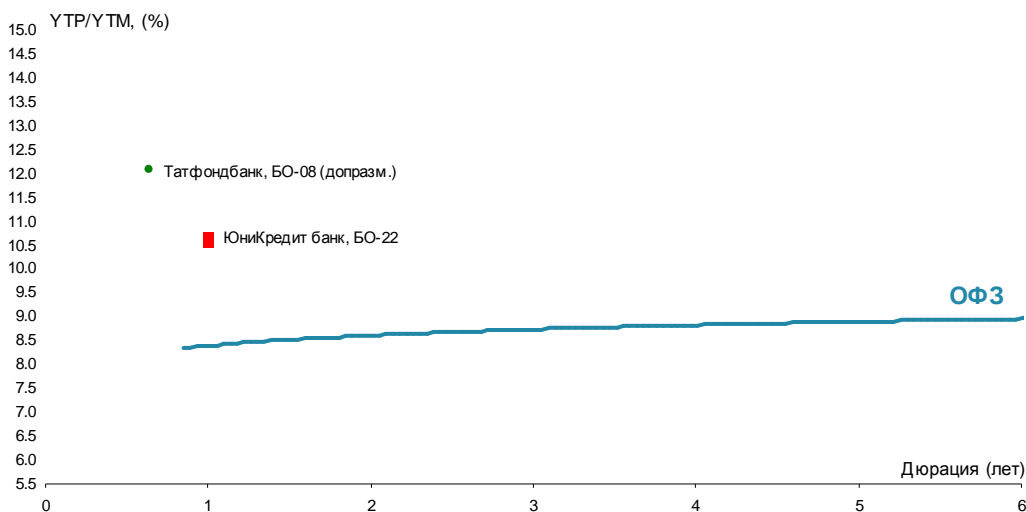
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/ Дюрация	Оферта/ Погашение
Татфондбанк, БО-08 (допвыпуск)	B / B2 / -	да	1 000	12.09	н/д	08.08.2014	нет / 0.64 г	8 мес. / 2.2 г
Юникредит Банк, БО-22	BBB- / - / BBB	да	10 000	10.57-10.67	06.08.2014	12.08.2014	нет / 1 г	1 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
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.60	12.60	31.07.2014	нет / 0.88 г
ВТБ Лизинг Финанс, БО-04	BBB- / - / -	да	8 000	н/д / 100%	н/д	10.22	30.07.2014	да / 0.73 г
Открытие Холдинг, БО-03	NR	нет	5 000	н/д / 100%	12.89-13.42	12.89	30.07.2014	нет / 2.58 г
Трансфин-М, БО-30	NR	нет	2 500	0.8 / 80.1%	10.25-10.51	10.25	18.07.2014	нет / 2.66 г
Банк ФК Открытие, БО-05 (допразм.)	BB- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	10.67-10.79	10.79	16.07.2014	нет / 1 г
Стройжилинвест, 01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	9.20	16.07.2014	нет / 1 г
МКБ, БО-11	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.99-11.41	11.20	10.07.2014	нет / 1.42 г
МКБ, БО-10	BB- / B1 / BB	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.20	10.78	10.07.2014	нет / 1 г
ВТБ, БО-26	BBB- / Baa2 / -	да	10 000	н/д / 100%	10.00-10.22	9.90	01.07.2014	нет / 1.84 г
Ашинский метзавод, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	9.99	30.06.2014	нет / 6.59 г
Трансфин-М, БО-29	NR	нет	2 500	н/д / 100%	н/д	10.78	30.06.2014	нет / 4 г
Альфа-Банк, БО-11	BB+/Ba1/BBB-	да	5 000	н/д / 100%	10.78-11.04	10.51	30.06.2014	нет / 2.65 г
Банк ЗЕНИТ, БО-14	- / Ba3 / BB-	да	6 000	0.3 / 29.2%	н/д	8.68	27.06.2014	нет / 2.7 г
Оборонпром, 03	NR	да	2 927	н/д / 100%	н/д	11.83	27.06.2014	нет / 6.18 г
Балтийский лизинг, 01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Балтийский лизинг, 02	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	12.35	27.06.2014	нет / 2.56 г
Газпромбанк, БО-09	BBB- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.83	27.06.2014	нет / 1.43 г
Банк ЗЕНИТ, БО-13	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.3 / 100%	10.78-11.04	10.78	26.06.2014	нет / 1 г
Абсолют Банк, БО-01 (вторичное)	- / B1 / B+	да	до 5 000	1.0 / 100%	не более 11.04	11.04	25.06.2014	нет / 1.42 г
Фольксваген Банк РУС, 07	BBB- / - / -	да	5 000	7.0 / 100%	10.20-10.46	9.57	25.06.2014	нет / 1.87 г
Россельхозбанк, БО-04	- / Baa3 / BBB-	да	5 000	н/д / 100%	9.78	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Россельхозбанк, БО-07	- / Baa3 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	9.83-10.04	9.78	25.06.2014	нет / 1 г
Кредит Европа Банк, БО-18	- / Ba3 / BB-	да	5 000	1.5 / 100%	11.83-12.36	11.73	23.06.2014	нет / 1 г
АКБ Пересвет, 03	B+ / B3 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.63-12.89	12.68	20.06.2014	нет / 0.5 г



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
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
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.