

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Кирилл Сычев
k.sychev@zenit.ru

Вымпелком (ВВ/ВаЗ/-): снижение финансовых результатов в 1П15 обусловлено сильным долларом, наиболее длинный евробонд может представлять интерес в контексте ожидаемого снижения долга

Вчера Вымпелком (VimpelCom Ltd) опубликовал финансовый отчет за 1П15, который мы оцениваем нейтрально, несмотря на заметное снижение выраженных в долларах финансовых результатов. Так, выручка компании в 1П15 снизилась на 27.9% г/г (до 7.3 млрд. долл.), а EBITDA – на 30.2% г/г (до 2.9 млрд. долл.), в результате чего рентабельность по EBITDA снизилась до 40% (-1.3 пп г/г), что чуть ниже уровня прошлого года. В то же время, долговая нагрузка Вымпелкома к концу 2К15 несколько повысилась по сравнению с началом года, составив 2.7x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.5x на конец 4К14).

Столь заметное падение консолидированных показателей выручки и EBITDA в 1П15 стало, главным образом, следствием существенного ослабления российской и украинской национальных валют по отношению к доллару, в котором выражена отчетность Вымпелкома. Очищенная от влияния курсовых разниц выручка компании в 1П15 снизилась на 2% г/г, EBITDA – на 4% г/г, что, в основном, стало следствием слабых результатов на итальянском рынке, задержкой запуска 3G-сетей в Алжире, а также увеличения издержек на обслуживание сетей в России и на Украине.

Свободный денежный поток компании по итогам 1П15 оказался в отрицательной зоне, составив -1.05 млрд. долл., что стало результатом значительного сокращения чистых операционных поступлений, составивших всего 37 млн. долл. в 1П15 (-98.4% г/г), в то время как расходы на капвложения (без учета затрат на лицензии) составили 1 082 млн. долл. Отметим, что CAPEX компании в 1П15 снизился на 37.9% г/г, составив 14.9% от выручки (-2.4 пп г/г). Вместе с тем, существенное влияние на показатели отчета о движении денежных средств Вымпелкома за 1П15 оказало закрытие сделки по продаже алжирских активов в 1К15. Так, в рамках сделки компания выплатила штраф Банку Алжира в размере 1.1 млрд. долл., а кроме того заплатила налогов на 344 млн. долл., что, в том числе, привело к сокращению чистых операционных поступлений Вымпелкома за 1П15 почти до нулевого уровня. В итоге, расходы по капвложениям и чистое погашение долга, которое в 1П15 составило 3.37 млрд. долл. было оплачено, главным образом, за счет средств от продажи алжирских активов (на 2.3 млрд. долл.), а также накопленной ликвидности на балансе (на 1.86 млрд. долл.).

Долг Вымпелкома к концу 2К15 снизился на 15.5% по сравнению с началом года и составил 22.3 млрд. долл., при этом доля краткосрочных обязательств осталась на невысоком уровне в 12.5%. Несмотря на заметное снижение долга (в том числе за счет выкупа с рынка евробондов на 1.8 млрд. долл.), к концу 1П15 уровень долговой нагрузки компании все равно оказался немного выше по сравнению с началом года, составив 2.7x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.5x на конец 4К14). Это стало следствием существенного падения EBITDA в долларовом выражении в 1П15, что и привело к сокращению EBITDA LTM. В целом, результаты Вымпелкома за 1П15, на наш взгляд, нейтральны для его рейтингов, тем не менее, сильный доллар будет оказывать влияние на результаты компании и в 3К15.

Главной корпоративной новостью отчета стало официальное подтверждение по сделке с Hutchison Whampoa. Вымпелком и Hutchison договорились о создании СП, куда компании внесут свои телекоммуникационные активы в Италии, что приведет к созданию нового крупнейшего мобильного оператора на итальянском рынке. Вклад

Ключевые финансовые показатели Вымпелкома по МСФО за 1П15

млн. долл.	1П15	1П14	%г
Выручка	7 274	10 091	-27.9%
EBITDA	2 907	4 164	-30.2%
Операционная прибыль	1 525	1 863	-18.1%
Чистая прибыль	319	131	x2.4
Рентабельность по EBITDA	40.0%	41.3%	-1.3 пп
Операционная рентабельность	21.0%	18.5%	2.5 пп
Чистая рентабельность	4.4%	1.3%	3.1 пп
Денежн. поток до измен. в ОК	1 806	4 203	-57.0%
Чистый операцион. денежн. пот.	37	2 270	-98.4%
CAPEX (без учета лицензий)	1 082	1 743	-37.9%
Свободный денежный поток	(1 045)	527	-
CAPEX/EBITDA	37.2%	41.9%	-4.6 пп
CAPEX/Выручка	14.9%	17.3%	-2.4 пп

млн. долл.	1П15	2014	%г
Активы	36 687	41 042	-10.6%
в т.ч. денеж. ср-ва и депозиты	4 445	6 451	-31.1%
Долг	22 349	26 443	-15.5%
доля краткосрочного долга	12.5%	10.5%	2.0 пп
Чистый долг	17 904	19 992	-10.4%
Капитал	6 305	3 976	58.6%
Долг/EBITDA LTM	3.3x	3.3x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	2.7x	2.5x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	3.6x	3.7x	-
Долг/Капитал	3.5x	6.7x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Вымпелкома в СП представляет собой активы Wind Telecomunicazioni с чистым долгом в размере 10.1 млрд. евро, в то время как Hutchison внесет активы Telecom3 Italia, свободные от долга и денежные средства на 200 млн. евро. Других денежных вливаний в объединенную компанию не будет, каждая из сторон получит по 50% в СП. Сделка будет закрыта после получения одобрения от регуляторов, что может занять до 1 года, при этом обе стороны имеют права разорвать соглашение до завершения сделки без штрафных санкций. Успешное закрытие сделки заметно повлияет на отчетность Вымпелкома, поскольку приведет к деконсолидации Wind, при этом итальянский бизнес сопоставим по масштабам с российскими активами. В 1П15 доля Wind в консолидированной выручке Вымпелкома составила 31.7%, в EBITDA – 31.1%. В то же время, деконсолидации Wind позволит Вымпелкому более чем в 2 раза снизить уровень долговой нагрузки. Так, по данным Вымпелкома, без учета итальянского бизнеса консолидированная выручка компании по итогам 1П15 составила бы 4.88 млрд. долл. (-32.9% к фактическому уровню), тогда как долговая нагрузка на конец 2К15 составила бы 1.3х чистый долг / EBITDA LTM (фактически – 2.7х). Сокращение долговой нагрузки позволило бы Вымпелкому претендовать, в перспективе, на повышение кредитных рейтингов до сопоставимых с МТС (BB+/Ba1 /BB+) уровней. Кроме того, снижение отношения чистого долга к EBITDA LTM ниже уровня в 2х формально позволит Вымпелкому возобновить дивидендные выплаты (с начала 2014 г компания платит символические дивиденды из-за большого долга), однако перспективы возобновления выплат будут более ясными после завершения сделки.

Рублевые облигации Вымпелкома малоликвидны. В то же время, за последние 3 месяца в терминах изменения спреда к кривой UST короткие евробонды VIP'18 и VIP'19 оказались в числе лучших бумаг на рынке, сузив спреды к американским госбумагам на 160 бп (сейчас торгуются со спредом 410-420 бп). Более длинные VIP'21-VIP'23 за тот же период показали среднюю по рынку динамику, спреды бумаг к кривой UST сузились на 40-70 бп и торгуются сейчас на уровне 500-510 бп. На наш взгляд, интересной может быть покупка самого длинного выпуска VIP'23, чья премия к MOBTEL'23 еще превышает 70 бп, тогда как по более коротким бумагам она уже составляет 20-30 бп. С учетом ожидаемого в течение ближайших 12 мес. значительного сокращения долговой нагрузки Вымпелкома, его кредитные метрики будут сопоставимы с МТС, что, вероятно, приблизит как кредитные рейтинги, так и спреды бумаг Вымпелкома также к уровням МТС.

Первичный рынок

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	Офер Погаши
--------	---------------------	--	------------------------------------	-----------------------------------	-------------------	--------------------	-------------------------	----------------

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	Амортиз Дюра
Лента, БО-03	B+ / B1 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	12.57-13.10	12.79	06.08.2015	нет / 2.
Открытие Холдинг, БО-05	NR	нет	3 000	н/д / 100%	н/д	12.89	06.08.2015	нет / 1.
Разгуляй-Маркет, 01	NR	нет	4 000	н/д / 100%	н/д	11.62	06.08.2015	нет / 1.
Камаз, БО-12	- / Ba3 / -	да	5 000	н/д / 100%	н/д	11.56	06.08.2015	нет / 7.
ГТЛК, БО-01 (допвыпуск)	B+ / - / -	да	6 250	н/д / 100%	15.61-16.41	16.04	04.08.2015	да / 1.4
ВЭБ-Лизинг, 001-P01	BB+ / - / BBB-	да	200 млн. USD	1.5 / 100%	5.32-5.83	5.58	30.07.2015	нет / 1.
Внешпромбанк, БО-03 (допвыпуск)	B+ / B2 / -	да	1 000	н/д / 100%	н/д	14.45	28.07.2015	нет / 0
Регион-Инвест, БО-01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	14.22	28.07.2015	нет / 0
Банк ДельтаКредит, БО-25	- / Ba2 / BBB-	да	6 000	1.5 / 100%	12.36-12.63	12.47	28.07.2015	нет / 2
ВЭБ-Лизинг, 01 (вторичное)	BB+ / - / BBB-	да	4 670	н/д / 100%	12.72-12.88	12.81	23.07.2015	нет / 1.
НДК, 01	NR	нет	1 500	н/д / 100%	NR	15.56	23.07.2015	нет / 1.
Магнит, БО-10	BB+ / - / -	да	10 000	1.1 / 100%	11.94-12.20	11.94	22.07.2015	нет / 1.
Ленэнерго, БО-05	- / Ba2 / -	да	4 000	н/д / 100%	13.42	13.42	22.07.2015	нет / 1.
Внешэкономбанк, БО-01 (вторичное)	BB+ / Ba1 / BBB-	да	281	н/д / 100%	не более 12.33	12.25	21.07.2015	нет / 1.
Полюс Золото, БО-01	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Полюс Золото, БО-02	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Полюс Золото, БО-03	BB+ / - / BBB-	да	5 000	2.0 / 100%	12.73-13.00	12.47	16.07.2015	нет / 4.
Банк Пересвет, БО-03	B+ / - / B+	да	2 000	н/д / 100%	н/д	14.75	16.07.2015	нет / 1.
Транснефть, БО-04	BB+ / Ba1 / -	да	10 000	0.6 / 59%	н/д	11.83	16.07.2015	нет / 1.
Внешэкономбанк, БО-03	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	0.5 / 50%	н/д	12.33	14.07.2015	нет / 1.
Регион Капитал, БО-04	NR	нет	2 000	н/д / 100%	14.49-15.56	15.03	14.07.2015	нет / 1.

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		bondsales@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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@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.