

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Наталья Толстошеина [n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru) Дмитрий Чепрагин [d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)

#### Вымпелком (BB/Ba3/BB+): нейтральные финансовые результаты за 2K16

Вчера Вымпелком (VimpelCom Ltd) опубликовал финансовые результаты за 2K16 год, которые мы оцениваем как нейтральные. Во 2K16 очищенная от изменений валютных курсов и прочих факторов выручка компании сохранилась на уровне 2K15, при этом скорректированная EBITDA margin выросла на 1.2 пп г/г до 42.3%. Долговая нагрузка Вымпелкома на конец 2K16 немного подросла к началу квартала, однако осталась умеренной, а риски рефинансирования – незначительными.

Во 2K16 выручка Вымпелкома сократилась на 16.1% г/г до 2 156 млн долл., скорректированная EBITDA – на 14.5% г/г до 911 млн долл., что в основном стало следствием девальвации локальных валют к валюте составления отчетности. Очищенная от влияния неблагоприятного изменения валютных курсов и прочих факторов выручка во 2K16 практически не изменилась по сравнению со 2K15, в то время как скорректированная EBITDA выросла на 3% г/г, EBITDA margin – на 1.2 пп. Позитивное влияние на динамику выручки и EBITDA Вымпелкома во 2K16 г/г оказали результаты работы компании на Украине и в Пакистане. В частности, на Украине органический рост выручки во 2K16 составил 11% г/г, EBITDA – 34% г/г, чему способствовал запуск сетей 3G во 2K15. Аналогичные показатели в Пакистане выросли во 2K16 на 14% и 29% г/г соответственно. В то же время, негативный эффект на результаты Вымпелкома за 2K16 оказали итоги работы компании в Алжире, где очищенная от влияния валютных колебаний выручка сократилась на 15% г/г, EBITDA – на 18% г/г. Причинами ухудшения финансовых результатов компании в Алжире стали большой отток абонентов и снижение показателя ARPU на фоне ухода наиболее прибыльных клиентов к конкурентам, предлагающим более выгодные тарифные решения. На ключевом для Вымпелкома рынке присутствия (Россия) органическое снижение выручки во 2K16 составило 2% г/г, что стало следствием уменьшения выручки от предоставления услуг фиксированной и мобильной связи на фоне усиления конкуренции и снижения реальных доходов населения. За аналогичный период снижение скорректированной EBITDA margin на российском рынке составило 0.7 пп (до 41.1%).

Во 2K16 расходы компании на CAPEX без учета лицензий заметно снизились по сравнению со 2K15 и составили 209 млн долл. (-55.4% г/г), что способствовало увеличению свободного денежного потока за 2K16 до 471 млн долл. со 140 млн долл. за 2K15. Во 2K16 компания направила 368 млн долл. на приобретение лицензий, предоставление займов и на инвестиционную деятельность по прекращенным операциям. Совокупный долг Вымпелкома на конец 2K16 вырос к началу 2K16 на 874 млн долл. до 10 560 млн долл., что стало следствием размещения еврооблигаций GTN на сумму 1.2 млрд долл. и укрепления курса рубля к доллару (20% долга Вымпелкома на 30.06.2016 было номинировано в рублях). За аналогичный период чистый долг вырос на 167 млн долл. до 6 925 млн долл., отношение net debt/EBITDA LTM на конец 2K16 составило 1.9x против 1.8x на начало квартала. Несмотря на рост долговой нагрузки, ее уровень остается умеренным, а остаток денежных средств на счетах (3 635 млн долл. на 30.06.2016) – достаточным для одновременного погашения всего краткосрочного долга при необходимости.

Помимо публикации отчетности, менеджмент компании подтвердил объявленный ранее прогноз по финансовым результатам на текущий год. Компания ожидает, что слияние их актива Wind с 3 Italia будет одобрено до 8 сентября 2016 г.

По нашим оценкам, финансовые результаты Вымпелкома за 2K16 являются нейтральными для рейтингов компании от международных рейтинговых агентств.

На долговом рынке компании мы выделяем евробонды VIP 21 и VIP 23. Сокращение спрэдов к UST происходит более медленными темпами, чем у остальных телекомов, однако со стороны отчетности поводов для такого поведения нет. Премия данных выпусков к схожим бумагам МТС сейчас составляет порядка 110 бп, что сохраняет потенциал ее снижения на 20-40 бп.

#### Ключевые финансовые показатели Вымпелкома по МСФО за 2K16 год

млн долл.	2K16	2K15	%
Выручка	2 156	2 570	-16,1%
EBITDA	911	1 066	-14,5%
Операционная прибыль	283	530	-46,6%
Чистая прибыль	146	146	0,0%
Рентабельность по EBITDA	42,3%	41,5%	0,8 пп
Операционная рентабельность	13,1%	20,6%	-7,5 пп
Чистая рентабельность	6,8%	5,7%	1,1 пп
Денеж. поток до измен. в ОК	813	1 309	-37,9%
Чистый операцион. денеж. поток	680	801	-15,1%
CAPEX (без учета лицензий)	209	469	-55,4%
Свободный денежный поток	471	140	x3,4
CAPEX/EBITDA	22,9%	44,0%	-21,1 пп
CAPEX/Выручка	9,7%	18,2%	-8,6 пп
млн долл.	1P16	2015	%
Активы	34 888	33 969	2,7%
в т.ч. денеж. ср-ва	3 635	2 928	24,1%
Долг	10 560	9 686	9,0%
доля краткосрочного долга	23,9%	18,3%	5,6 пп
Чистый долг	6 925	6 758	2,5%
Капитал	4 442	4 198	5,8%
Долг/EBITDA LTM	2,9x	2,5x	-
Чистый долг/EBITDA LTM	1,9x	1,7x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	4,8x	4,9x	-
Долг/Капитал	2,4x	2,3x	-

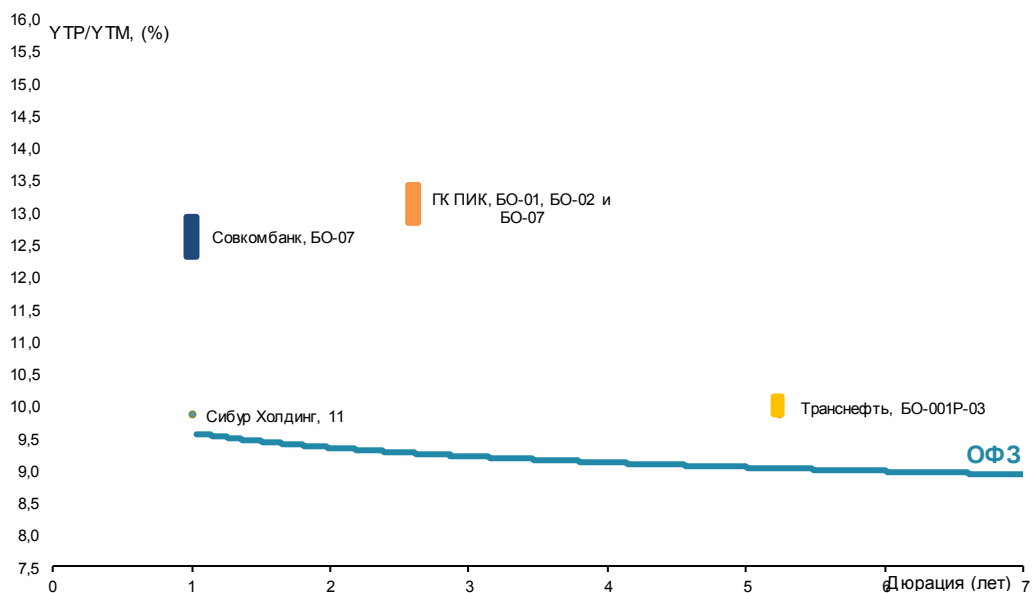
Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

## 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	Оферта/ Погашение
СИБУР Холдинг, 11	- / Va1 / BB+	да	10 000	9,88	26.07.2016	03.08.2016	нет / 2,67 г	3 г / 10 лет
ГК ПИК, БО-01, БО-02 и БО-07	V / - / -	да	10 000	12,89-13,42	03.08.2016	05.08.2016	нет / 2,6 г	3 г / 10 лет
Совкомбанк, БО-07	V / - / V+	да	5 000	12,36-12,89	03.08.2016	05.08.2016	нет / 1 г	1 г / 5 лет
Транснефть, БО-001P-03	BB+ / Va1 / -	да	10 000	9,88-10,09%	02.08.2016	08.08.2016	нет / 5,24 г	нет / 7 лет

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

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
МОЭСК, БО-6	BB- / Va2 / BB+	да	5 000	3 / 100%	10,04-10,25	9,88	28.07.2016	нет / 3,4 г
РГС Недвижимость, БО-П05	V+ / - / -	да	2 000	н/д / 100%	н/д	12,89	28.07.2016	нет / 1 г
ВЭБ, ПБО-001P-04	BB+ / Va1 / BBB-	да	20 000	1,75 / 100%	10,78-11,04	10,41	26.07.2016	нет / 2,65 г
Банк ДельтаКредит, БО-26	- / Va2 / BBB-	да	7 000	3 / 100%	10,88-11,09	10,57	21.07.2016	нет / 2,64 г
Мостотрест, 07	- / Va3 / -	да	10 000	3,4 / 100%	12,63-12,89	11,83	19.07.2016	нет / 2,61 г
Фольксваген банк Рус, 10	BB+ / - / BBB+	да	5 000	3 / 100%	10,25-10,46	10,2	12.07.2016	нет / 2,28 г
Транснефть, БО-001P-02	BB+ / Va1 / -	да	10 000	н/д / 100%	н/д	9,88	08.07.2016	нет / 5,24 г
ЭР-Телеком Холдинг, 001P-01	- / B2 / -	да	3 000	н/д / 100%	12,63-13,16	13,16	06.07.2016	нет / 2,58 г
Магнит, 001P-04	BB+ / - / -	да	10 000	н/д / 100%	10,25-10,51	10,25	05.07.2016	нет / 1,43 г
Рено-Ниссан банк, 01	- / - / BB+	да	5 000	2,6 / 100%	10,88-11,2	10,67	05.07.2016	нет / 1,85 г
ТрансФин-М, БО-27	V / - / -	да	2 600	н/д / 52%	н/д	13,42	04.07.2016	нет / 1 г
Тинькофф Банк, БО-07	- / B2 / V+	да	3 000	н/д / 60%	12,04-12,1	12,04	30.06.2016	нет / 1,41 г
РСГ-Финанс, БО-10	V / - / -	да	1 000	н/д / 100%	14,76-15,3	15,03	24.06.2016	нет / 3,72 г
ГТЛК, БО-02 (допвыпуск)	V+ / Va2 / BB-	да	4 710	1,9 / 100%	13,14 - 13,61	13,14	30.06.2016	нет / 1,28 г
ЯмалСтройИнвест, 01	NR	нет	2 900	н/д / 100%	н/д	15,03	29.06.2016	нет / 3,65 г
АКБ Пересвет, БО-П05	V+ / - / V+	да	5 000	н/д / 100%	13,96-14,49	13,96	29.06.2016	нет / 3,78 г
РЖД, 42	BB+ / Va1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9,94	28.06.2016	нет / 6,62 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>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Виталий Киселев	<a href="mailto:v.kiselev@zenit.ru">v.kiselev@zenit.ru</a>
<b>Управление продаж</b>		<a href="mailto:bondsales@zenit.ru">bondsales@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Акции	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
<b>Управление рынков долгового капитала</b>		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
<b>Департамент доверительного управления активами</b>		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
	Иван Рыжиков	<a href="mailto:i.ryzhikov@zenit.ru">i.ryzhikov@zenit.ru</a>
Доверительное управление активами	Яков Петров	<a href="mailto:y.petrov@zenit.ru">y.petrov@zenit.ru</a>

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.