Банк Москвы

Акции

Телекоммуникации

VimpelCom Ltd.

Уже не тот Вымпелком

Горячих Кирилл

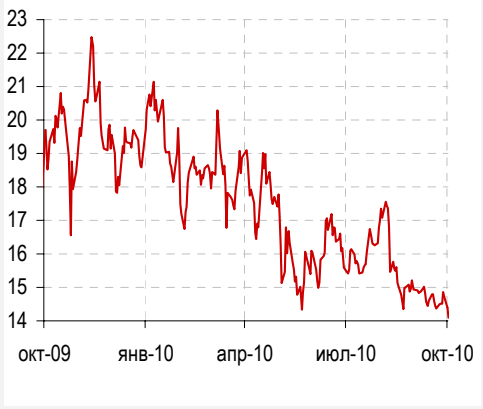
Goryachih_KA@mmbank.ru

- Вчера VimpelCom Ltd. договорился о покупке 51.7 % OTH и 100 % Wind Telecommunicazioni. В результате будет создан пятый в мире мобильный оператор по размеру абонентской базы с годовой выручкой более $ 21 млрд, около 35 % которых будет приходиться на Россию. Чистый долг объединенной компании составит $ 24 млрд, что эквивалентно коэффициенту чистый долг/EBITDA 09 на уровне 2.5x. Со структурой сделки можно ознакомиться в Приложении.
- Условия сделки и последующая реакция рынка на данное событие оставили нам двойственное впечатление. С одной стороны наши оценки стоимости приобретаемых VimpelCom активов указывают на то, что в текущих котировках бумаг компании уже заложен даже самый худший вариант развития событий – национализация Алжирской дочки OTH «Djezzy».
- С другой стороны, мы отмечаем небывалый масштаб сделки. Из ориентированной на рынки России и СНГ компании VimpelCom Ltd. превратится в глобального игрока. Учитывая тот факт, что ранее данная стратегия не была реализована еще ни одной российской компанией, мы считаем, что возросшие риски, связанные с инвестициями в VimpelCom Ltd., должны быть подвергнуты более тщательному анализу. Тот факт, что компания разочаровала своих миноритариев, может нанести ей серьезный репутационный урон и еще долгое время отпугивать инвесторов, даже несмотря на фундаментальную недооценку стоимости оператора.
- Наша оценка приобретаемых активов, построенная исходя из рыночных цен и мультипликаторов сопоставимых компаний, находится на уровне $ 5.6 млрд. При этом проблемную «дочку» OTH «Djezzy», работающую в Алжире и занимающую более половины EBITDA OTH, мы оцениваем в $ 2.7 млрд.
- Если предположить, что проблемы Djezzy в Алжире выльются в национализацию данного оператора и полную утрату этого актива для VIP, потери российского оператора, по нашим оценкам, составят 6.6-2.9 = $ 3.7 млрд, что эквивалентно 16.5 % капитализации VimpelCom. При этом после появления информации о сделке капитализация VimpelCom Ltd. в общей сложности уже снизилась на 20.5 %.
- Если предположить, что вероятность полной потери Djezzy для VimpelCom составляет 50 %, то по нашим оценкам, потери VimpelCom составят 10-12 % капитализации. Таким образом, учитывая тот факт, что после появления информации о сделке бумаги упали на 20.5 %, можно сделать вывод о том, что рынок оценивает репутационные риски VIP более чем в $ 2 млрд.
- Учитывая все вышеуказанные соображения **мы отзываем нашу рекомендацию по бумагам VimpelCom Ltd. для более тщательного анализа** рисков и перспектив инвестирования в акции компании.

Основные данные

Код NYSE	VIP
Цена ADR $	14.1
Капитализация $ млн	18 206
EV $ млн	22 308
Целевая цена $	пересмотр

Динамика акций



Финансы и прогнозы

в млн. $	2008	2009	2010 П
Выручка	10 117	8 703	11 594
EBITDA	4 417	4 273	5 528
Прибыль	524	1 122	1 955
EV/EBITDA	5.1	5.2	4.0
EV/S	2.2	2.6	1.9
P/E	34.7	16.2	9.3
Рентабельность			
По EBITDA	*43.7%*	*49.1%*	*47.7%*
Чистая	*5.2%*	*12.9%*	*16.9%*

Акционеры

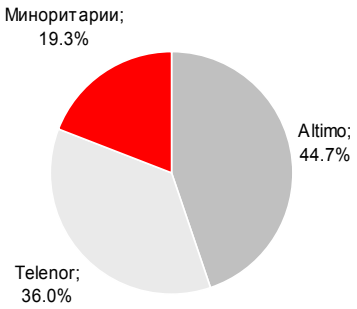
	Доля %
Altimo	44.0
Telenor	29.9
Казначейские акции	1.1
Прочие	25.0

Условия сделки по приобретению VimpelCom Ltd. Weather Invesments

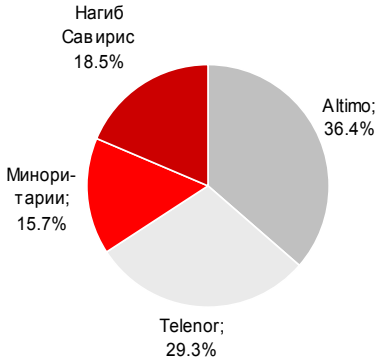
20 % объединенной компании + $ 1.8 млрд.	=	51.7 % OTH + 100 Wind	-	Часть активов в Египте, Северной Корее, Италии и Греции
$ 6.6 млрд		$ 5.6 млрд.		Цена несущественна

Источники: данные компании, оценки Аналитического Департамента Банка Москвы

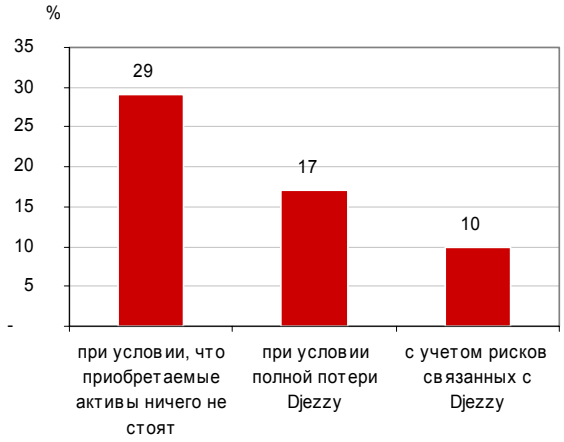
Структура акционеров VimpelCom ltd. до сделки



Структура акционеров VimpelCom ltd. после сделки



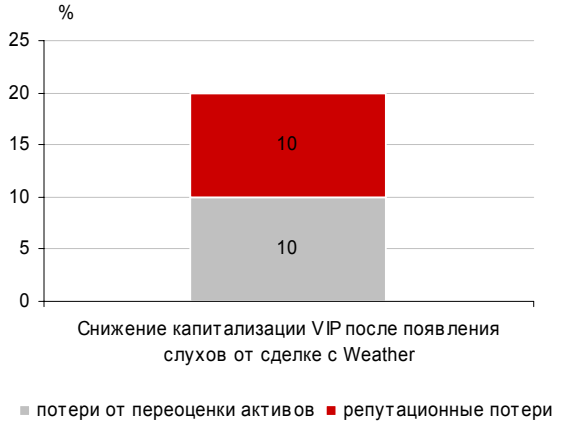
Оценка потерь VimpelCom Ltd. от сделки по приобретению Weather в % от капитализации компании



Ичтоник: оценки аналитического департамента Банка Москвы

* оценка капитализации VimpelCom Ltd. бралась до появления слухов о сделке ($ 22.5 млрд.)

Снижение капитализации VimpelCom Ltd. с момента появления слухов о сделке в %.



Ичтоник: оценки аналитического департамента Банка Москвы

* оценки капитализации VimpelCom Ltd. брались до появления слухов о сделке ($ 22.5 млрд.) и на момент вчерашнего закрытия торгов ($ 18.2 млрд.)

Финансовые показатели и оценка участвующих в сделке активов.

	Оценка капитализации $	Вид оценки	EV/EBITDA 10	Чистый долг/EBITDA	Чистый долг	EBITDA 10 П
51.7 % OTH	2.48	рыночная	5.5	2.6	4.6	1.8
Wind	3.1	мультипликатор	5	3.9	11.0	2.8
VimpelCom Ltd.	18.7	рыночная	4.1	0.7	4	5.5
51.7 % Djezzy	2.7	мультипликатор				1.1
Объединенная компания	24.28	рынок + мультип.	**4.4**	2.2	19.6	10.1
Развивающиеся рынки			6			
Развитые рынки			5.5			
МТС			4.9			

Источники: данные компаний, Bloomberg, оценки Аналитического Департамента Банка Москвы

Банк Москвы

Контактная информация

Аналитический департамент
Тел: +7 495 925 80 00
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, Экономика
Тремасов Кирилл, к.э.н
Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ
Борисов Денис, к.э.н
Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван
Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

Банки, денежный рынок
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор
Купеев Виталий
Kupeev_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации
Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.