



20 февраля 2021 г.

Рынок корпоративных облигаций

VEON: возвращение к росту

VEON (BB+/-/BBB-) опубликовал результаты за 2020 г. и представил прогноз на 2021 г., который подразумевает рост выручки и EBITDA в пределах 6% г./г. без учета влияния валютных колебаний и отношение операционных капвложений к выручке на уровне 22-24%, что примерно совпадает с показателем 2020 г.

Ключевые показатели деятельности показывают органический рост

Выручка VEON сократилась в 4 кв. на 11% г./г. в долларовом выражении, но без учета влияния валютных курсов ее динамика вышла в положительную зону (+1,4% г./г.). EBITDA также продемонстрировала незначительный рост – на 0,8% г./г. без учета валютных курсов, но в долларах снижение составило 12% г./г. Свободный денежный поток в 4 кв. 2020 г. стал отрицательным (-8 млн долл.) из-за традиционно высокой инвестиционной нагрузки в конце года, однако по итогам 2020 г. он достиг 357 млн долл.

Сервисная выручка в России демонстрирует признаки роста

Выручка на российском рынке в 4 кв. снизилась на 2% г./г., однако VEON отметил, что в декабре 2020 г. мобильная сервисная выручка, скорректированная на роуминг и контентные услуги, показала нулевую динамику г./г., а в начале 2021 г., по утверждениям менеджмента, вышла в положительную зону. Руководство VEON расценивает конкурентную среду на российском рынке как рациональную и не планирует предпринимать агрессивных ценовых действий для захвата доли рынка. При этом компания продолжит активно инвестировать в строительство сетей для достижения целевого показателя проникновения услуг 4G в 75% против порядка 50% по состоянию на конец 2020 г.

Повышение долговой нагрузки на фоне оптимизации долгового портфеля

Долговая нагрузка в 4 кв. 2020 г. несколько выросла по сравнению с 3 кв. 2020 г.: соотношение Чистый долг/EBITDA составило 2,3x по сравнению с 2,1x кварталом ранее из-за повышенной инвестиционной активности. При этом в течение 2020 г. проводились мероприятия по оптимизации долгового портфеля, в результате которых средневзвешенная ставка снизилась на 150 б.п. г./г. до 5,9%, что выразилось в снижении процентных расходов примерно на 100 млн долл. в год. Средневзвешенный срок заимствования был увеличен с 2,4 г. до 3,5 лет.

Отказ от дивидендов за 2020 г. окажет позитивное влияние на долговую нагрузку

Менеджмент VEON подтвердил намерение не выплачивать дивиденды по итогам 2020 г., что может позитивно сказаться на долговой нагрузке. При этом компания продолжает придерживаться принципов дивидендной политики, подразумевающей выплату 50% свободного денежного потока в виде дивидендов. В случае, если в 2021 г. не будут выплачиваться промежуточные дивиденды, мы оцениваем потенциал снижения долговой нагрузки в 0,1-0,2 по коэффициенту Чистый долг/EBITDA.

**Фокус на 2021 г.: 4G,
цифровые сервисы,
башенная
инфраструктура**

В 2021 г. VEON продолжит фокусироваться на инвестициях в сети 4G для достижения целевого покрытия в 75% против 38% в 2020 г. По заявлениям руководства, на это может уйти 2-3 года, в течение которых сохранится повышенная инвестиционная нагрузка. Другим приоритетом является развитие цифровых сервисов, причем на некоторых рынках, например, в России и Казахстане, компания планирует сфокусироваться на определенных направлениях, таких как финансовые и рекламные технологии, а также OTT-видео. В Пакистане и Бангладеш холдинг планирует придерживаться более целостного, экосистемного подхода к инвестициям в цифровые сервисы на базе уже имеющихся крупных сегментов бизнеса (например, JazzCash в Пакистане). Кроме того, VEON планирует заняться оптимизацией башенного портфеля, который включает в себя порядка 50 тыс. конструкций на рынках присутствия, рассматривается и возможность монетизации части портфеля.

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2020	4 кв. 2019	изм.	2020	2019	изм.
Выручка	1 998	2 254	-11%	7 980	8 863	-10%
ЕБИТДА	826	935	-12%	3 453	4 215	-18%
Рентабельность по ЕБИТДА	41,4%	41,5%	-0,1п.п.	43,3%	47,6%	-4,3п.п.
Чистая прибыль/убыток	8	22	-64%	-349	622	-
Операционный поток	568	662	-14%	2 443	2 949	-17%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-500	-501	0%	-1 910	-1 888	+1%
Капвложения	-958	-684	+40%	-2 383	-2 081	+15%
Финансовый поток	590	-171	-	-103	-1 639	-94%

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2020	30 сент. 2020	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 056	9 170	+10%
Краткосрочный долг	1 224	2 109	-42%
Долгосрочный долг	8 832	7 061	+25%
Чистый долг	7 987	7 520	-8%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,3x	2,1x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

На рынке евробондов кредитные спреды по выпускам VIP 24 с YTM 2,02% и VIP 25 с YTM 2,25% составляют 110 б.п. и 50 б.п., что соответствует 12М средним значениям. Выпуски не интересны для удержания до погашения: доходности являются одними из самых низких в сегменте среднесрочных и коротких бумаг РФ с умеренными кредитными рисками (у многих бумаг металлургического сектора доходности выше). Кроме того, стоит учитывать валютный риск, который возникает в связи с особенностями налогообложения в РФ (даже небольшое обесценение рубля транслируется в налог на прирост стоимости, который нивелирует всю долларовую доходность). Таких особенностей нет в суверенных бумагах РФ (наш выбор - Russia 28, 30).

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экспорт в 2020 г. пострадал из-за пандемии и ОПЕК++	20.01.2021
Нефть на распутье	19.01.2021
Восстановление экономики в 2021 г. не обойдется без роста импорта	18.01.2021
ВВП: 4 квартал уже вряд ли обернется провалом	23.12.2020
Расходы потребителей сделали шаг назад перед Новым годом	22.12.2020
Производство в ноябре: рывок на фоне второй волны	17.12.2020
Рынок нефти: временная коррекция не переломит тренд на восстановление	16.12.2020
ВВП в 3 кв.: еще без симптомов второй волны	15.12.2020
Инвестиции вновь тянут импорт вверх	08.12.2020

Инфляция

Цены на автомобили «разогнались» к концу января	21.01.2021
Инфляция вызывает все больший пессимизм ЦБ	14.01.2021
Инфляция вернется к цели ЦБ к концу года	13.01.2021
Продуктовая инфляция взмыла вверх, как в апреле, и тоже не из-за курса рубля	07.12.2020

Монетарная политика ЦБ

ЦБ решил не смягчать политику на фоне антиинфляционной политики властей	21.12.2020
Озабоченность властей ростом цен может отложить смягчение ДКП	18.12.2020
ЦБ вновь подтверждает сигнал на смягчение политики в будущем	10.12.2020

Бюджетная политика

Минфин ускоряет исполнение расходов под конец года	11.12.2020
--	------------

Рынок облигаций

Аукционы: участники не готовы наращивать позиции в ОФЗ	14.01.2021
Ожидание санкций транслировалось в премию по госбумагам РФ	13.01.2021
Аукционы: Минфин «налагает» на классику, но не готов давать премию	09.12.2020
Аукционы: общий позитив обходит стороной рублевый рынок	02.12.2020

Валютный и денежный рынок

Курс рубля имеет значительную премию за ожидаемые санкции	15.01.2021
Платежный баланс: в ноябре у ЦБ опять получился минус	14.12.2020

Банковский сектор

Банковский сектор оказал значительную поддержку рублю в ущерб своей валютной ликвидности	03.12.2020
--	------------



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Газпром
Газпром нефть
Лукойл

Новатэк
Роснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
ПМХ/Кокс
Металлоинвест
ММК
НЛМК

Норильский Никель
Русал
Северсталь
ТМК
Polyus
Petrovavlovsk

Телекоммуникации и медиа

VEON
Мегафон

МТС
Ростелеком

Электроэнергетика

Русгидро

ФСК

Розничная торговля

X5
Магнит

Лента
О'Кей

Прочие

АФК Система



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836
Егор Макеев		(+7 495) 221 9851
Михаил Солодов		(+7 495) 221 9852
Всеволод Остапов		(+7 495) 721 9900 доб. 5021
Андрей Захаров		(+7 495) 721 9900 доб. 5520
Григорий Чепков		(+7 495) 721 9900 доб. 8156

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9847

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716
Павел Еремеев		(+7 495) 721 9900 доб. 5793



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer?sessionId=XgiCnWE3tsXlRvNCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.