



Vodafone Украина (-/B/B): оценка справедливой доходности еврооблигаций

Vodafone Украина (-/B/B), до недавнего времени телекоммуникационное подразделение МТС на Украине (в декабре 2019 г. 100% акций было продано азербайджанской Bakcell Group), проводит роуд-шоу дебютных евробондов, номинированных в долларах США. Срок обращения нот ожидаемо составит пять лет. Прайсинг по сделке пока не известен. Книга предположительно запланирована на начало следующей недели, 3 февраля. Целью выпуска облигаций станет рефинансирование бридж-кредита, привлеченного новым собственником для выкупа долей компании у МТС (\$484 млн).

ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ ОБЛИГАЦИЙ

Композитный рейтинг Vodafone Украина находится на одном уровне с суверенным. В то же время облигации компании справедливо должны торговаться с премией к государственной кривой, которая будет учитывать кредитный риск и дебют. На сопоставимом временном горизонте также расположены корпоративные бонды таких украинских эмитентов как Метинвест (Metinvest 26 YTM 6,58%) и Нафтогаз (Naftogaz 26 YTM 6,38%). Спред между Vodafone и Метинвестом должен составлять примерно 50 б.п. с учетом существенно больших масштабов бизнеса и более высокого кредитного рейтинга второго эмитента. Таким образом, нижнюю границу справедливой доходности дебютных еврооблигаций Vodafone мы оцениваем на **уровне 7%**. На этом же уровне находится кривая глобальных эмитентов телекоммуникационного сектора с рейтингом single-B для пятилетней дюрации.

КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ

Vodafone — второй по величине оператор сотовой связи на Украине по числу абонентов с долей рынка порядка 37%. Компания была основана в 1992 г., под брендом Vodafone работает с 2015 г. после заключения стратегического соглашения с Vodafone Group (срок действия до 2025 г.). С конца 2019 г. конечным бенефициаром компании выступает азербайджанский холдинг NEQSOL (владеет крупнейшим в стране телеоператором Bakcell), принадлежащий Насибу Хасанову. С 2018 г. компания развивает собственную розничную сеть, которая на данный момент насчитывает 617 магазинов (добавляют к выручке чуть больше 5%).

По итогам 9M19 выручка Vodafone составила примерно \$462 млн (+23% г/г). Рентабельность по показателю OIBDA стабильно находится на высоком уровне – 53% по состоянию на начало октября 2019 г. Долговая нагрузка компании до смены акционера выглядела весьма скромно. Соотношение чистый долг/OIBDA по итогам 9M19 оценивалось в 0,2х. Основную часть обязательств составляли договоры аренды. Общий долг за январь-сентябрь

2019 г. сократился почти в два раза, до \$138 млн. Для финансирования покупки 100% акций компании в декабре 2019 г. NEQSOL привлек бридж-кредит на сумму \$484 млн. Таким образом леверидж вырос до 1,7х (чистый долг/EBITDA). Ковенанты по дебютному выпуску еврооблигаций ограничивают долговую нагрузку Vodafone Украина на уровне 2,5х.

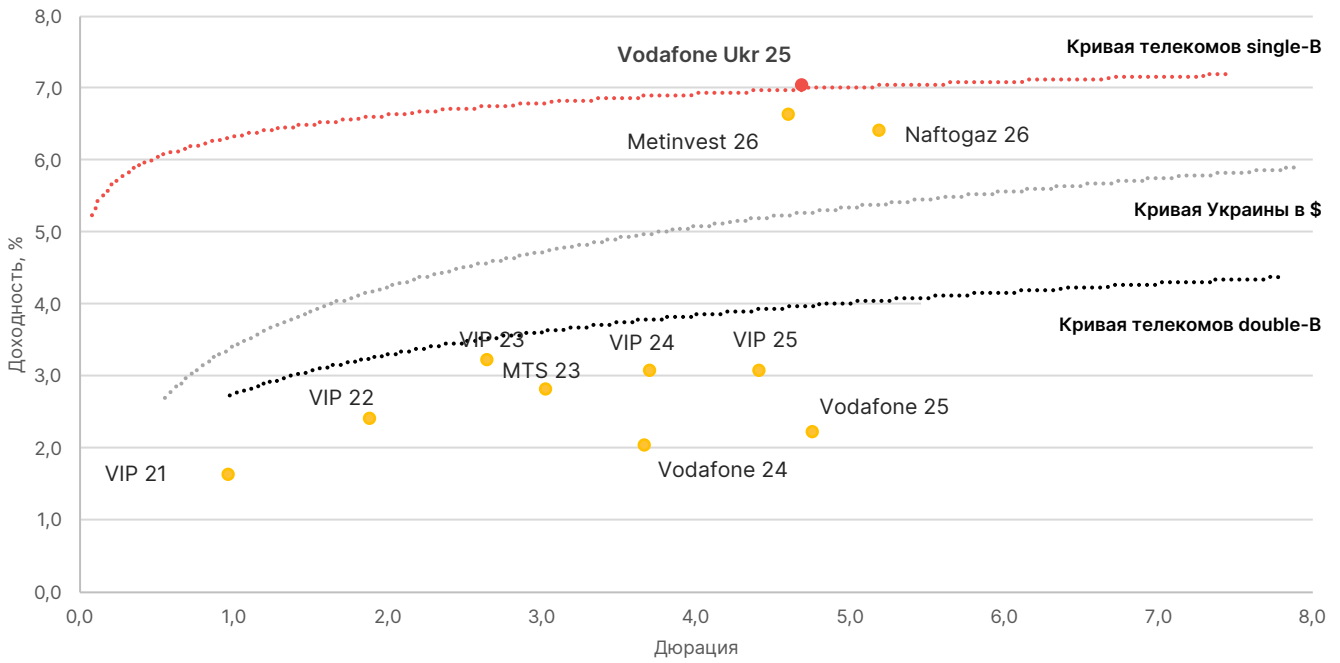
Среди основных **факторов поддержки** кредитного профиля мы выделяем устойчивые кредитные метрики, что подтверждается (и в то же время ограничивается) кредитным рейтингом на уровне суверенного, сильные рыночные позиции, высокую узнаваемость бренда, продолжающийся рост проникновения сотовой связи на территории Украины, низкую цикличность телекоммуникационного сектора. В качестве **главных рисков** мы можем отметить небольшой размер компании по сравнению с аналогами из других стран, неопределенность дальнейшей стратегии развития в связи с недавней сменой акционера, слабый экономический рост и политические риски Украины.

КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	Vodafone Ukr	МТС	VEON
\$ млн	9M19	9M19	9M19
Выручка	462	5,967	6,609
OIBDA	244	2756	3,280
Рентабельность OIBDA	53%	46%	50%
Чистая прибыль	71	781	635
Активы	975	13,961	15,663
Общий долг	138	8,561	9,571
Чистый долг	55	7,738	8,252
Капитал	548	754	2,173
Чистый долг/OIBDA	0.17	2.1	1.9

Источник: данные компаний, оценка ITI Capital

КАРТА ОБЛИГАЦИЙ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОГО СЕКТОРА



Источник: Bloomberg, ITI Capital

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Алексей Салтыков | Руководитель управления торговых операций | Alexey.Saltykov@iticapital.com

Михаил Дуров | Треjder по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью |

Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Анна Куприянова | Руководитель аналитического отдела по акциям | Anna.Kupriyanova@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Кирилл Сосов | Аналитик | Kirill.Sosov@iticapital.com

Никита Косых | Аналитик | Nikita.Kosykh@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | Oleg.Makarov@iticapital.ru

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее – Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен 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. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, 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. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

ТЕЛЕФОН:

(495) 933–32–35 | 8 800 200–32–35

ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<http://www.iticapital.ru/>