Банк Москвы

Акции

Телекоммуникации

# Фиксированная связь

## Новый Ростелеком: IPO Мегафона?

**Горячих Кирилл**

Goryachih_KA@mmbank.ru

**Мы считаем текущие уровни по обыкновенным акциям Ростелекома высокими. После корректировки наших моделей из-за изменения в макроэкономических прогнозах, целевая цена по данным бумагам составила $ 4.1, что предполагает 15%-ный потенциал снижения. На текущий момент Новый Ростелеком торгуется с коэффициентом 4.5x EV/EBITDA 11, что соответствует 12%-ной премии к аналогам.**

**Наши расчеты свидетельствуют о том, что акции МРК оценены адекватно. Инвесторы, купившие бумаги данных компаний по текущим ценам, смогут войти в объединенный Ростелеком по мультипликатору 4x EV/EBITDA 11, что находится на уровне сопоставимых компаний.**

- Уходящий год можно смело назвать историческим на российском рынке фиксированной связи. Свое окончательное очертание приняла долгожданная реформа Связьинвеста, что вызвало настоящее ралли в бумагах МРК. За последние два года акции соответствующих компаний взлетели более чем в 7 раз, причиной чему стала структура реорганизации госхолдинга, которая предполагала высокую оценку межрегиональных компаний связи.
- В 2010 г. инвесторы обращали мало внимания на фундаментальные характеристики операторов фиксированной связи, главным образом фокусируясь на ходе самой реформы. Между тем, после завершения процесса реорганизации Связьинвеста реальный free float нового Ростелекома составит около $ 4-5 млрд, что приведет к существенному расширению круга инвесторов «российского национального чемпиона», которые будут ориентироваться именно на финансовые показатели объединенной компании.
- В ближайшие годы основное внимание следует уделить стратегии Ростелекома, а именно его планам по развитию мобильной связи, в том числе беспроводной передачи данных. Выход на вышеуказанные рынки практически с нуля обернется высоким уровнем CAPEX. При этом данные вложения (даже если будут частично профинансированы государством), учитывая высокий уровень конкуренции, могут не привести к росту денежного потока.
- Другой вариант стратегии предполагает выход на рынки мобильной связи через M&A. В этом случае наиболее вероятным кандидатом на слияние с Ростелекомом нам видится показавший впечатляющие темпы роста в уходящем году Мегафон. Однако при реализации такого сценария мы не считаем, что миноритариям нового Ростелекома стоит рассчитывать на сверхвыгодные условия сделки.
- По нашим оценкам, в 2011 г. около 30 % выручки «национального чемпиона» будет приходиться на снижающиеся (CAGR 11-16 -10 %) доходы от услуг МГ и МН связи, а также присоединения и пропуска трафика. В остальных сегментах в данный период мы ожидаем средних темпов увеличения доходов на уровне 6 %. Локомотивом роста выступит сегмент передачи данных. Однако чтобы достичь такой динамики, Ростелекому придется поддерживать CAPEX на уровне не менее 20 % доходов.
- Наша модель предполагает CAGR выручки в 2011-2016 гг. на уровне 2.5 %, а рентабельность EBITDA – 39-41 %. При оценке префов мы используем дисконт 23 %.

### Основные данные

| | |
|---|---|
| Код Bloomberg | RTKM |
| Цена за акцию | 4.8 |
| Капитализация $ млн | 14 107 |
| EV $ млн | 18 407 |
| Целевая цена $ | 4.1 |
| Потенциал % | -15% |
| Рекомендация | Продавать |

### Основные данные

| | |
|---|---|
| Код Bloomberg | RTKM |
| Цена за акцию | 2.65 |
| Целевая цена $ | 3.16 |
| Потенциал % | 19% |
| Рекомендация | Держать |

### Динамика обыкновенных акций



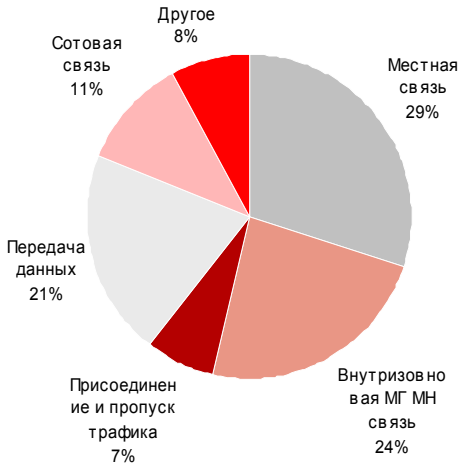

### Финансы и прогнозы

| в млн. $ | 2011 П | 2012 П |
|---|---|---|
| Выручка без учета межсегментных продаж | 10 201 | 10 516 |
| EBITDA | 4 080 | 4 311 |
| EV/EBITDA | 4.5 | 4.3 |
| EV/S | 1.8 | 1.8 |
| Рентабельность | | |
| По EBITDA | *40.0%* | *41.0%* |

### Акционеры

| | Доля % |
|---|---|
| Государство | >50% |
| free float | <50% |

**Структура выручки нового Ростелекома**



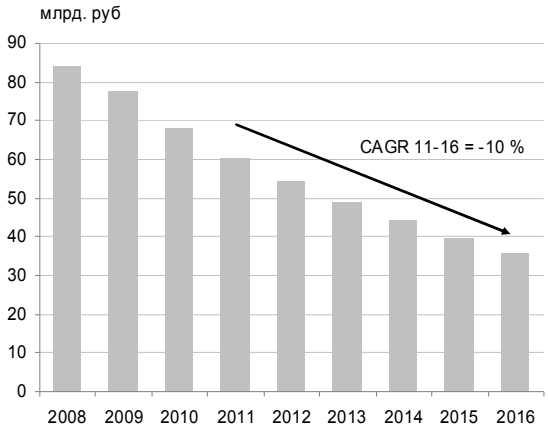

Источники: данные компаний, оценки Аналитического Департамента Банка Москвь

## МГ и МН связь: падение продолжится

Доходы в сегменте внутризоновой, МГ и МН связи, а также от присоединения и пропуска трафика падают уже третий год подряд. Мы ожидаем, что данная динамика продолжится, что будет вызвано следующими факторами:

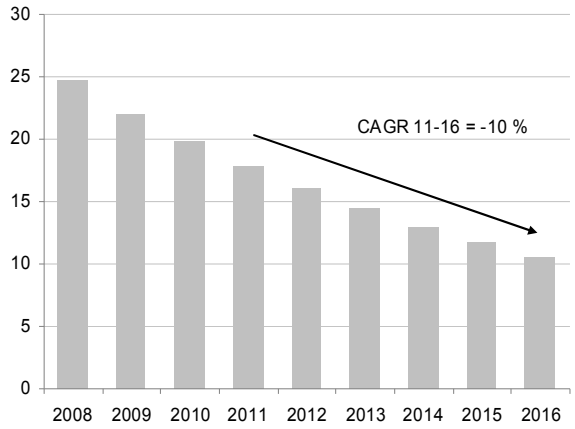
- Оттоком абонентов в сети мобильных операторов, а также в Интернет (такие программы как Skype). На данный момент цены на МГ и МН связь у мобильных операторов уже практически сравнялись с тарифами МРК и Ростелекома, а через связь Skype можно и вовсе звонить бесплатно. Дальнейшее снижение средней стоимости минуты разговора вместе с ростом проникновения Интернета негативно скажется на доходах «национального чемпиона».
- Строительством зоновых сетей передачи данных мобильными операторами, пропускная способность которых выше, и сопровождающимся уходом в них клиентов МРК.

**Выручка от внутризоновой, МГ и МН связи**




Источники: данные компаний, оценки Аналитического Департамента Банка Москвы

**Выручка от присоединения и пропуск трафика**

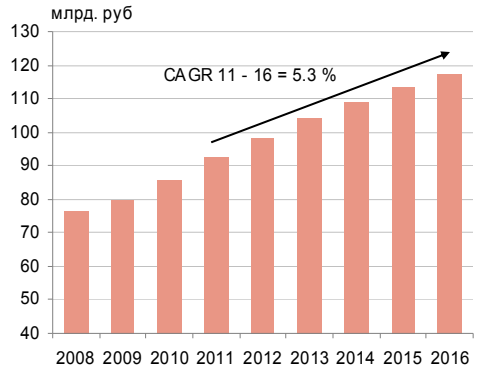



Источники: данные компаний, оценки Аналитического Департамента Банка Москвы

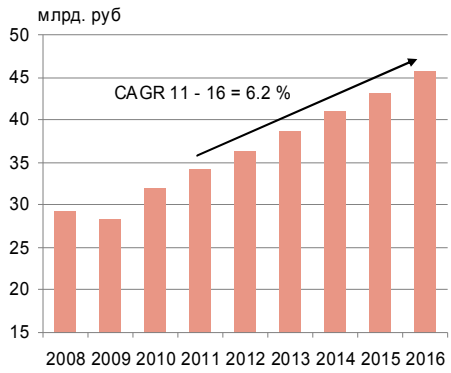
## Передача данных: локомотив роста

- Доходы Ростелекома в сегменте местной связи, по нашим оценкам, будут увеличиваться со средними темпами роста 5.3 %, что ниже инфляции. Несмотря на ежегодный рост тарифов, будет наблюдаться снижение трафика из-за оттока абонентов в сети мобильных операторов.
- Выручка от сотовой связи, по нашим оценкам, покажет более существенный рост. Компании мобильной связи МРК имеют прочные позиции в регионах присутствия и год от года демонстрируют рост ARPU.
- Локомотивом роста выручки нового Ростелекома станут доходы от передачи данных, главным образом от предоставления услуг ШПД физлицам.

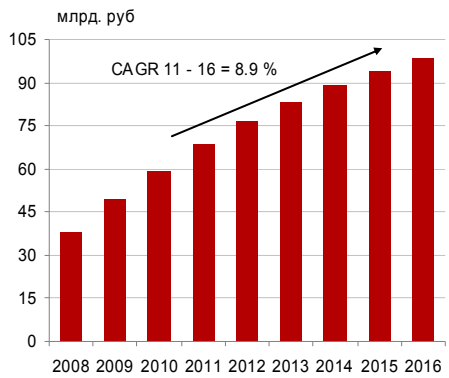
**Выручка от местной связи**




**Выручка от сотовой связи**




**Выручка от передачи данных**




Источники: данные компаний, оценки Аналитического Департамента Банка Москвы

## Рынок ШПД физлиц: технологическая отсталость – главный источник CAPEX

Россия существенно отстает от развитых стран по проникновению Интернета. В то время как в Норвегии, Дании и Японии ШПД пользуются более 80 % домохозяйств, в России данный показатель составляет лишь 30 %, а в регионах и того меньше – 21 %. По нашим оценкам, в ближайшее годы отставание существенно сократится. Мы ожидаем средние темпы роста абонентской базы в России в 2011-2015 гг. на уровне 15 %.

Новый Ростелеком является лидером рынка ШПД физлиц в регионах, обслуживая 57.6 % абонентов. Однако доля оператора снижается по мере выхода в данный сегмент конкурентов. Среди причин такой динамики мы выделяем:

- Предоставление услуги ШПД МРК по технологии xDSL, которая имеет существенные ограничения по скорости, требует установки дополнительного оборудования абонентами, а также не дает возможности пользоваться локальной сетью.
- Низкий уровень сервиса и обслуживания абонентов большинством компаний МРК.

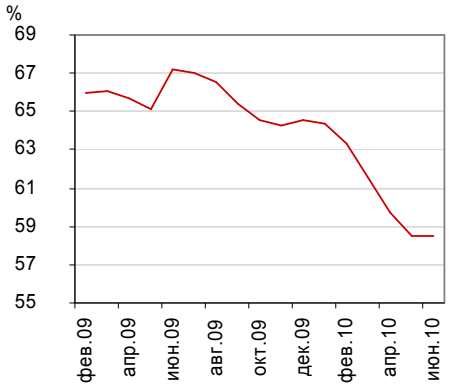
В ближайшие годы мы ожидаем:

- Средние темпы роста доходов Ростелекома от передачи данных составят 9 %, что, учитывая снижение ARPU, будет соответствовать рынку.
- Увеличение капитальных затрат оператора для ликвидации технологической отсталости своих сетей. По нашим оценкам, учитывая затраты на поддержание своей самой протяженной в России магистральной сети и продолжающуюся цифровизацию станций, CAPEX в следующие 3 года не опустится ниже 20 % выручки.

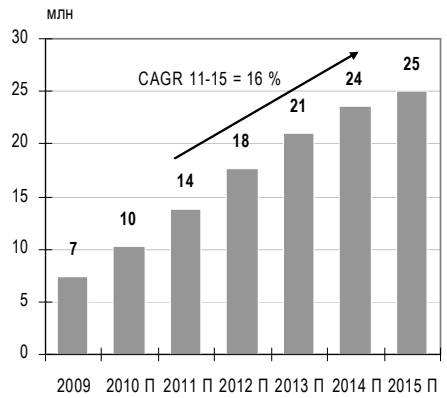
**Структура рынка ШПД в регионах**




**Доля рынка Ростелекома в регионах (млн абонентов)**




**Динамика рынка ШПД в регионах**




Источники: данные компаний, AC&M Consulting, оценки Аналитического Департамента Банка Москвы

## Рентабельность EBITDA: темпы роста приостановятся

В последние годы МРК существенно увеличили показатель рентабельности EBITDA, причиной чему стала цифровизация сети компаний, что позволило им снизить расходы на персонал. На данный момент процесс перехода на цифровую связь в большинстве МРК уже близок к завершению, поэтому мы не ожидаем существенного роста рентабельности нового Ростелекома. При этом по мере увеличения доли услуг ШПД в выручке показатель маржи будет снижаться из-за невысокой рентабельности данного бизнеса по сравнению с телефонией.

| Компания | Уровень цифровизации | Рентабельность EBITDA 2010 П |
|---|---|---|
| УралСвязьИнформ | 79% | 43% |
| ВолгаТелеком | 81% | 45% |
| ЦентрТелеком | 68% | 47% |
| СибирьТелеком | 84% | 41% |
| СЗТ | 68% | 49% |
| ЮТК | 74% | 42% |
| Дальсвязь | 85% | 36% |
| Ростелеком | | 19% |

Источники: данные компаний, оценки Аналитического Департамента Банка Москвы

## Миф об LTE

Для того чтобы предоставлять услуги мобильного Интернета на высоких скоростях, недостаточно иметь требуемые для этого частоты и соответствующее оборудование. К примеру, многие страны Европы далеки от технологии LTE, так же как Россия, однако скорости беспроводного Интернета в них на порядок выше. Данный факт объясняется более высоким качеством зоновых сетей мобильных операторов (не путать с магистральными). Для того чтобы в России услуга мобильного Интернета предоставлялась на высоких скоростях, оператором требуются миллиарды долларов капитальных вложений в инфраструктуру (главным образом прокладка оптоволокна к базовым станциям). При этом если компании «большой тройки» обновили часть своих сетей, то МРК к этому даже не приступали (за некоторым исключением).

Более того, на данный момент наиболее обсуждаемой темой в телекоммуникационных кругах является вопрос, смогут ли операторы монетизировать те деньги, которые вложили и вложат в инфраструктуру. Иными словами, весь огромный CAPEX сотовый компаний вовсе не обязательно приведет к соответствующему росту их свободного денежного потока в будущем.

Из вышеуказанных соображений мы делаем вывод, что говорить о том, что после окончания реформы Связьинвеста в России появится четвертый мобильный оператор, который составит реальную конкуренцию «большой тройке», преждевременно. Однако вариант объединения «национального чемпиона», например, с лидирующим по темпам роста доходов от беспроводной передачи данных Мегафоном, не кажется нам абсурдным. Вопрос только в том, выиграют ли от этого миноритарии Ростелекома.

## Мультипликаторы сопоставимых компаний

На наш взгляд, следует внимательно отнестись к выбору аналогов для сравнения. Большинство компаний Восточной и Западной Европы являются интегрированными операторами связи, которые предоставляют как услуги мобильной, так и фиксированной связи. При этом около 90 % выручки Ростелекома будет приходиться на фиксированную связь.

| | EV/EBITDA 10 | EV/EBITDA 11 | EV/EBITDA 12 |
|---|---|---|---|
| TELEFONOS DE MEXICO SAB-L | 5.3 | 5.4 | 5.7 |
| TELECOMUNICACOES DE SAO-PREF | 3.6 | 3.5 | 3.6 |
| TELEMAR NORTE LESTE SA-PR A | 3.8 | 3.7 | 3.7 |
| TELECOM ARGENTINA S.A.-B | 4.3 | 3.9 | 3.3 |
| KT CORP | 3.6 | 3.5 | 3.4 |
| BT GROUP PLC | 4.7 | 4.2 | 4.2 |
| Среднее | 4.2 | 4.0 | 4.0 |
| | | | |
| Новый Ростелеком | | 4.5 | 4.3 |
| *премия* | | *12%* | *8%* |

Высокие мультипликаторы Telefonos de Mexico не должны вводить в заблуждение. В 1991 г. компания была приватизирована и таким образом перешла в частное управление, что позволило значительно увеличить эффективность. На наш взгляд, наиболее адекватный мультипликатор для нового Ростелекома составляет 3.5x – 4.2x EV/EBITDA 11.

Наша оценка методом DCF соответствует 4x EV/EBITDA 11 и находится в верхней границе данного диапазона. Мы готовы скорректировать наш целевой уровень, после того как Ростелеком представит свою стратегию развития.

# Оценка DCF

### Прогноз денежного потока

| в млн. руб | 2011 П | 2012 П | 2013 П | 2014 П | 2015 П | 2016 П |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Выручка без учета межсегментных продаж | 295 836 | 304 952 | 312 992 | 319 898 | 326 164 | 332 512 |
| *Темп роста (%)* | *3.1%* | *3.1%* | *2.6%* | *2.2%* | *2.0%* | *1.9%* |
| **EBITDA** | **118 334** | **125 030** | **126 762** | **129 559** | **128 835** | **128 017** |
| *Рентабельность (%)* | *40.0%* | *41.0%* | *40.5%* | *40.5%* | *39.5%* | *38.5%* |
| **EBIT** | **69 496** | **74 967** | **75 864** | **78 192** | **77 239** | **76 059** |
| *Рентабельность (%)* | *23%* | *25%* | *24%* | *24%* | *24%* | *23%* |
| -Налоги на EBIT | 17 374 | 18 742 | 18 966 | 19 548 | 19 310 | 19 015 |
| **NOPAT** | **52 122** | **56 225** | **56 898** | **58 644** | **57 929** | **57 044** |
| + Амортизация | 48 838 | 50 063 | 50 897 | 51 367 | 51 596 | 51 958 |
| - Капвложения | -68 042 | -67 089 | -62 598 | -57 582 | -57 079 | -56 527 |
| (Увеличение)/Уменьшение об. капитала | 450 | 356 | 272 | 154 | 76 | 34 |
| **Чистый денежный поток** | **33 368** | **39 555** | **45 469** | **52 583** | **52 522** | **52 509** |

### Основные предположения

| | |
|---|---|
| WACC | 12.6% |
| Конечный темп роста | **2.0%** |
| Ставка налогообложения | 20% |

### Расчет WACC

| | |
|---|---|
| **Безрисковая ставка:** | **7.3%** |
| Средняя доходность ОФЗ 5 лет | 7.3% |
| **Риск рынка акций** | **4.9%** |
| Специфический риск эмитента | 0.5% |
| Целевой уровень D/(D+E) | 25.0% |
| Бэта | 1.00 |
| Бэта с учетом долга | 1.27 |
| **Стоимость капитала** | **13.5%** |
| Стоимость долга | 10.0% |
| Ставка налога на прибыль | 20.0% |
| **Стоимость долга после налогов** | **8.0%** |
| **WACC** | **12.6%** |

### Оценка DCF

| | |
|---|---|
| Дисконтированный денежный поток | 202 875 |
| Конечная стоимость | 505 278 |
| Приведенная конечная стоимость | 279 150 |
| Стоимость денежных потоков | 482 025 |
| Текущий чистый долг (наличность) | 113 801 |
| Стоимость привелигированных акций | 18 000 |
| Чистая стоимость компании | 350 224 |
| Количество акций (млн.) | 2 939.000 |
| **Стоимость на акцию на конец 2011 г., руб.** | **119** |
| $/руб, среднее в 2009 г. | 29.0 |
| **Стоимость на акцию на начало 2010 г., $** | **4.11** |

### Анализ чувствительности

| Конечный темп роста (%) \ Ставка дисконтирования (WACC) | 9.6% | 10.6% | 11.6% | **12.6%** | 13.6% | 14.6% | 15.6% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 3.5% | 6.8 | 5.9 | 5.2 | 4.7 | 4.3 | 3.9 | 3.6 |
| 3.0% | 6.3 | 5.6 | 5.0 | 4.5 | 4.1 | 3.8 | 3.5 |
| 2.5% | 5.9 | 5.2 | 4.7 | 4.3 | 3.9 | 3.6 | 3.4 |
| **2.0%** | 5.6 | 5.0 | 4.5 | **4.1** | 3.8 | 3.5 | 3.2 |
| 1.5% | 5.3 | 4.7 | 4.3 | 3.9 | 3.6 | 3.4 | 3.1 |
| 1.0% | 5.0 | 4.5 | 4.1 | 3.8 | 3.5 | 3.3 | 3.0 |
| 0.5% | 4.8 | 4.3 | 4.0 | 3.7 | 3.4 | 3.2 | 3.0 |

### Специфический риск эмитента

| | **0.5%** |
|---|---|
| Отношения с государством | 0.0% |
| Корпоративное управление | 0.5% |
| Конфликт акционеров | 0.0% |
| Налоговые угрозы | 0.0% |
| Финансовая устойчивость | 0.0% |

### Расчет бэта

| **Средний оборот, $ '000** | |
|---|---|
| больше 50 000 | 1.00 |
| больше 10 000 | 1.25 |
| больше 500 | 1.50 |
| меньше 500 | 1.75 |
| 0 / непубличный бизнес | 2.00 |

## Что сулят МРК

| ые акции МРК | Текущая цена | Коэффициент конвертации | Вход в Ростелеком по цене | Дисконт к рыночной цене Ростелекома | Потенциал роста до целевой цены | Рекомендация |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Уралсвязьинформ | 1.435 | 87.3 | 4.08 | 17.6% | 0.7% | Держать |
| Волгателеком | 139.77 | 0.9 | 4.06 | 18.3% | 1.3% | Держать |
| Центртелеком | 32.95 | 3.9 | 4.15 | 15.7% | -1.0% | Продавать |
| Сибирьтелеком | 2.687 | 46.5 | 4.07 | 17.8% | 0.9% | Держать |
| СЗТ | 30.35 | 4.1 | 4.06 | 18.4% | 1.4% | Держать |
| ЮТК | 6.346 | 19.4 | 4.01 | 19.8% | 2.6% | Держать |
| Дальсвязь | 132.9 | 0.9 | 4.06 | 18.1% | 1.1% | Держать |
| м преф | | | | | | |
| Уралсвязьинформ преф | 1.11 | 111.6 | 4.04 | 19.0% | 1.9% | Держать |
| Волгателеком преф | 109.61 | 1.1 | 4.05 | 18.6% | 1.5% | Держать |
| Центртелеком преф | 25.163 | 4.9 | 4.03 | 19.0% | 1.9% | Держать |
| Сибирьтелеком преф | 2.08 | 59.4 | 4.02 | 19.3% | 2.2% | Держать |
| СЗТ преф | 23.984 | 5.2 | 4.08 | 17.7% | 0.8% | Держать |
| ЮТК преф | 5.049 | 24.6 | 4.05 | 18.4% | 1.4% | Держать |
| Дальсвязь преф | 103.5 | 1.2 | 4.03 | 19.1% | 2.0% | Держать |
| рыночная цена | 4.80 | | | | | |
| целевая цена | 4.11 | | | | -15% | Продавать |
| преф рыночная цена | 2.65 | | | | | |
| преф целевая цена | 3.16 | | | | 19% | Держать |

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, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

**Металлургия, Химия**
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru
Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

**Финансовый сектор**
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**

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефедов Юрий
Nefedov_YA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@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.