



Сектор телекоммуникаций:

Время перемен

Октябрь 2010

## Сектор Телекоммуникаций: Время Перемен

### Инвестиционное заключение

Российский сектор телекоммуникаций в настоящее время не только активно развивается, наращивая абонентскую базу, предоставляя новые сервисы и внедряя новые технологии, но и находится в самом эпицентре важнейших реформ, реорганизаций, процессов слияний и поглощений, формирующих новый облик отрасли, который будет определять ее дальнейшее развитие в следующие 3-5 лет. В первом квартале 2011г. должна завершиться реорганизация Ростелекома, присоединение Комстара к МТС и формирование нового Вымпелкома, который войдет в 5-ку крупнейших мобильных операторов мира. Проанализировав происходящие в телекоммуникационном секторе процессы и их влияние на стоимость компаний, мы пришли к выводу, что 2011 год может стать крайне благоприятным для российских телекомов. Наиболее перспективной инвестиционной идеей мы считаем покупку локальных акций МТС через акции Комстар и вход в объединенный Ростелеком через акции МРК.

**Идет консолидация сектора.** В 1-м квартале 2011г. должны завершиться сразу три крупных события на рынке телекоммуникаций: реорганизация Ростелекома, присоединение Комстара к МТС и формирование нового Вымпелкома. В результате на российском рынке телекоммуникаций останется всего четыре крупных игрока «большая тройка» и объединенный Ростелеком. На фондовом же рынке, если Мегафон не проведет в следующем году IPO останутся акции всего трех компаний, при этом российскими можно будет считать лишь бумаги Ростелекома и МТС. Это, безусловно, положительным образом отразится на инвестиционном спросе на эти бумаги. Акции Ростелекома могут стать новой голубой фишкой российского рынка.

**Перспективы сектора зависят от изменения потребительских доходов и развития новых услуг.** Сектор телекоммуникаций является одним из самых стабильных на российском фондовом рынке. Он в наименьшей степени зависит от сырьевой конъюнктуры и имеет низкую волатильность денежных потоков. Главным драйвером телекоммуникационного рынка является рост внутреннего спроса и особенно потребительского спроса, так как почти 73% доходов сектора приходится на услуги, оказываемые населению. Основным вектором роста доходов отрасли в ближайшие несколько лет будут Интернет услуги, спрос на которые пока далек от насыщения.

**Российские телекомы недооценены по отношению к зарубежным аналогам.** Средний дисконт по EV/EBITDA и P/E 2011г. составляет 25% и 33% соответственно. Принимая во внимание высокую рентабельность и потенциал роста финансовых показателей отечественных телекомов данный дисконт является, на наш взгляд, неоправданным.

### Целевые цены и потенциал роста

	Целевая цена акции, \$	Потенциал роста*, %
Ростелеком обик.	3.90	-15%
Ростелеком преф.	3.00	9.0%
МТС, локальные	12.2	45%
МТС, АДР	27.5	23%
Vimpelcom Ltd.	19.2	33%

\* от цен на 12.10.2010

Источник: Оценки Прайм Марк

### EV/EBITDA телекомов

	EV/EBITDA	
	2010	2011
Ростелеком	3.77	3.67
МТС (локальные)	4.35	3.92
МТС (АДР)	5.59	5.03
Vimpelcom Ltd.	4.62	4.21
Аналоги из Вост.Европы	4.59	4.48
Аналоги из Зап. Европы	5.92	5.65
Аналоги из Ю-В. Азии	7.25	7.04
Аналоги из Сев.Америки	5.49	5.25

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

### P/E телекомов

	P/E	
	2010	2011
Ростелеком	9.39	8.90
МТС (локальные)	10.0	8.34
МТС (АДР)	13.7	11.4
Vimpelcom Ltd.	9.52	7.91
Аналоги из Вост.Европы	12.2	11.5
Аналоги из Зап. Европы	11.3	11.2
Аналоги из Ю-В. Азии	17.2	16.2
Аналоги из Сев.Америки	14.7	14.2

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

**2010 год стал годом МТС.** Динамика акций мобильных операторов в 2010г. явно свидетельствует о том, что инвесторы отдавали предпочтения бумагам МТС перед бумагами Вымпелкома. С начала года АДР МТС выросли на 13%, в то время как АДР Vimpelcom Ltd. снизились на 27%.

**Новые активы снизили привлекательность Вымпелкома.** Скептическое отношение инвесторов к новым активам компании объясняется довольно высокой ценой приобретения и существенными рисками, которые они несут (например, алжирские активы Orascom). Мы считаем, что изменение отношения к бумагам на наш взгляд не произойдет до тех пор, пока не будут видны очевидные преимущества новой бизнес модели компании ставшей из регионального игрока глобальным. Пока успешно решить такую задачу не удавалось ни одной российской компании.

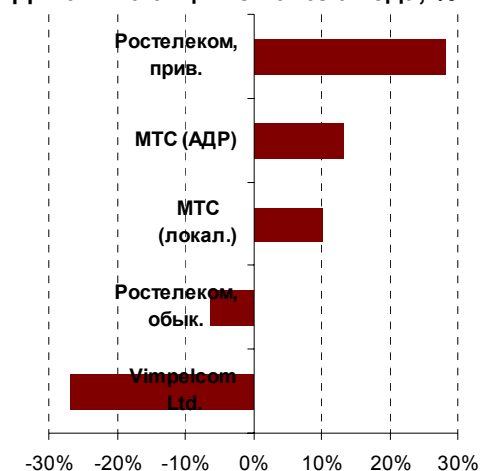
**МТС сохраняет свою привлекательность** в глазах инвесторов, работая в регионе, где компания является очевидным лидером. Компания стабильно платит высокие дивиденды, и показывает неплохую динамику финансовых показателей. Компания диверсифицирует денежные потоки за счет увеличения присутствия на рынке фиксированной связи и на рынках мобильной связи стран СНГ, имеющих большой потенциал роста абонентской базы по сравнению с Россией. Лучшим входом в акции МТС мы считаем покупку акций Комстар и последующую их конвертацию в локальные акции МТС (подробнее на стр.11-12).

**Мы рекомендуем входить в объединенный Ростелеком через акции МРК,** которые предлагают более высокую доходность к конвертации. Сейчас акции Ростелекома торгуются со значительным дисконтом к зарубежным аналогам, однако данный разрыв вряд ли ликвидируется до 2П 2011г., в связи с избыточным предложением акций компании в первые месяцы торгов после конвертации акций МРК. Объединенный Ростелеком мы рассматриваем как хорошую долгосрочную ставку на рост российского телекоммуникационного рынка, акции которого будут обладать значительной ликвидностью.

**Префы Ростелекома – интрига в дивидендах.** Привилегированные акции Ростелекома будут интересны в случае одобрения на собрании акционеров поправок в устав по дивидендной политике, в результате которых дивидендная доходность префов может увеличиться с нынешних 5% до 15%. Вероятность одобрения поправок в настоящее время расценивается как довольно высокая, так как СМИ со ссылкой на анонимные источники пишут о том, что гос. корпорации, Связынвест и ВЭБ, выступают за одобрение данных поправок.

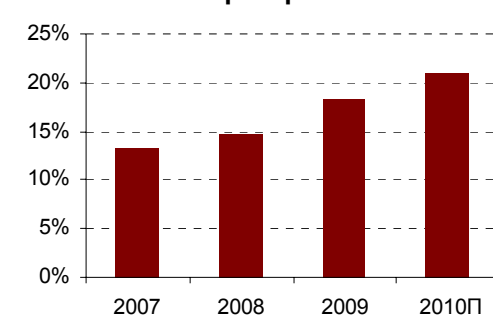
**Наиболее привлекательны Комстар и МРК.** Наибольшую инвестиционную привлекательность на сегодняшний день в секторе телекоммуникаций, на наш взгляд, представляют акции Комстара и акции МРК, а именно Сибирьтелекома и Волгателекома.

**Динамика акций с начала года, %**



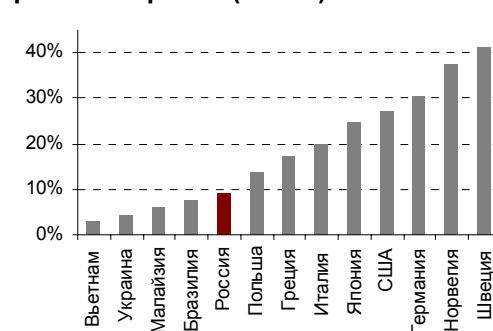
Источник: ММББ, NYSE, расчеты Прайм Марк

**Динамика доли VAS услуг в выручке мобильных операторов**



Источник: AC&M Consulting

**Уровень проникновения ШПД в разных странах (2009г.)**



Источник: ITU, AC&M Consulting

**Содержание**

<b>Анализ российского телекоммуникационного рынка .....</b>	<b>4</b>
Фиксированная связь.....	4
Мобильная связь.....	7
<b>Инвестиционные идеи в акциях Ростелекома и Комстара.....</b>	<b>11</b>
<b>Сравнение инвестиционных перспектив МТС и Вымпелкома .....</b>	<b>13</b>
<b>Сравнительный анализ телекомов .....</b>	<b>14</b>

## **Анализ российского телекоммуникационного рынка**

За последние 10 лет произошли значительные изменения в секторе телекоммуникаций. Сектор стал одним из самых быстрорастущих и динамично развивающихся в мире и в России. Совокупная выручка российских телекоммуникационных компаний выросла с 2000 по 2009 гг. с \$5.2 млрд. до \$40 млрд. или в среднем на 26% в год, при этом основной вклад в рост сектора привнесли мобильные операторы доходы которых росли в среднем на 32% в год по сравнению с 18% у операторов проводной связи, в результате доля рынка операторов проводной связи за последние 10 лет сократилась с 54% до 31%.

Наблюдалась разнонаправленная динамика в отношении цен на предоставляемые услуги. Если цена на мобильные звонки сократилась в разы, по сравнению с началом десятилетия, то тарифы операторов проводной связи увеличивались в среднем на 7-8% в год, что помогло им значительно улучшить показатель ARPU (средний доход на абонента) и приблизиться к показателю аналогичных компаний из Восточной Европы. Сейчас в России он составляет \$7-9 в месяц по сравнению с \$2-3 в начале десятилетия.

Рост сегмента мобильной связи был главным образом обусловлен взрывным ростом абонентской базы. Услуга из эксклюзивной превратилась в массовую. В настоящее время уровень проникновения мобильной связи составляет почти 150% в целом по России и почти 200% в таких городах как Москва и Санкт-Петербург.

Сектор телекоммуникаций является одним из самых стабильных на российском фондовом рынке в наименьшей степени зависящим от сырьевой конъюнктуры и имеющий низкую волатильность денежных потоков. Главным драйвером телекоммуникационного рынка, безусловно, является рост внутреннего спроса и особенно потребительского спроса, так как почти 73% доходов сектора приходится на услуги, оказываемые населению. Основным вектором роста доходов отрасли в ближайшие несколько лет будут Интернет услуги, спрос на которые пока далек от насыщения.

## **Фиксированная связь**

В 1 кв. 2011г. в России на базе Ростелекома и 7 МРК будет образована одна из крупнейших в Европе телекоммуникационных компаний "объединенный" Ростелеком. В результате, в России останется 4 ключевых игрока телекоммуникационного рынка "большая тройка" мобильных операторов и Ростелеком. Доля компании на внутреннем рынке местной, внутризоновой, междугородней/международной связи и рынке передачи данных составит 82%, 94%, 70% и 50% соответственно. Государство в лице Связынвеста, АСВ и ВЭБа будет контролировать 53.2% капитала компании, Marshall Capital 7.4%, оставшиеся 39.4% можно условно отнести к free float.

*Сектор телекоммуникаций стал одним из самых быстроразвивающихся в мире и в России.*

*Цены на мобильную и проводную связь двигались разнонаправлено.*

*Акцент на массовость услуги привел к взрывному росту абонентской базы.*

*Главный драйвер роста отрасли рост доходов населения.*

*С появлением объединенного Ростелекома в секторе останется 4 ключевых игрока.*

**Таблица. Доля Ростелекома и 7 МРК на рынке услуг связи**

	2009	2008	2007	2006	
Доля МРК на рынке	услуг местной связи	81.6%	81.7%	83.3%	82.7%
	услуг зоновой связи	93.6%	94.4%	95.7%	96.8%
	услуг сети передачи данных	50.3%	52.2%	52.6%	51.0%
	услуг мобильной связи	3.7%	4.0%	4.6%	4.1%
Доля Ростелекома на рос. рынке услуг мг/ мн связи	70.3%	76.7%	81.0%	94.3%	
<b>Доля объединенного Ростелекома на рос. рынке услуг связи</b>	<b>20.3%</b>	<b>21.7%</b>	<b>24.7%</b>	<b>-</b>	

Источник: Связьинвест

На рынке местной и внутризоновой связи Ростелеком является фактически монополистом, в связи с чем, тарифы на данные услуги связи устанавливаются ФСТ (Федеральной Службой по Тарифам). Потенциал роста данного рынка существенно ограничен как в количественном, так и в ценовом отношении. Повышение тарифов ограничено опасностью оттока клиентов к операторам мобильной связи, мы оцениваем возможное ежегодное повышение тарифов темпами не более 5-6% в год. Несмотря на свой низкий потенциал роста, местная связь является составным бизнес-сегментом компании, способным генерировать стабильные денежные потоки даже в условиях спада рынка, за что во многом и ценятся отечественные телекоммуникационные компании.

Возможности роста рынка междугородней/международной связи у Ростелекома практически исчерпаны, как из-за роста конкуренции со стороны альтернативных операторов и операторов мобильной связи, так и за счет появления интернет сервисов, таких как Skype, позволяющих выгодно совершать данные виды звонков.

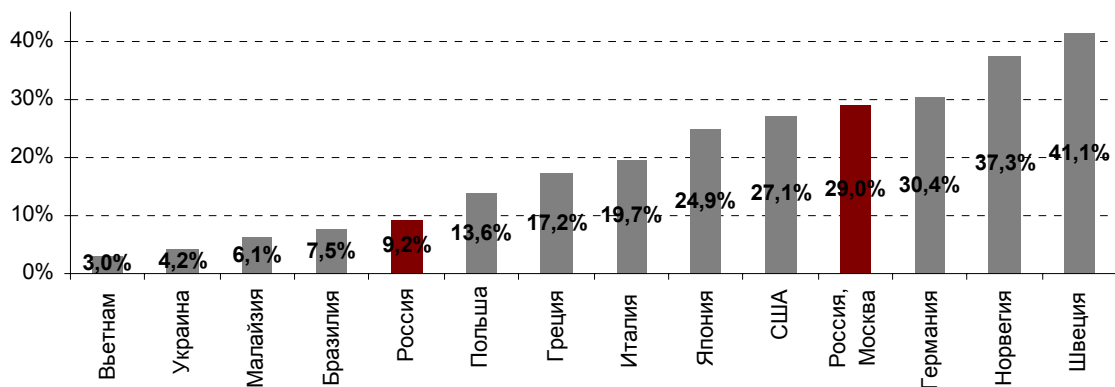
Мы ожидаем, что в ближайшие годы сектор фиксированной связи будет расти темпами не более 8-9% в год, по сравнению с 18% в 2000-2009 гг.

Единственной точкой роста для Ростелекома, на наш взгляд, на сегодняшний день являются услуги передачи данных, таких как ШПД (широкополосный доступ в Интернет), где доля дочек Связьинвеста составляет около 43%. По состоянию на конец 1П 2010г. охват рынка услугами ШПД в России 9.4% (без Москвы 7.8%), в то время как в самой Москве – 29% (75% в терминах домохозяйств), в США-27%, В Германии-30.5%. Если Ростелеком сможет хотя бы удержать свою долю на рынке, компания сможет добиться роста выручки на 10-15% в год, а абонентской базы на 20-25% в год. Несмотря на огромный потенциал роста, сдерживающим фактором для прибыли компании выступает высокая степень конкуренции данного рынка, которая вынуждает компании значительно снижать цены, так ARPL дочек Связьинвеста за ШПД снизился с 649 руб/мес. в 2008г. до 559 руб/мес. в 2009г. и в дальнейшем такая динамика может продолжиться, так как будет расти конкуренция не только между провайдерами ШПД, но и мобильным Интернетом. Снижение тарифов, тем не менее, будет компенсироваться сильным приростом абонентской базы (за 2009г. абонентская база по ШПД у МРК выросла на 41% до 5.3 млн.). Уже сейчас доход от услуг ШПД приносит МРК более 23% выручки и уже в ближайшие несколько лет эта доля может увеличиться до 45-50% и занять более трети выручки объединенного Ростелекома.

*В последние годы Ростелеком и МРК теряли свою долю рынка из-за роста конкуренции.*

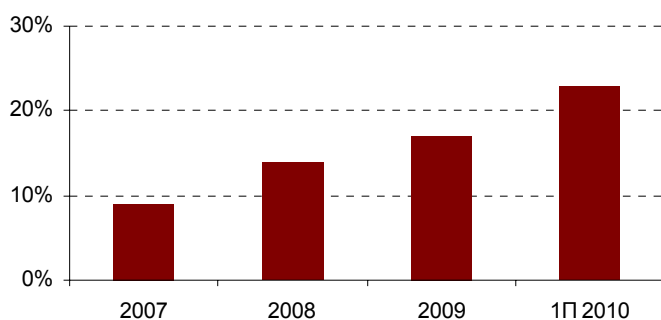
*Рынок ШПД является наиболее перспективным для Ростелекома.*

**График. Уровень проникновения ШПД в разных странах (2009 год)**



Источник: ITU, AC&M Consulting, расчеты Прайм Марк

**График. Доля ШПД в выручке МРК**



Источник: Связьинвест

*Доля услуг ШПД в выручке МРК за три года увеличилась почти в три раза.*

На рынке ШПД помимо дочек Связьинвеста представлены МТС (через Комстар) и Вымпелком, которые входят в тройку крупнейших провайдеров на рынке ШПД с долей рынка 10% и 9% соответственно. Этот рынок также характеризуется большим количеством независимых компаний, среди крупнейших Эр Телеком и Акадо. На конец первого полугодия 2010г. число подписчиков широкополосного Интернета составило 13.3 млн. абонентов, увеличившись на 17% с начала 2010 года.

*За год (с июня 2009г. по июнь 2010г.) в России число подписчиков ШПД увеличилось на 39%.*

### Комстар

Второй крупнейший оператор фиксированной связи Комстар-ОТС (основной актив МГТС – доля на московском рынке фиксированной связи – 77%) будет реорганизован в 1 кв. 2011г. и его акции будут конвертированы в акции МТС (владеющей на сегодняшний день 71% акций компании) с коэффициентом 0.825 за каждую акцию Комстара. Обмен состоится, если за него проголосуют 75% держателей акций МТС и Комстара на внеочередном собрании акционеров 23 декабря 2010г. После завершения сделки МТС объединит под своим брендом все телекоммуникационные активы АФК Системы в России. В настоящее время завершается обмен активов между АФК Системой и Связьинвестом, согласно которому Комстар вернет государству блокпакет акций Связьинвеста и 100% акций оператора Скай Линк, а взамен получит долю холдинга в МГТС, а также списание долга в 26 млрд. руб. перед Сбербанком.

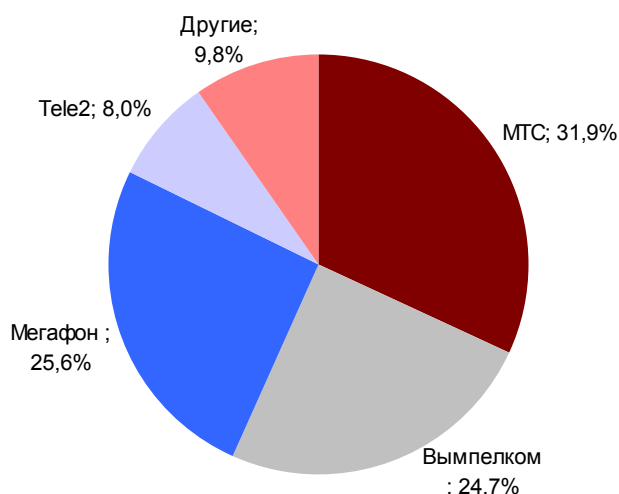
*Второй крупнейший оператор фиксированной связи вскоре будет присоединен к МТС, который объединит под своим брендом все телекоммуникационные активы АФК Системы.*

## Мобильная связь

В настоящее время проникновение мобильной связи в России достигает почти 150% и около 200% в двух крупнейших городах страны, Москве и Санкт-Петербурге. Во многом этот рынок можно считать уже насыщенным, так как дальнейший рост абонентской базы уже практически исчерпан. Это вынуждает “большую тройку” мобильных операторов расширять абонентскую базу либо, поглощая небольших региональных операторов вытесняя их с рынка (процесс во многом уже почти завершённый), либо выходить на рынки других стран. В настоящее время в России насчитывается 11 мобильных операторов, которые контролируют более 99% рынка страны. Вскоре после реорганизации Ростелекома и присоединения к нему МРК может остаться не более 7, а в дальнейшем через 2-3 года не более 5 операторов сотовой связи в России. Мы ожидаем, что мобильные активы Уралсвязьинформа, Волгателекома и Сибирьтелекома будут объединены под единым брендом. Таким образом, будет создана платформа, на базе которой Ростелеком возможно будет развивать свой мобильный бизнес. В дальнейшем в эту платформу может быть интегрирован Скай Линк, который сейчас достался Связьинвесту.

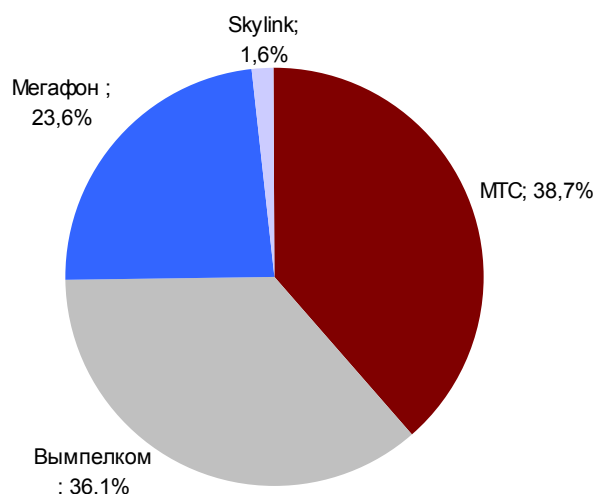
*Уровень проникновения мобильной связи в России достиг 150%. Дальнейшего роста абонентской базы можно будет добиться в основном за счет роста рыночной доли.*

**График. Мобильный рынок России (август 2010)**



Источник: AC&M Consulting

**График. Мобильный рынок Москвы (август 2010)**

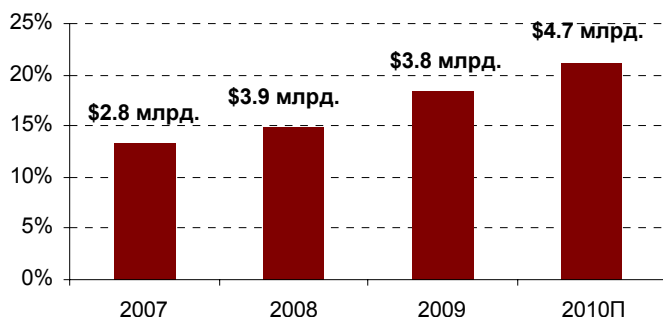


Источник: AC&M Consulting

Доход от традиционных услуг голосовой связи, вероятно, будет стагнировать, так как сильная конкуренция в условиях отсутствия роста абонентской базы вынудит операторов продолжать снижать стоимость звонков.

Сейчас основным драйвером роста являются услуги передачи данных по сетям мобильной связи – ожидается, что в ближайшие пять лет этот сегмент будет расширяться более чем на 20% в год. Смартфоны, USB модемы, а также оживление спроса на мобильный контент, будут способствовать увеличению трафика данных по беспроводным сетям. Интернет и другие VAS (Value added Services) услуги уже приносят более 20% выручки мобильных операторов, и в ближайшие пять лет эта доля может увеличиться до 35%-40%. За последние три года доля VAS услуг в выручке мобильных операторов уже увеличилась с 13% до 21%. Объем рынка VAS услуг в России в 2009г. составил \$3.7 млрд., по сравнению с \$2.7 млрд. в 2007г. Среднее ARPU по услугам увеличилась \$1.5 до \$1.9.

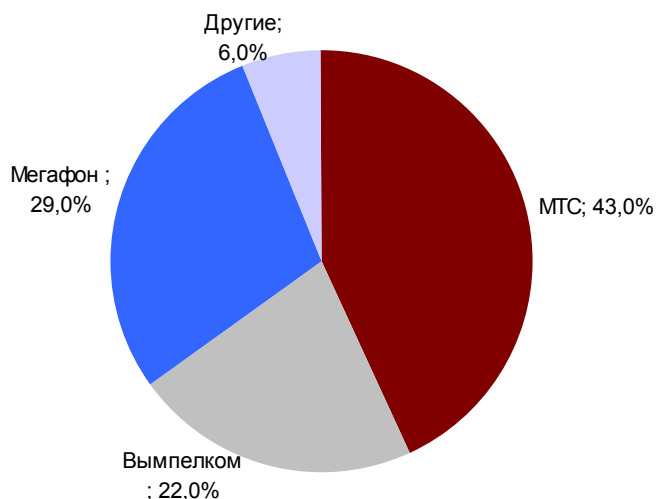
**График. Объем рынка VAS услуг и их доля в выручке мобильных операторов**



Источник: AC&M Consulting, Расчеты Прайм Марк

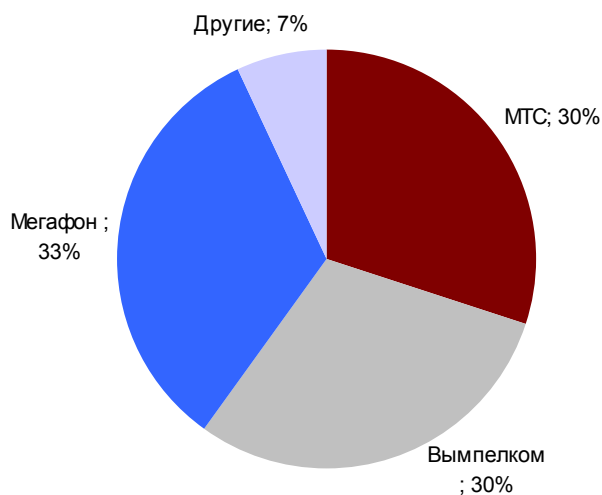
На рынке услуг мобильной передачи данных и мобильного контента большая тройка контролирует 93% и 94% рынка соответственно. Лидером на рынке контента является МТС, на рынке передачи данных Мегафон.

**График. Рынок контента, Россия (2009)**



Источник: AC&M Consulting

**График. Рынок передачи данных, Россия (2009)**



Источник: AC&M Consulting

### Что нам готовит 4G?

Не успев полноценно внедрить технологии связи третьего поколения (3G) игроки рынка уже думают над внедрением технологий мобильной связи четвертого поколения (4G). Однако пока эти инициативы сдерживаются дефицитом частотного ресурса у крупных игроков и нерасторопностью российского регулятора в плане реформирования законодательства о частотном регулировании. Крупные игроки ограничены как в плане инфраструктуры, так и финансово, помимо необходимости получения частотного ресурса, операторам требуется модернизация опорных сетей для увеличения их пропускной способности, что потребует немало времени и средств, в то время как сроки и норма окупаемости проектов пока остаются под вопросом.

Пока крупные игроки решают свои проблемы сети 4G (WiMAX) в России уже развивают такие операторы, как Скартел (бренд – Yota), Синтерра, FreshTel, Новые телекоммуникации, однако пока покрытие этих сетей ограничивается лишь некоторыми крупными городами. Yota является самой крупной и успешной в России сетью WiMAX, создана в мае 2007 года и на сегодняшний день абонентская база уже превышает 600 тысяч абонентов. Помимо России Yota уже функционирует в Никарагуа и планируется запустить сеть в Белоруссии этой осенью. Скартел принадлежит Telconet Capital (75%) и Ростехнологиям (25%). До тех пока крупные игроки не станут разворачивать сети 4G, Yota сохранит лидерство в сегменте 4G.

*Несмотря на отсутствие частот у операторов крупных сегмент 4G уже активно развивается.*

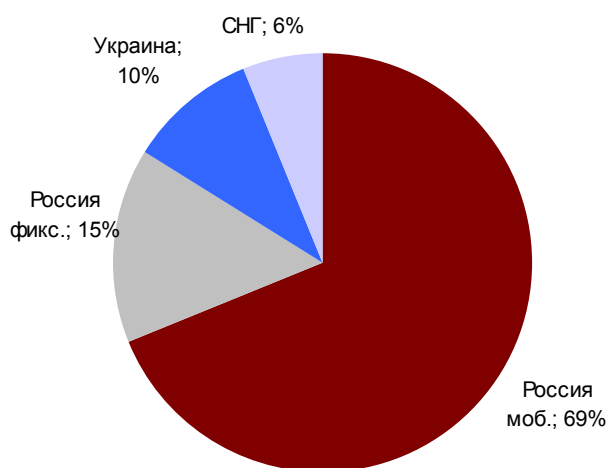
Растущая популярность мобильного Интернета заставит мобильных операторов в ближайшие два года начать разворачивать сети LTE (4G), при условии получения частот. Это потребует от операторов крупных инвестиций в модернизацию оборудования и, первоначально, такая сеть, скорее всего, будет разворачиваться только в густонаселенных городах, так как окупаемость такого оборудования далее 30 километровой зоны от города пока сомнительна.

### Зарубежная экспансия

Насыщенность рынка мобильной связи в России вынуждает сотовых операторов активно проводить международную экспансию. До недавних пор МТС и Вымпелком были в основном ориентированы на расширение своего присутствия в странах СНГ.

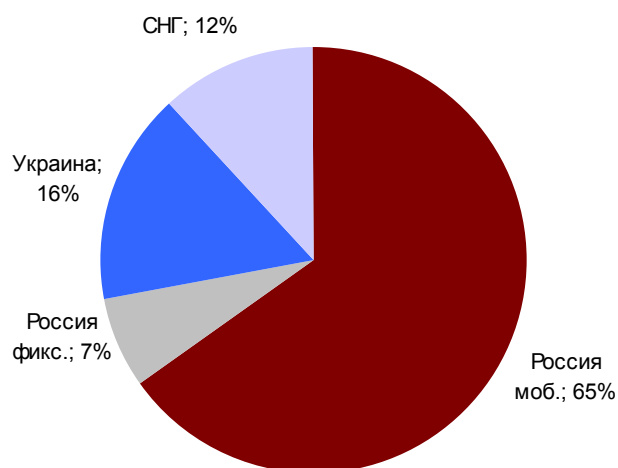
Еще во втором квартале 2010г. и МТС и Вымпелком получали около 2/3 выручки от предоставления услуг мобильной связи в России. На страны СНГ приходилось от 16% (у МТС) до 28% (у Вымпелкома) в совокупной выручке компаний.

**График. Структура выручки МТС (2кв. 2010)**



Источник: AC&M Consulting

**График. Структура выручки Вымпелкома (2кв. 2010)**

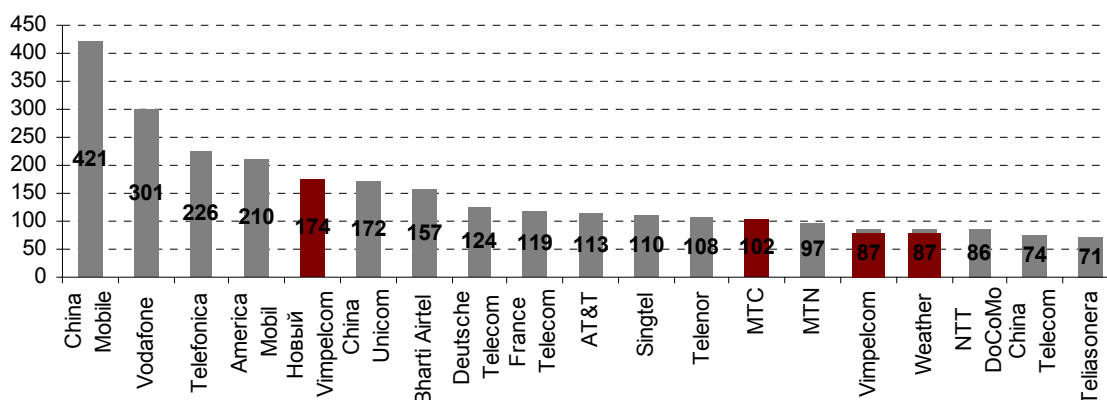


Источник: AC&M Consulting

**Вымпелком становится глобальным.**

В начале октября Вымпелком объявил о заключении договоренности по покупке Weather Investments владеющей 100% оператора связи Wind Italy и 51.7% Orascom Telecom (страны присутствия Алжир, Тунис, Бангладеш, Пакистан, Намибия, Зимбабве и Канада) может превратить компанию в крупного глобального игрока. 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.

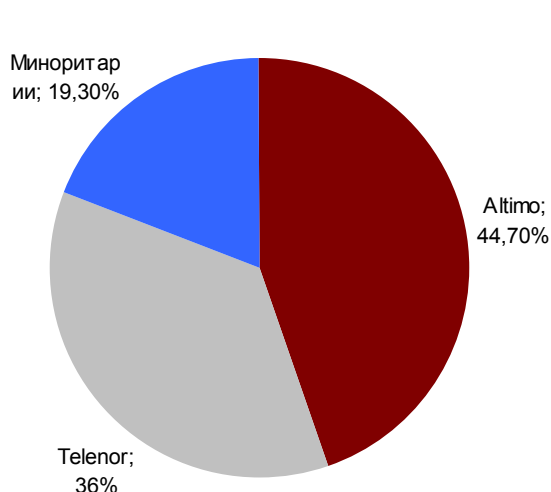
**График. Крупнейшие мобильные операторы по числу абонентов**



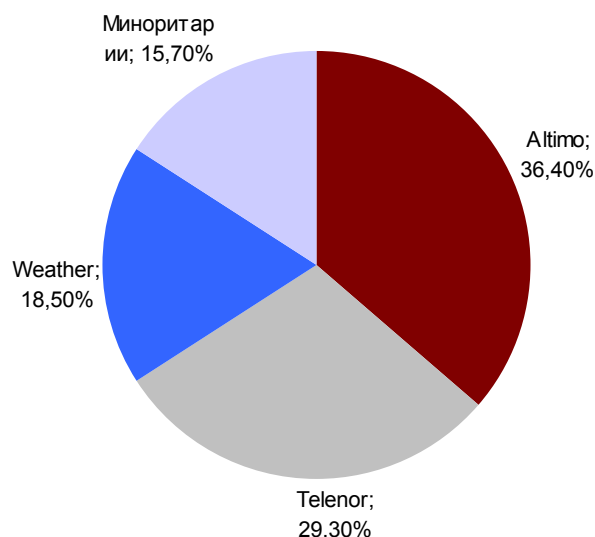
Источник: Вымпелком

После приобретения Weather Investments доля России и рынков СНГ в совокупной выручке компании снизится ниже 50%.

**График. Структура Акционеров Vimpelcom Ltd. до и после сделки.**



Источник: Вымпелком



Источник: Вымпелком

## Инвестиционные идеи в акциях Ростелекома и Комстара

### Объединение Ростелекома

На данный момент лучшим входом в объединенный Ростелеком, акции которого должны появиться на рынке в конце 1-го начале 2-го квартала 2011г. являются акции МРК. Доходность акций МРК к конвертации по текущей рыночной цене Ростелекома составляет от 31 до 34%, при этом после того, как прошли даты отсечки по дивидендам, различия между обыкновенными и привилегированными акциями, с точки зрения доходности к конвертации, практически отсутствуют. Если основываться на консенсус прогнозе цены объединенного Ростелекома (около \$3.9 за акцию), то доходности будут значительно меньше в диапазоне от 12% до 15%. Среди акций МРК мы выделяем акции Волгателекома и Сибирьтелекома, которые обеспечивают наиболее выгодные условия для входа в объединенную компанию, как с точки зрения ликвидности, так и доходности к конвертации. Обыкновенные акции Ростелекома мы рекомендуем продавать, так как рыночная цена выглядит завышенной по сравнению с ценами МРК.

*Входить в объединенный Ростелеком имеет смысл через акции МРК, которые предлагают неплохую доходность к конвертации.*

**Таблица. Потенциальная доходность акций МРК с учетом коэффициентов конвертации**

	Текущая рыночная цена*, руб.		Коэффициент конвертации		Дох-ть к конвертации по текущей рыночной цене Ростелекома		Дох-ть к конвертации по консенсус прогнозу цены Ростелекома	
	Обычка.	Преф.	Обычка.	Преф.	Обычка.	Преф.	Обычка.	Преф.
Ростелеком	136	110	1.0	-	0%	-	-14%	-
Уралсвязьинформ	1.19	0.92	87.3	112	31%	32%	12%	13%
СЗТ	24.7	19.4	4.10	5.22	34%	34%	14%	14%
Сибирьтелеком	2.19	1.71	46.5	59.4	33%	34%	14%	14%
Волгателеком	114	89.8	0.89	1.13	34%	33%	15%	14%
ЮТК	5.23	4.11	19.4	24.6	34%	34%	15%	15%
Дальсвязь	108	84.9	0.94	1.20	34%	34%	14%	14%
Центртелеком	26.2	20.6	3.87	4.92	34%	34%	14%	14%

\* цены на закрытие 11 октября

Источник: Данные компаний, ММВБ, расчеты Прайм Марк

### МТС-Комстар

Далее мы попытаемся проанализировать, какие инвестиционные возможности есть у инвесторов в сделке по присоединению Комстара к МТС:

#### 1) Обязательная оферта.

Миноритарии Комстара, несогласные с присоединением компании к МТС или не голосующие по этому вопросу на собрании акционеров 23 декабря 2010г. (дата отсечки реестра 3 ноября), смогут продать акции по 212.85 руб. (текущая цена на закрытие 14 октября – 195.00 руб.)

Миноритарии МТС, несогласные с присоединением к компании Комстара или не голосующие по этому вопросу на собрании акционеров 23 декабря 2010г. (дата отсечки реестра 3 ноября), смогут продать акции по 245.19 руб. (текущая цена на закрытие 14 октября – 249.08 руб.)

*Заработать в акциях Комстар можно будет как на обязательной оферте, так и на обмене на акции МТС.*

Обязательный выкуп акций должен быть осуществлён в срок до 8 марта 2011 г., то есть в течение полугода от текущего момента. Следовательно, обязательная оферта по бумагам Комстара предполагает доходность около 18% годовых. Однако следует учесть, что по закону «Об акционерных обществах», объём выкупа собственных акций ограничен порогом в 10% стоимости чистых активов по РСБУ. У Комстара этот порог составляет 5.23 млрд. руб. (на конце 2кв. 2010г.) или 5.9% акций. В настоящее время free float компании составляет 26.7%, таким образом, самый неблагоприятный сценарий при котором сделка будет одобрена – предъявление к выкупу всех 25% акций компании, заявки акционеров будут удовлетворяться пропорционально, поэтому в результате будет выкуплено не более 23.5% всех предъявленных к выкупу акций.

*В худшем сценарии будет выкуплено около 24% предъявленных к выкупу бумаг.*

Что касается обязательной оферты акционерам МТС, то сейчас им невыгодно подавать свои акции к выкупу, так как цена выкупа находится ниже рыночной цены. Мы считаем, что цена выкупа будет неким уровнем поддержки для акций МТС, ниже которого цена не опустится до момента голосования.

*Миноритариям МТС пока невыгодно предъявлять акции к оферте.*

## 2) Обмен акций.

Миноритарии Комстара согласные с присоединением получают 0.825 акций МТС за каждую акцию Комстара. Текущее рыночное соотношение составляет 0.78, таким образом, условия обмена дают премию в 5.8% по акциям Комстар.

Максимальное количество акций МТС, которое может потребоваться для обмена составляет 87 млн. штук. У МТС есть 5.9 млн. казначейских акций, поэтому оператору может потребоваться увеличить капитал на 81.1 млн. акций или 4.4% от текущего числа акций.

Мы рекомендуем покупать акции Комстара, голосовать против присоединения, предъявить акции к выкупу, в худшем случае будет выкуплено 24% от общего числа заявок. Оставшийся пакет (не более 76%) будет конвертирован в локальные акции МТС по цене 236 руб. за штуку (при покупке акций Комстара по цене закрытия 14 октября) против текущей цены 249 руб.

## **Сравнение инвестиционной привлекательности МТС и Вымпелкома**

**Сделка с Weather не вызвала одобрения инвесторов.** Несмотря на свою амбициозность и масштаб мы склонны рассматривать данную сделку скорее в негативном контексте для акционеров Вымпелкома. Weather Investments внесет свои активы в обмен на 326 млн. акций VimpelCom Ltd нового выпуска (стоимостью \$4.8 млрд. по цене закрытия на 1 октября), и \$1.8 млрд. денежных средств. Объект приобретения, Weather Investments, оценивается высоко – по EV/LTM EBITDA (LTM – за последние 12 месяцев) на уровне 7.7, который превышает на 50% EV/LTM EBITDA самого VimpelCom Ltd, равный 5.1, и на 13% соответствующий показатель, равный 6.8, при слиянии с Киевстаром в октябре 2009 г. К тому же, Вымпелком берет на себя риски по алжирским активам холдинга - оператор Djazzy, сумма налоговых претензий к которому составляет \$830 млн. и есть высокая вероятность национализации компании. Даже если этот актив будет национализирован, то основной вопрос встанет в оценке алжирского оператора, пока Вымпелком и правительство Алжира расходятся по ней в разы \$2-3 млрд. против \$8 млрд. у Вымпелкома.

**Высокое долговое бремя Вымпелкома.** После объединения с Weather Investments чистый долг VimpelCom Ltd увеличится с \$4.0 млрд. до \$24 млрд. Чистый долг/LTM EBITDA вырастет с 0.8 до 2.5.

**Рынок уже негативно отреагировал на сделку.** С момента появления слухов о сделке АДР Вымпелкома опустились на 17%. VimpelCom Ltd принял решение об экспансии за рубеж по достаточно высокой цене и высоким рисках. Основной актив мобильной связи компании Orascom – Djazzy (более половины EBITDA Orascom) обременен налоговыми претензиями и может быть национализирован, в то время как другие ее мобильные активы не показывают высоких результатов.

**Акции МТС привлекательнее как с точки зрения риска...** Принимая во внимание высокие инвестиционные риски Вымпелкома, мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на акции МТС, которые являются на сегодняшний день более понятной и привлекательной инвестиционной историей.

**...так и дивидендов.** МТС традиционно выплачивает гораздо более щедрые дивиденды по сравнению с Вымпелкомом. В этом году почти вся прибыль МТС за 2009г. была направлена на выплату дивидендов, в то время как Вымпелком распределил лишь около 29% в качестве дивидендов своим акционерам. Дивидендная политика МТС – направлять не менее 50% прибыли на дивиденды, в то время как политика Вымпелкома в отношении дивидендов гораздо менее определена. Выплаты Вымпелкома с 2006г. не превышали 41% от чистой прибыли, а МТС за тот же период традиционно направлял не менее 60% прибыли на дивиденды. Ожидаемая дивидендная доходность по нашим консервативным оценкам составит не менее 5% на локальные акции и 4% на АДР МТС, в то время как даже по оптимистичным прогнозам дивидендная доходность Вымпелкома не превысит 5%.

**Сравнительный анализ телекомов**

	Страна	Капитализация, \$млн	EV/EBITDA			P / E			Маржа EBITDA, % 2011	Чистая маржа, % 2011
			2010	2011	2012	2010	2011	2012		
<b>Российские компании</b>										
Объед-й Ростелеком	Россия	10 348	3.77	3.67	3.54	9.39	8.90	7.76	37%	12%
МТС (локальные акции)	Россия	16 744	4.35	3.92	3.64	10.0	8.34	7.24	45%	16%
МТС (АДР)	Россия	22 883	5.59	5.03	4.67	13.7	11.4	9.89	45%	16%
Vimpelcom Ltd.	Россия	18 684	4.62	4.21	3.94	9.52	7.91	7.14	48%	20%
<b>Медиана</b>			<b>4.49</b>	<b>4.06</b>	<b>3.79</b>	<b>9.76</b>	<b>8.62</b>	<b>7.50</b>	<b>45%</b>	<b>16%</b>
<b>Компании Восточной Европы и Турции</b>										
Turkcell	Турция	16 439	7.37	6.75	6.58	12.8	11.9	11.7	34%	20%
Magyar Telecom	Венгрия	3 428	3.85	3.93	3.96	9.41	9.66	9.60	39%	11%
Telefonica O2	Чехия	6 847	4.90	4.96	5.09	12.2	11.5	11.2	42%	19%
Telekomunikacja Polska	Польша	8 262	4.59	4.48	4.48	20.4	17.5	16.1	38%	9%
Hellenic Telecom.	Греция	3 752	3.51	3.61	3.52	8.15	7.50	6.41	34%	7%
<b>Медиана</b>			<b>4.59</b>	<b>4.48</b>	<b>4.48</b>	<b>12.2</b>	<b>11.5</b>	<b>11.2</b>	<b>38%</b>	<b>11%</b>
<b>Компании Западной Европы</b>										
TeliaSonera	Швеция	36 654	7.88	7.62	7.42	11.7	11.2	10.7	35%	20%
Telenor	Норвегия	24 686	5.97	5.39	5.01	12.9	11.2	9.8	30%	12%
Tele2	Швеция	9 579	6.60	6.12	5.60	12.5	12.0	10.8	26%	13%
Vodafone	Британия	134 607	8.34	8.30	8.22	10.3	9.91	9.66	32%	19%
Mobistar	Бельгия	3 677	5.45	5.59	5.68	10.9	11.5	11.6	32%	14%
Telefonica	Испания	119 616	5.87	5.72	5.54	10.3	9.86	9.65	38%	14%
Deutsche Telecom	Германия	59 813	4.32	4.37	4.38	12.4	12.8	12.3	32%	5%
France Telecom	Франция	58 398	4.71	4.72	4.77	8.85	9.05	9.17	34%	10%
<b>Медиана</b>			<b>5.92</b>	<b>5.65</b>	<b>5.57</b>	<b>11.3</b>	<b>11.2</b>	<b>10.2</b>	<b>32%</b>	<b>13%</b>
<b>Компании Китая и Юго-Восточной Азии</b>										
China Mobile	Китай	210 096	4.67	4.53	4.43	11.70	11.39	11.03	48%	24%
China Unicom	Китай	34 374	4.87	4.34	4.00	41.94	28.22	19.09	37%	4%
Maxis	Малайзия	12 911	9.82	9.31	9.00	17.41	16.32	15.73	49%	26%
Globe Telecom	Филлипины	2 698	4.43	4.25	4.10	10.98	10.58	10.34	55%	16%
Digi.Com	Малайзия	6 079	8.48	8.04	7.71	17.20	16.15	15.49	43%	21%
Taiwan Mobile	Тайвань	7 959	8.57	8.53	8.47	17.21	16.34	16.02	41%	21%
M1	Сингапур	1 554	7.25	7.04	6.88	12.84	12.23	11.84	36%	18%
<b>Медиана</b>			<b>7.25</b>	<b>7.04</b>	<b>6.88</b>	<b>17.20</b>	<b>16.15</b>	<b>15.49</b>	<b>43%</b>	<b>21%</b>
<b>Компании Северной Америки</b>										
America Movil	Мексика	111 287	8.79	8.19	7.57	18.6	16.9	15.2	40%	18%
AT&T	США	168 052	5.49	5.25	5.14	12.3	11.4	10.5	36%	12%
Verizon Communications	США	92 010	4.11	4.02	3.88	14.7	14.2	13.0	33%	6%
<b>Медиана</b>			<b>5.49</b>	<b>5.25</b>	<b>5.14</b>	<b>14.67</b>	<b>14.22</b>	<b>12.99</b>	<b>36%</b>	<b>12%</b>
<b>Премия/дисконт рос. телекомов к аналогам:</b>										
<i>Восточная Европа и Турция</i>			<b>-2%</b>	<b>-9%</b>	<b>-15%</b>	<b>-20%</b>	<b>-25%</b>	<b>-33%</b>		
<i>Западная Европа</i>			<b>-24%</b>	<b>-28%</b>	<b>-32%</b>	<b>-13%</b>	<b>-23%</b>	<b>-27%</b>		
<i>Китай и Юго-Восточная Азия</i>			<b>-38%</b>	<b>-42%</b>	<b>-45%</b>	<b>-43%</b>	<b>-47%</b>	<b>-52%</b>		
<i>Северная Америка</i>			<b>-18%</b>	<b>-23%</b>	<b>-26%</b>	<b>-33%</b>	<b>-39%</b>	<b>-42%</b>		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Российские телекоммуникационные компании значительно недооценены по отношению к зарубежным аналогам. Средний дисконт по EV/EBITDA и P/E 2011г. составляет 25% и 33% соответственно. Учитывая высокую рентабельность и потенциал роста финансовых показателей отечественных телекомов, данный дисконт является, на наш взгляд, неоправданным. Наиболее недооцененными бумагами являются акции Ростелекома (по финансовым результатам объединенной компании) и локальные акции МТС. Бумаги Vimpelcom Ltd. также значительно недооценены, однако такой дисконт может сохраниться до наступления большей определенности относительно судьбы новых активов и эффективности новой бизнес модели компании.

**Премия/дисконт Ростелекома к аналогам**

	EV/EBITDA			P / E		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Восточная Европа и Турция	-18%	-18%	-21%	-23%	-22%	-31%
Западная Европа	-36%	-35%	-36%	-17%	-21%	-24%
Китай и Юго-Восточ. Азия	-48%	-48%	-48%	-45%	-45%	-50%
Северная Америка	-31%	-30%	-31%	-36%	-37%	-40%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

**Премия/дисконт МТС (локальные акции) к аналогам**

	EV/EBITDA			P / E		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Восточная Европа и Турция	-5%	-12%	-19%	-18%	-27%	-35%
Западная Европа	-27%	-31%	-35%	-11%	-26%	-29%
Китай и Юго-Восточ. Азия	-40%	-44%	-47%	-42%	-48%	-53%
Северная Америка	-21%	-25%	-29%	-32%	-41%	-44%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

**Премия/дисконт МТС (АДР) к аналогам**

	EV/EBITDA			P / E		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Восточная Европа и Турция	22%	12%	4%	12%	-1%	-11%
Западная Европа	-6%	-11%	-16%	21%	2%	-3%
Китай и Юго-Восточ. Азия	-23%	-29%	-32%	-21%	-29%	-36%
Северная Америка	2%	-4%	-9%	-7%	-20%	-24%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

**Премия/дисконт Вымпелкома к аналогам**

	EV/EBITDA			P / E		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Восточная Европа и Турция	1%	-6%	-12%	-22%	-31%	-36%
Западная Европа	-22%	-26%	-29%	-16%	-29%	-30%
Китай и Юго-Восточ. Азия	-36%	-40%	-43%	-45%	-51%	-54%
Северная Америка	-16%	-20%	-23%	-35%	-44%	-45%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Прайм Марк

Россия, Москва, Пресненская наб., 10,  
"Башня на Набережной", блок С, 5 этаж

Тел: +7 (495) 967-79-99

Факс: +7 (495) 967-76-00

E-mail: [clients@prime-mark.com](mailto:clients@prime-mark.com)

Web: [www.prime-mark.com](http://www.prime-mark.com)

Ленар Хафизов

[l.hafizov@prime-mark.com](mailto:l.hafizov@prime-mark.com)

Владислав Давыдов

[v.davidov@prime-mark.com](mailto:v.davidov@prime-mark.com)

Татьяна Катаева

[t.kataeva@prime-mark.com](mailto:t.kataeva@prime-mark.com)

Яна Бородина

[y.borodina@prime-mark.com](mailto:y.borodina@prime-mark.com)

### Управляющие:

Андрей Сахаров

[a.sakharov@prime-mark.com](mailto:a.sakharov@prime-mark.com)

Илья Мозговой

[i.mozgovoy@prime-mark.com](mailto:i.mozgovoy@prime-mark.com)

Константин Куш

[k.kusch@prime-mark.com](mailto:k.kusch@prime-mark.com)

---

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Ни данный обзор, ни какая-либо его часть не подлежит воспроизведению, распространению, опубликованию или передаче какому-либо лицу в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции, законами которой установлены ограничения в отношении перечисленных выше действий. Любое распространение данной презентации или какой-либо её части может быть ограничено законом, и лицо, читающую презентацию, должно обеспечить собственную осведомленность о таких ограничениях и соблюдать их.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.