

Аналитический обзор

29 марта 2010 г.

Телекоммуникации
Россия

МРК Связьинвеста

Как задобрить миноритария

Аналитик: Илья Федотов

Эл. почта: IFedotov@veles-capital.ru

Основные моменты

- ▮ Сегодня газета «Коммерсантъ» опубликовала коэффициенты обмена акций МРК на акции Ростелекома. Данные носят неофициальный характер – официально Связьинвест планирует опубликовать окончательные коэффициенты обмена лишь после проведения советов директоров МРК, на которых будет решаться вопрос вынесения на собрание акционеров вопроса по присоединению к Ростелекому. Первый совет директоров должен состояться в конце апреля. Тем не менее, учитывая важность данной информации, а также ее сильнейшее влияние на рынок, мы публикуем свое мнение по данному вопросу.
- ▮ Во-первых, стоит сказать, что, исходя из имеющейся информации, оценка акций МРК значительно превышает рынок. Очевидно, что таким образом государство страхуется от возможного недовольства миноритариев. Напомним, для присоединения всех МРК к Ростелекому необходимо получить одобрение у 75% и более голосов в каждой МРК. Причем в расчете учитываются и привилегированные акции. Между тем, государство через Связьинвест контролирует лишь 38% капитала в каждой МРК. Таким образом, предложив столь заманчивые коэффициенты, государство пытается минимизировать риски неугодных решений со стороны миноритариев.
- ▮ Говоря о структуре капитала в Ростелекоме после присоединения к нему МРК, государство будет контролировать не менее 54,4% голосов в объединенной компании (учитывается доля владения через Связьинвест, а также через квазигосударственные компании). На владельцев привилегированных акций МРК придется порядка 11,4% голосующих акций объединенной компании.
- ▮ Мы полагаем, что расчет справедливой стоимости акций МРК на основе метода DCF после появления подобной информации уже не имеет смысла, т.к. цена определяется коэффициентом конвертации и рыночной ценой обыкновенной акции Ростелекома. Данная методика оценки будет сохраняться до закрытия реестров акционеров для голосования по данному вопросу (предположительно – май).
- ▮ Исходя из данных параметров, мы полагаем, что все акции МРК являются недооцененными по отношению к рыночной стоимости акций Ростелекома. Мы устанавливаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» на все бумаги МРК без исключения (см. таблицу на стр. 2). В качестве наиболее недооцененных бумаг мы выделяем обыкновенные акции ЮТК, Сибирьтелекома и Уралсвязьинформа.

Коэффициенты обмена акций МРК на акции Ростелекома

	Коэффициент обмена ¹ , акций МРК/акция		Цена (рынок), руб.		Оценка ¹ , руб.		Оценка ² , руб.	
	Ростелекома							
	ао	ап	ао	ап	ао	ап	ао	ап
Волгателеком	0,9254	1,1766	97,02	83,20	155,12	122,00	161,01	126,63
Дальсвязь	0,9657	1,2285	111,70	92,49	148,65	116,85	154,29	121,29
СЗТ	4,2395	5,3926	21,70	18,30	33,86	26,62	35,15	27,63
Сибирьтелеком	48,4966	61,6094	1,78	1,58	2,96	2,33	3,07	2,42
Уралсвязьинформ	90,2830	114,8400	0,98	0,86	1,59	1,25	1,65	1,30
Центртелеком	4,0210	5,1158	22,78	18,41	35,70	28,06	37,06	29,13
ЮТК	20,1899	25,6798	4,04	3,63	7,11	5,59	7,38	5,80
Ростелеком	-	-	149,00	79,20	143,55	112,83	-	-

¹ Исходя из данных газеты "Коммерсантъ"

² Исходя из коэффициентов обмена и рыночной стоимости акций Ростелекома

Источники: Коммерсантъ, ММВБ, Оценка: Велес Капитал

Оценка стоимости акций МРК

	Цена (рынок), долл.		Оценка ¹ , долл.		Премия / (Дисконт) к рынку, %		Рекомендация			
							Старая		Новая	
	ао	ап	ао	ап	ао	ап	ао	ап	ао	ап
Волгателеком	3,29	2,82	5,46	4,29	65,95	52,20	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Дальсвязь	3,78	3,13	5,23	4,11	38,13	31,13	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
СЗТ	0,74	0,62	1,19	0,94	61,96	50,98	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Сибирьтелеком	0,06	0,05	0,10	0,08	72,80	53,55	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,03	0,03	0,06	0,04	69,27	51,75	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Центртелеком	0,77	0,62	1,26	0,99	62,67	58,25	СОКРАЩАТЬ	СОКРАЩАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ЮТК	0,14	0,12	0,25	0,20	82,67	60,06	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ

¹ Исходя из коэффициентов обмена и рыночной стоимости акций Ростелекома

Источники: Коммерсантъ, ММВБ, Оценка: Велес Капитал

Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций				
Доходный подход		Сравнительный подход	Затратный подход	
Метод DCF		Мультипликативный анализ	Метод чистых активов	
Концепция оценки единого объекта (EV) *	Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)		
Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **	Дисконтирование ден. потоков для акционеров (FCFE)	Дисконтирование эк. прибыли для акционеров (Edwards-Bell-Ohlson метод)		

* Стоимость долга рассчитывается отдельно и затем вычитается из общей стоимости бизнеса (target EV), сформированной исходя из ден. потоков / эк. прибыли фирмы.

** Долг учитывается в расчете интегрированно - через ежегодные погашения. Соответственно справедливая стоимость акц. капитала (target SV) формируется прямым образом - исходя из ден. потоков / эк. прибыли для акционеров.

Примечание:

DCF Методы отличаются от методов эк.прибыли способом учета инвестиций. Методы концепции оценки единого объекта отличаются от методов прямого расчета стоимости акционерного капитала - способом учета стоимости и обслуживания долговых обязательств.

Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

	расчет стоимости бизнеса (EV) в рамках оценки стоимости единого объекта	расчет стоимости акционерного капитала (SV)
Метод DCF (FCFF)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод DCF (FCFE)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$
Метод экономической прибыли (EVA)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод EBO		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$

Обозначения:

EV	- стоимость бизнеса (Enterprise Value)
SV	- стоимость акционерного капитала (Shareholders Value)
TV	- стоимость бизнеса / акц. капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value)
Сagr	- темпы развития в постпрогнозном периоде
BV, E	- акционерный капитал на начало периода (Balance Value, Equity)
EBIT	- операционная прибыль от продаж, прибыль до уплаты процентов по кредиту и налога на прибыль
EBITDA	- операционная прибыль до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации
EBT	- доналоговая прибыль (Earnings Before Tax)
EAT	- чистая прибыль (Earnings After Tax)
EPS	- чистая прибыль на одну акцию (Earnings Per Share)
NOPAT	- чистая операционная прибыль, очищенная от эффектов долевого финансирования $NOPAT = EBIT * (1 - \text{эффективная ставка налога на прибыль})$
FCFF	- свободный ден.поток фирмы (Free Cash Flow to Firm) $FCFF = \text{валовый ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$ $\text{Валовый ден. поток} = NOPAT + \text{амортизация}$
FCFE	- свободный ден.поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity) $FCFE = \text{валовый акционерный ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$ $\text{Валовый акционерный ден. поток} = EAT \text{ операционной деятельности (вкл. процентные платежи)} - \text{ежегодное погашение долга} + \text{привлечение заемных средств} + \text{амортизация}$
EVA	- экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added) $EVA = \text{спрэд экономической прибыли} * IC = (ROIC - WACC) * IC$
SVA	- экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added) $SVA = \text{спрэд} * E = (ROE - k_s) * E$
WACC	- средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
k_s	- требуемая доходность акционеров
D	- справедливая (рыночная) стоимость чистого долга
Cash	- денежные средства, а также рыночные ценные бумаги на балансе
NA	- неоперационные активы
IC	- инвестированный капитал в операционную деятельность на начало периода (Invested Capital)
ROIC	- рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital) $ROIC = NOPAT / IC$
ROE	- рентабельность акционерного капитала (Return on Equity)
ROA	- рентабельность активов (Return on Assets)

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».

Аналитическое управление**research@veles-capital.ru****Михаил Зак**

Начальник Управления

Стратегия

MZak@veles-capital.ru**Станислав Фоменко**

Металлургия

SFomenko@veles-capital.ru**Дмитрий Лютыгин**

Нефть и газ

DLyutyagin@veles-capital.ru**Иван Манаенко**Начальник отдела анализа
долгового рынка**IManaenko@veles-capital.ru****Марина Иркин**

Машиностроение и транспорт

Mirkly@veles-capital.ru**Илья Федотов**

Телекоммуникации

IFedotov@veles-capital.ru**Олег Зотиков**

Энергетика

OZotikov@veles-capital.ru**Департамент операций на рынке акций****secondtiers@veles-capital.ru****Александр Антипов**

Руководитель департамента

AAntipov@veles-capital.ru**Игорь Волков**

Сейлз-трейдер

IVolkov@veles-capital.ru**Алексей Никогосов**

Сейлз-трейдер

ANikogosov@veles-capital.ru**Дмитрий Перегудов**

Сейлз-трейдер

DPeregudov@veles-capital.ru**Анна Шебеко**

Международные продажи

AShebeko@veles-capital.ru**Управление по работе с VIP клиентами****sales@veles-capital.ru****Юрий Павлов**

Директор (VIP клиенты)

YPavlov@veles-capital.ru**Сергей Ветошкин**

Корпоративные клиенты

SVetoshkin@veles-capital.ru**Управление доверительных операций****am@veles-capital.ru****Бейшен Исаев**

Начальник Управления

BIsaev@veles-capital.ru**Вадим Лабед**

Работа с инвесторами

VLabed@veles-capital.ru**Станислав Бродский**

Инвестиционные продукты

SBrodsky@veles-capital.ruРоссия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж

Телефон: 7 (495) 258 1988

Факс: 7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025,

Б. Житомирская ул., д. 20

Телефон: +38 (044) 459 0250

Факс: +38 (044) 459 0251