

Ростелеком

Квартальная отчетность

Ключевые моменты

- На прошлой неделе Ростелеком подвел итоги 1 кв. 2011 г. по МСФО. Компания подготовила отчетность из предположения, что 7 МРК и Дагсвязьинформ уже входят в состав группы «Ростелеком». Квартальная выручка объединенной компании составила 72,4 млрд руб. (+8% г/г), OIBDA сократилась на 2%, до 27,2 млрд руб., чистая прибыль выросла на 6% и составила 10,6 млрд руб.
- В целом, мы оцениваем результаты компании как умеренно слабые, в первую очередь за счет просадки рентабельности. Возможно, данный факт связан с проходящей реорганизацией холдинга. Кроме того, фактически, Ростелеком и МРК работали как отдельные юридические лица и еще не начал реализовываться синергетический эффект. Мы полагаем, что во втором полугодии результаты компании улучшатся.
- Основным драйвером роста выручки Ростелекома остаются услуги предоставления доступа к сети интернет – выручка в данном сегменте выросла на 19%, количество пользователей увеличилось на 1/3. По нашим оценкам, именно это направление будет продолжать двигать выручку компании вверх.
- В первом полугодии Ростелеком был активным в сегменте M&A. Компания приобрела 72%-ю долю в крупнейшем кабельном операторе – НТК. Кроме того, в июне были куплены 40% акций в Башинформсвязи. Не исключено, что в ближайшем будущем компания увеличит свою долю в башкирском операторе до контрольной.
- Мы переоценили акции Ростелекома, включив финансовые результаты деятельности компании в 1 кв. 2011 г., а также корпоративные события, которые имели место в 1 пол. 2011 г. Наша новая оценка обыкновенных акций Ростелекома составляет 7,64 долл. за бумагу, что предполагает 13%-й потенциал роста. Прежняя оценка – 8,2 долл. Оценка привилегированных бумаг понижена с 3,66 долл. до 3,63 долл. за акцию. Понижение оценок связано, в первую очередь, с активностью в сфере M&A и ростом долговой нагрузки. Мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по обоим типам акций Ростелекома.

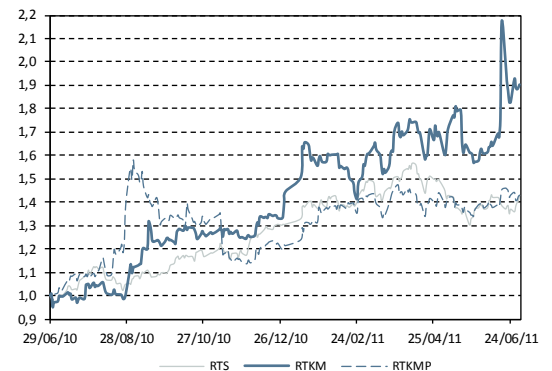
Цель: 7,6 долл. (+13%), ПОКУПАТЬ

Аналитик: Илья Федотов

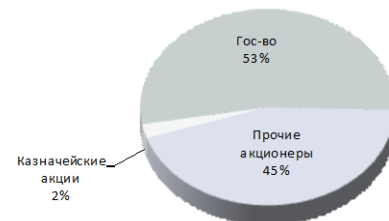
Эл. почта: IFedotov@veles-capital.ru

Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса РТС



Акционеры



Информация о компании

Код РТС	RTKM / RTKMP
Цена ао, долл.	6,76
Цена ап, долл.	3,10
Мин./макс. цена акции за 52 недели (ао), долл.	3,44 / 7,71
Мин./макс. цена акции за 52 недели (ап), долл.	2,20 / 3,43
Справедливая цена акции на конец года (ао), долл.	7,64
Справедливая цена акции на конец года (ап), долл.	3,63
Потенциал роста (об.), %	13,0
Потенциал роста (прив.), %	16,9
Количество акций (об.), шт. ¹	2 750 167 459
Количество акций (пр.), шт. ¹	172 789 566
Рыночная капитализация, млн долл.	18 580
EV, млн долл.	23 048

¹За вычетом казначейских акций

Финансовые показатели и коэффициенты

	2010	2011 (П)	2012 (П)
Выручка, млн долл.	9 076	10 128	11 351
ЕБИТДА, млн долл.	3 490	3 969	4 642
Чистая прибыль, млн долл.	1 034	1 391	1 676
Норма ЕБИТДА, %	38,4	39,2	40,9
Норма чистой прибыли, %	11,4	13,7	14,8
EV / S	2,54	2,28	2,03
EV / ЕБИТДА	6,60	5,81	4,97
P / E	17,97	13,36	11,09
ROIC, %	12,5	12,3	15,5
ROE, %	14,8	15,3	16,4

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

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 2011г.



Финансовые результаты Ростелекома по МСФО, млн долл.

	1 кв. 2010 г. Изм., % 1 кв. 2011 г.		
Выручка	2 253	10,2	2 482
Расходы	(1 750)	14,0	(1 994)
в т.ч. амортизация	(427)	4,4	(446)
Прибыль от продаж	503	-3,1	488
Норма прибыли от продаж, %	22,3	-2,7	19,7
ЕБИТДА	931	0,3	934
Норма ЕБИТДА, %	41,3	-3,7	37,6
Разовые статьи	0	н/с	0
Проценты к уплате	(111)	0,6	(111)
Прочие неоперационные доходы /	28	202,0	84
Прибыль до налогообложения	420	9,5	460
Норма прибыли до налогообложения, %	18,7	-0,1	18,5
Налог на прибыль	(86)	13,9	(98)
Доля меньшинства	(0)	2315,0	(4)
Чистая прибыль	334	7,2	358
Норма чистой прибыли, %	14,8	-0,4	14,4
Средний курс доллара к рублю	29,84	-2,3	29,16

Примечание: изменение процентных величин в процентных пунктах

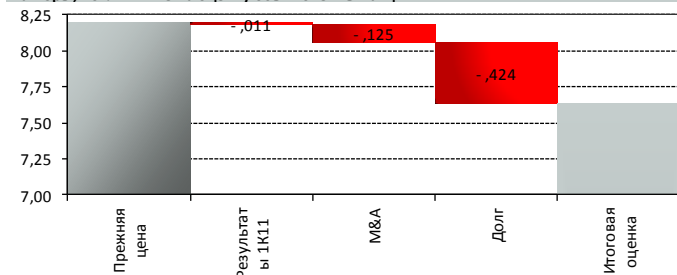
Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



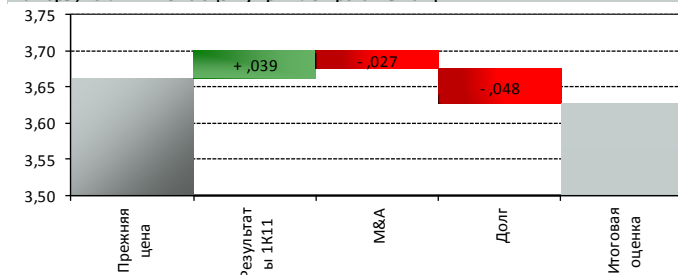
Финансовая модель и оценка компании, млн долл.

	2010	2011 (п)	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)		2010	2011 (п)	2012 (п)	2013 (п)	2014 (п)			
Отчет о прибылях и убытках						WACC								
Выручка	9 076	10 128	11 351	11 705	12 010	Безрисковая ставка, %			5,3	5,1	5,2			
Операционные расходы (без амортизации)	(5 587)	(6 158)	(6 709)	(6 888)	(7 006)	Налог на прибыль, %			22,9	22,2	20,0			
ЕВИТДА	3 490	3 969	4 642	4 816	5 005	Стоимость акционерного капитала (ао),			14,2	13,5	13,2			
Амортизация	(1 683)	(1 865)	(2 044)	(2 092)	(2 132)	Систематический риск рынка акций, %			5,0	5,0	5,0			
ЕВИТ	1 806	2 104	2 598	2 724	2 873	Beta leveraged			1,1	1,0	0,9			
Разовые статьи	(151)	0	0	0	0	Специфический риск компании, %			3,3	3,3	3,3			
Процентные расходы	(388)	(324)	(490)	(234)	(146)	Стоимость долга, %			8,7	8,4	8,4			
Неоперационные доходы/расходы	95	35	59	6	7	Специфический риск компании, %			3,4	3,3	3,3			
Прибыль до налогообложения	1 362	1 815	2 167	2 496	2 734	Стоимость привилегированных акций, %			12,0	11,7	11,7			
Налог на прибыль	(331)	(428)	(495)	(553)	(547)	Специфический риск инвестиций в ап, %			6,7	6,6	6,6			
Доля меньшинства	3	4	4	5	6	WACC, %			13,0	13,0	12,8			
Чистая прибыль	1 034	1 391	1 676	1 948	2 193									
Баланс						Свободный денежный поток								
Долгосрочные активы	12 261	14 547	14 498	14 099	14 117	НОРАТ	1 577	1 692	1 912	2 064	2 245			
ОС и НА	10 863	11 891	11 872	11 571	11 620	Дивиденды по ап	(184)	(4)	(37)	(42)	(48)			
Прочие долгосрочные активы	1 399	2 656	2 626	2 527	2 497	Амортизация	1 683	1 865	2 044	2 092	2 132			
Краткосрочные активы	1 742	3 562	1 888	1 896	2 363	Капитальные затраты	(2 710)	(2 026)	(2 270)	(2 341)	(2 402)			
Оборотные активы	1 144	1 312	1 372	1 371	1 400	Изменение чистого оборотного капитала	(132)	27	32	25	24			
Краткосрочные инвестиции	183	1 767	0	0	417	Свободный денежный поток	234	1 555	1 681	1 799	1 951			
Денежные средства	414	484	516	525	546	Ставка дисконтирования, %			13,0	13,0	12,8			
Итого активы	14 003	18 110	16 386	15 994	16 480	Коэффициент дисконтирования			0,94	0,83	0,74			
Средства акционеров	6 992	9 056	10 164	11 182	12 631	Диск. свободный денежный поток	1 582	1 498	1 438					
Акционерный капитал	6 991	9 059	10 171	11 194	12 648									
Доля меньшинства	0	(3)	(7)	(12)	(17)	Потоки по привилегированным акциям								
Долгосрочные обязательства	3 878	4 402	2 991	1 829	1 735	Поток дивидендов	184	4	37	42	48			
Долгосрочные займы	2 885	3 322	1 926	807	728	Ставка дисконтирования, %			12,0	11,7	11,7			
Прочие долгосрочные обязательства	993	1 081	1 065	1 022	1 007	Коэффициент дисконтирования			0,95	0,85	0,76			
Краткосрочные обязательства	3 133	4 651	3 231	2 983	2 114	Дисконтированный поток дивидендов	35	35	37					
Краткосрочные займы	1 644	2 910	1 350	1 043	67									
Оборотные обязательства	1 490	1 742	1 881	1 940	2 047	Оценка стоимости обыкновенных акций								
Итого обязательства и средства акционеров	14 003	18 110	16 386	15 994	16 480	Ставка роста в постпрогнозный период,		3,0						
						Сумма дисконтированного потока (+)		13 006						
Движение денежных средств						Дисконтированная продленная стоимость		11 729						
Основная деятельность	2 799	3 366	3 794	4 148	4 415	Стоимость бизнеса компании		24 735						
Чистая прибыль	1 362	1 815	2 167	2 496	2 734	Стоимость чистого долга (-)		3 980						
Амортизация	1 683	1 865	2 044	2 092	2 132	Доля миноритарных акционеров (-)		(7)						
Изменение оборотного капитала	(132)	27	32	25	24	Стоимость финансовых вложений (+)		240						
Прочее	(114)	(341)	(449)	(466)	(475)	Стоимость акционерного капитала		21 003						
Инвестиционная деятельность	(2 280)	(4 600)	(464)	(2 341)	(2 822)	Фундаментальная стоимость ао, долл.		7,64						
Приобретение внеоборотных активов	(1 707)	(2 026)	(2 270)	(2 341)	(2 402)	Оценка стоимости привилегированных акций								
Операции с дочерними компаниями	(1 003)	(1 079)	0	0	0	Ставка роста в постпрогнозный период,		3,0						
Прочее	429	(1 495)	1 807	0	(420)	Сумма дисконтированного потока (+)		315						
Финансовая деятельность	(555)	1 265	(3 291)	(1 776)	(1 564)	Дисконтированная продленная стоимость		312						
Изменение долга	745	1 269	(2 889)	(1 322)	(1 035)	Стоимость привилегированных акций		627						
Изменение акционерного капитала	(831)	0	0	0	0	Фундаментальная стоимость ап, долл.		3,63						
Выплата дивидендов	(464)	(4)	(402)	(455)	(529)	Чувствительность оценки обыкновенных акций, %								
Прочее	(5)	0	0	0	0	TGR	WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Изменение денежных средств	(36)	32	39	31	29	1,0	31	14	1	-10	-20	-28	-34	
						2,0	42	22	7	-6	-16	-25	-32	
						3,0	57	33	14	0	-12	-21	-29	
						4,0	77	46	24	7	-6	-17	-26	
						5,0	105	65	37	16	0	-12	-22	
Коэффициенты						Чувствительность оценки привилегированных акций, %								
Рентабельность ЕВИТДА, %	38,4	39,2	40,9	41,1	41,7	TGR	Rate	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Рентабельность чистой прибыли, %	11,4	13,7	14,8	16,6	18,3	1,0	9	3	-4	-9	-14	-19	-24	
ЕВИТДА / процентные расходы, 1x	9,0	12,2	9,5	20,6	34,3	2,0	15	8	1	-5	-11	-16	-20	
Инвестиции / выручка, %	18,8	20,0	20,0	20,0	20,0	3,0	21	14	6	0	-6	-11	-17	
ROE, %	14,8	15,3	16,4	17,4	17,3	4,0	29	21	13	6	0	-6	-12	
ROIC, %	12,5	12,3	15,5	17,0	18,4	5,0	39	30	22	14	7	0	-6	
Долг/ЕВИТДА	1,3	1,6	0,7	0,4	0,2	Рыночные мультипликаторы, 1x								
Чистый долг/ЕВИТДА	1,1	1,0	0,6	0,3	н/с	EV / Sales	2,5	2,3	2,0	2,0	1,9			
Долг/собственный капитал	0,6	0,7	0,3	0,2	0,1	EV / ЕВИТДА	6,6	5,8	5,0	4,8	4,6			
						EV / ЕВИТ	12,8	11,0	8,9	8,5	8,0			
						P / E	18,0	13,4	11,1	9,5	8,5			
						P / BV	2,7	2,1	1,8	1,7	1,5			
						EV / FCF	98,6	14,8	13,7	12,8	11,8			

Факторы, повлиявшие на оценку обыкновенных акций



Факторы, повлиявшие на оценку привилегированных акций



Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



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, указанных 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 2011 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».



Департамент операций на рынке акций

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

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Управление по работе с VIP клиентами

Юрий Павлов
Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Управление анализа рынка акций

Илья Федотов
Начальник управления, телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ
VTanurkov@veles-capital.ru

Управление доверительных операций

Бейшен Исаев
начальник управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
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
www.veles-capital.ua