

Аналитический обзор
4 сентября 2009 г.

Телекоммуникации
Россия

Комстар-ОТС

Очистка баланса и бизнеса

Рекомендация: **ПОКУПАТЬ**

Аналитик: Илья Федотов
Эл. почта: IFedotov@veles-capital.ru

Основные моменты

☎ Сегодня газета «Коммерсант» опубликовала статью, в которой говорится, что вице-премьер Сергей Иванов одобрил схему обмена активов между государством и АФК «Система». По информации издания, государство получает блокпакет акций Связьинвеста, находящийся на балансе Комстара. В свою очередь, с Комстара списывается кредит перед Сбербанком на сумму 26 млрд руб. Кроме этого Система получает от Связьинвеста акции МГТС, а также компенсирует разницу своим пакетом в Скай Линк.

☎ Мы рассмотрели данную сделку с точки зрения Комстара, в случае если информация, изложенная в статье Коммерсанта, подтвердится. На наш взгляд, данная сделка носит положительный окрас для компании, как с точки зрения качественных категорий, так и с точки зрения фундаментального анализа.

☎ В числе качественных моментов мы отмечаем избавление от блокпакета Связьинвеста, инвестиции в который, по сути, были замороженными, т.к. Комстар за 3 года так и не добился значимого влияния на деятельность дочек холдинга. Аналогичная ситуация и в отношении акций МГТС, но в данном случае ситуация складывается в пользу Комстара. За блокпакет Связьинвеста государство расплачивается списанием кредита на сумму 26 млрд руб., что благоприятно отразится на структуре баланса Комстара, долг которого значительно сократится.

☎ Тем не менее, можно констатировать, что инвестиция в Связьинвест, с точки зрения миноритарных акционеров Комстара, была неудачной. Компания потратила на эти акции 1,3 млрд долл., плюс средства, которые были выплачены прежнему акционеру Связьинвеста – Леонарду Блаватнику – по опционным соглашениям. Кроме этого необходимо учитывать отсутствие какой-либо финансовой отдачи по данной инвестиции. В случае если Система согласится – блокпакет будет продан по цене 23,5 млрд руб., что ниже даже стоимости его приобретения.

☎ Мы пересчитали стоимость акций Комстара с учетом возможных изменений, при предположении, что обмен активами состоится до конца этого года. Мы не меняем наши прогнозы относительно доходов и расходов компании, учитывая лишь улучшение качества баланса и снижение доли меньшинства за счет сделки с государством. Наша новая оценка акций/GDR Комстара составляет 6,409 долл. против прежней оценки в 6,294 долл. Рекомендация по бумагам компании остается прежней – «ПОКУПАТЬ».

Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса РТС



Информация о Комстар-ОТС

Код РТС / LSE	CMST
Цена обыкновен. акции, долл.	4,850
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл.	1,750 / 6,000
Справедливая цена акции/GDR на конец года,	6,409
Потенциал роста (об.), %	32,1
Всего обыкновенных акций, шт. ¹	358 224 856
Рыночная капитализация, млн долл.	1 737
EV, млн долл.	2 477

¹ За вычетом казначейских акций

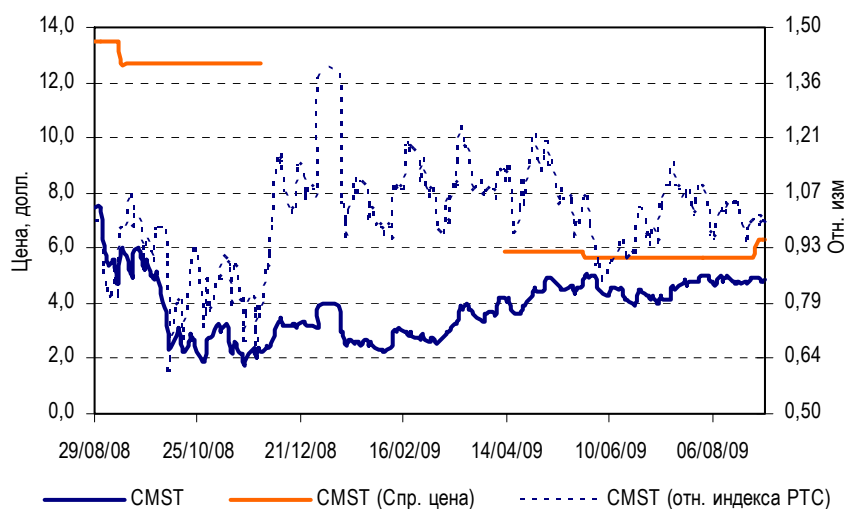
Финансовые показатели (US GAAP)	2008	2009 (П)	2010 (П)
Выручка, млн долл.	1 648	1 416	1 410
OIBDA, млн долл.	683	557	525
Чистая прибыль, млн долл.	180	127	278
Норма OIBDA, %	41,4	39,3	37,2
Норма чистой прибыли, %	10,9	8,9	19,7

Финансовые коэффициенты	2008	2009 (П)	2010 (П)
EV / S	1,50	1,75	1,76
EV / OIBDA	3,63	4,45	4,72
P / E	9,67	13,71	6,25
ROIC, %	9,8	8,9	16,2
ROE, %	8,6	8,1	19,2

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 2009 г.

История справедливых оценок Комстар-ОТС



Рекомендации по акциям сектора

Бумага	Тикер	Текущая цена, долл.	Цель на конец года, долл.	Текущий потенциал роста, %	Рекомендация	Дата пересмотра рекомендации	Инвестиционная идея
Традиционная телефония							
Волгателеком, ао	NNSI	1,7200	3,0523	77,5	ПОКУПАТЬ	03.07.2009	Обвал котировок в прошлом году предполагает существенный потенциал роста стоимости акций сектора несмотря на наличие негативных моментов
Волгателеком, ап	NNSIP	1,3600	2,2893	68,3	ПОКУПАТЬ	03.07.2009	
Дальсвязь, ао	ESPK	2,5400	3,4860	37,2	ПОКУПАТЬ	18.06.2009	
Дальсвязь, ап	ESPKP	1,8000	2,6145	45,2	ПОКУПАТЬ	18.06.2009	
СЗТ, ао	SPTL	0,3270	0,5030	53,8	ПОКУПАТЬ	17.07.2009	
СЗТ, ап	SPTLP	0,3170	0,3773	19,0	ПОКУПАТЬ	17.07.2009	
Сибирьтелеком, ао	ENCO	0,0300	0,0379	26,5	ПОКУПАТЬ	19.08.2009	
Сибирьтелеком, ап	ENCOP	0,0216	0,0285	31,8	ПОКУПАТЬ	19.08.2009	
Уралсвязьинформ, ао	URSI	0,0204	0,0323	58,4	ПОКУПАТЬ	25.06.2009	
Уралсвязьинформ, ап	URSIP	0,0173	0,0242	40,1	ПОКУПАТЬ	25.06.2009	
Центртелеком, ао	ESMO	0,4400	0,3072	-30,2	СОКРАЩАТЬ	10.08.2009	
Центртелеком, ап	ESMOP	0,3800	0,2304	-39,4	СОКРАЩАТЬ	10.08.2009	
ЮТК, ао	KUBN	0,0500	0,0461	-7,8	ДЕРЖАТЬ	14.08.2009	Высокая долговая нагрузка несет в себе значительные риски инвестирования в данные бумаги
ЮТК, ап	KUBNP	0,0525	0,0346	-34,1	ДЕРЖАТЬ	14.08.2009	
Альтернативная телефония							
Комстар-ОТС	CMST	4,8500	6,4090	32,1	ПОКУПАТЬ	04.09.2009	Компания имеет все предпосылки пережить кризис с минимальными потерями
Дальняя связь							
Ростелеком, ао	RTKM	5,1850	3,4406	-33,6	ПРОДАВАТЬ	22.06.2009	Слишком высокая рыночная цена, ставшая результатом скупки акций и не подкрепленная фундаментальными факторами
Ростелеком, ап	RTKMP	1,4900	2,5805	73,2	ПОКУПАТЬ	22.06.2009	
Сотовая связь							
Вымпелком	VIMP	15,97	11,69	-26,8	ПРОДАВАТЬ	28.08.2009	Высокая долговая нагрузка ограничивает перспективы роста
МТС	MTSS	6,35	9,49	49,4	ПОКУПАТЬ	12.08.2009	
Media							
СТС Media	CTCM	13,51	13,85	2,5	АККУМУЛИРОВАТЬ	07.08.2009	Котировки постепенно приближаются к фундаментальным уровням

Оценка: Велес Капитал

Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций				
Доходный подход		Сравнительный подход	Затратный подход	
Метод DCF		Мультипликативный анализ	Метод чистых активов	
Метод экономической прибыли				
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)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{sj})^i} + \frac{TV}{(1+k_{sj})^n} + Cash + NA$
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		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{sj})^i} + \frac{TV}{(1+k_{sj})^n} + Cash + NA$

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 - эффективная ставка налога на прибыль)
- FCFF - свободный ден.поток фирмы (Free Cash Flow to Firm)
FCFF = валовый ден. поток - валовые инвестиции
Валовый ден. поток = NOPAT + амортизация
- FCFE - свободный ден.поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity)
FCFE = валовый акционерный ден. поток - валовые инвестиции
Валовый акционерный ден. поток = EAT операционной деятельности (вкл. процентные платежи) - ежегодное погашение долга + привлечение заемных средств + амортизация
- EVA - экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added)
EVA = спрэд экономической прибыли * IC = (ROIC - WACC) * IC
- SVA - экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added)
SVA = 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 2009 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».

Контакты

Аналитическое управление

research@veles-capital.ru

Михаил Зак
Начальник Управления
Стратегия
MZak@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Начальник отдела анализа
долгового рынка
IManaenko@veles-capital.ru

Илья Федотов
Телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Станислав Фоменко
Металлургия
SFomenko@veles-capital.ru

Марина Иркли
Машиностроение и транспорт
MIrkly@veles-capital.ru

Олег Зотиков
Энергетика
OZotikov@veles-capital.ru

Дмитрий Лютягин
Нефть и газ
DLyutyagin@veles-capital.ru

Управление фондовых операций

sales@veles-capital.ru

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

Сергей Ветошкин
Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Александр Таран
Трейдинг (Украина)
ATaran@veles-capital.com.ua

Управление доверительных операций

am@veles-capital.ru

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabeled@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Россия, 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, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,
д. 37/55
Телефон: 38 (044) 459 0250
Факс: 38 (044) 459 0251