

Фиксированные телекомы: Низкие дивиденды, акцент на объединение

Тикер	Обыкновенные акции					Привилегированные акции					Рекомендация	
	рын. цена \$	дивид. 09(о), \$	дивид. дох., %	целевая цена, \$	потен. циал, %	рын. цена \$	дивид. 09(о), \$	дивид. дох., %	целевая цена, \$	потен. циал, %		
Центр Телеком	ESMO(P)	0.773	0.014	2%	0.840	9%	0.667	0.029	4%	0.630	-5%	Держать
Дальсвязь	ESPK(P)	3.57	0.106	3%	4.50	26%	2.90	0.214	7%	3.40	17%	Покупать
МГТС	MGTS(P)	13.0	0.346	3%	15.0	15%	12.0	1.728	14%	15.0	25%	Держать
С-3 Телеком	SPTL(P)	0.800	0.018	2%	0.680	-15%	0.624	0.038	6%	0.510	-18%	Продавать
Ростелеком	RTKM(P)	5.00	0.040	1%	N/R	n/a	2.25	0.076	3%	4.00	78%	Спек. Пок.**
Сибирь Телеком	ENCO(P)	0.059	0.0006	1%	0.062	5%	0.049	0.0012	3%	0.046	-5%	Держать
ЮТК	KUBN(P)	0.153	0.0019	1%	0.110	-28%	0.123	0.0039	3%	0.080	-35%	Продавать
Уралсвязьинформ	URSI(P)	0.031	0.0004	1%	0.035	14%	0.027	0.0012	4%	0.026	-4%	Держать
Волга Телеком	NNSI(P)	3.40	0.077	2%	4.30	26%	2.80	0.154	6%	3.20	14%	Покупать

* дивиденды за 2009г. рассчитаны по курсу 30 руб./\$. ** рекомендация по префам Ростелекома

Источник: Данные компаний; РТС; ММББ; оценки РМГ

В этом году мы не прогнозируем привлекательной дивидендной доходности в секторе фиксированной связи. Основным фактором движения цен являются ожидания касательно оценки региональных телекомов при слиянии с Ростелекомом, анонсирование которой предполагается в 1 квартале. После бурного роста котировок большинство бумаг выглядят адекватно оцененными или даже переоцененными, а мультипликаторы объединенного Ростелекома – как минимум соответствующими аналогам с развивающихся рынков. Среди МРК мы видим потенциал роста лишь в акциях Дальсвязи и Волга Телекома.

- ✓ Мы ожидаем небольшого роста дивидендов фиксированных телекомов за 2009г. Однако текущая дивидендная доходность бумаг значительно ниже прошлогодней из-за многократного роста котировок за этот период. В этой связи мы не рассматриваем традиционную дивидендную «весеннюю сессию» как вероятный драйвер роста бумаг в секторе.
- ✓ Основной движущей силой для цен МРК сейчас является предстоящее слияние с Ростелекомом, в частности, определение коэффициентов конвертации акций, планируемое на 1 квартал этого года. Слухи вокруг этого уже существенно взвинтили цены большинства МРК.
- ✓ Мы полагаем, что конец этого ралли может быть близок, после чего возможна некоторая коррекция цен. Ряд бумаг уже торгуется заметно выше иностранных аналогов, хотя, как правило, к российским компаниям применяется дисконт (см. таблицу ниже). Так, акции ЮТК оценены сейчас по коэффициенту EV/EBITDA на уровне 4.6x против 4.2x у аналогов с развивающихся рынков. Более низкие мультипликаторы других МРК (в среднем 3.4x) можно было бы рассматривать как повод для их покупки. Но по текущим ценам объединенный Ростелеком торговался бы с коэффициентом 4.2x (из-за искусственно завышенной рыночной цены), что вряд ли соответствует перспективам будущей компании. По фундаментальным показателям текущая стоимость Ростелекома должна быть ниже, но падение цены до объединения маловероятно, учитывая то, что государство контролирует почти 100% голосующих акций. В этом смысле акции МРК смотрятся более слабыми в плане сохранения цен. По этой же причине рост котировок обыкновенных акций Ростелекома был бы негативен для бумаг МРК.
- ✓ Кроме того, наши DCF модели предполагают, что большинство МРК уже оценены справедливо или даже переоценены. К последним мы относим ЮТК и Северо-Западный Телеком, фаворитов недавнего ралли. Мы сохраняем рекомендацию Покупать только по акциям Дальсвязи и Волга Телекома. Вообще, объявление результатов оценки может стать поводом для фиксации прибыли по всем МРК.
- ✓ Мы сомневаемся в привлекательности привилегированных акций МГТС, несмотря на высокие расчетные дивиденды, получаемые при следовании требованиям устава. Основной акционер, Комстар ОТС, контролирует порядка 70% как обыкновенных, так и привилегированных акций, и, скорее всего, проголосует против дивидендов без ущерба по отношению к своей позиции в компании.
- ✓ Мы также оставляем неизменной рекомендацию по префам Ростелекома, несмотря на низкие дивиденды. Мотивация к росту цены остается из-за сохраняющегося высокого дисконта к обыкновенным акциям, хотя низкая оценка Ростелекома оценщиком может внести коррективы.

Оценка МРК и объединенного Ростелекома относительно иностранных аналогов

	Тикер	Капитализация, \$млн	Чистый долг, \$млн	EV, \$млн	Мультипликаторы (2009о)		
					EV/S	EV/EBITDA	P/E
Центр Телеком	ESMO(P)	1 571	572	2 143	1.9	4.1	8.1
Дальсвязь	ESPK(P)	431	153	585	1.1	2.8	5.5
С-3 Телеком	SPTL(P)	861	519	1 380	1.7	3.6	8.7
Ростелеком (до объединения)	RTKM(P)	4 190	-616	3 574	1.7*	8.5*	27.9*
Сибирь Телеком	ENCO(P)	899	631	1 530	1.3	3.1	8.1
ЮТК	KUBN(P)	574	634	1 208	1.8	4.6	13.7
Уралсвязьинформ	URSI(P)	1 202	663	1 865	1.5	3.8	10.7
Волга Телеком	NNSI(P)	1 066	316	1 382	1.3	3.0	7.9
Объединенный Ростелеком		10 794	2 872	13 667	1.5	4.2	11.7
Развивающиеся рынки					1.7	4.2	10.0
<i>Премия /Дисконт</i>					<i>-10%</i>	<i>0%</i>	<i>17%</i>
Развитые рынки					1.7	5.1	11.2
<i>Премия /Дисконт</i>					<i>-10%</i>	<i>-17%</i>	<i>5%</i>

* прогноз финансов Ростелекома на базе данных за 9М 2009г. по МСФО

Источник: Данные компаний; оценки РМГ

Дивиденды Центр Телекома

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	2 048	3 635	2 585	4 533
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.200	0.355	0.246	0.431
- общие выплаты, млн руб.	316	560	388	680
- в % от чистой прибыли	15.4%	15.4%	15.0%	15.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.389	0.691	0.492	0.862
- общие выплаты, млн руб.	205	363	259	453
- в % от чистой прибыли	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Дивиденды Дальсвязи

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	761	874	1 736	2 034
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.800	0.910	2.724	3.192
- общие выплаты, млн руб.	76	87	260	305
- в % от чистой прибыли	10.1%	10.0%	15.0%	15.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	2.400	2.760	5.477	6.418
- общие выплаты, млн руб.	75	86	171	200
- в % от чистой прибыли	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Дивиденды МГТС

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	6 349	7 501	3 217	8 279
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	8.750	4.700	0.000	10.370
- общие выплаты, млн руб.	699	375	0	828
- в % от чистой прибыли	11.0%	5.0%	0.0%	10.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	39.770	46.980	0.000	51.852
- общие выплаты, млн руб.	635	750	0	828
- в % от чистой прибыли	10.0%	10.0%	0.0%	10.0%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Дивиденды Северо-Западного Телекома

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	2 426	11 305	3 622	3 256
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.357	0.642	0.617	0.554
- общие выплаты, млн руб.	315	566	544	488
- в % от чистой прибыли	13.0%	5.0%	15.0%	15.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.858	3.997	1.282	1.151
- общие выплаты, млн руб.	215	1 001	321	288
- в % от чистой прибыли	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Дивиденды Ростелекома

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	7 185	9 424	7 072	4 793
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	1.479	1.940	1.941	1.316
- общие выплаты, млн руб.	1 078	1 414	1 414	959
- в % от чистой прибыли	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	2.959	3.881	2.912	1.974
- общие выплаты, млн руб.	719	942	707	479
- в % от чистой прибыли	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Дивиденды Сибирь Телекома

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	1 254	2 645	2 107	1 457
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.017	0.036	0.026	0.018
- общие выплаты, млн руб.	204	431	316	219
- в % от чистой прибыли	16.3%	16.3%	15.0%	15.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.032	0.067	0.053	0.037
- общие выплаты, млн руб.	123	260	207	143
- в % от чистой прибыли	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Дивиденды ЮТК

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	1 184	1 827	557	1 146
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.053	0.082	0.028	0.058
- общие выплаты, млн руб.	157	243	84	172
- в % от чистой прибыли	13.3%	13.3%	15.0%	15.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.122	0.188	0.057	0.117
- общие выплаты, млн руб.	118	183	56	113
- в % от чистой прибыли	10.0%	10.0%	10.0%	9.9%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Дивиденды Уралсвязьинформа

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	2 085	3 685	2 678	2 807
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.016	0.023	0.012	0.013
- общие выплаты, млн руб.	529	736	402	421
- в % от чистой прибыли	25.4%	20.0%	15.0%	15.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	0.027	0.047	0.034	0.036
- общие выплаты, млн руб.	208	368	268	281
- в % от чистой прибыли	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Дивиденды Волга Телекома

	2006	2007	2008	2009(о)
Чистая прибыль по РСБУ, млн руб.	2 454	3 323	2 952	3 795
Обыкновенные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	1.578	2.135	1.800	2.314
- общие выплаты, млн руб.	388	525	443	569
- в % от чистой прибыли	15.8%	15.8%	15.0%	15.0%
Привилегированные акции:				
- дивиденд на акцию, руб.	2.993	4.053	3.601	4.628
- общие выплаты, млн руб.	245	332	295	379
- в % от чистой прибыли	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Источник: Данные компании; оценки РМГ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), 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.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз 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 Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

Все права защищены © [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2010