

## Связьинвест

### Миноритариев МРК не обделили

- Сегодня в газете «Коммерсантъ» были опубликованы коэффициенты конвертации акций МРК в акции Ростелекома, а также цены, послужившие основой для расчета коэффициентов.
- Наша оценка стоимости новой компании на базе Ростелекома включает только бизнес самого Ростелекома и присоединенных МРК и составляет \$11.2 млн (на конец 2010 г. без учета синергии). Капитализация рассчитывается как сумма дисконтированных свободных денежных потоков бизнеса Ростелекома и 7 МРК за вычетом чистого долга и рыночной стоимости привилегированных акций Ростелекома. Наша оценка предполагает коэффициент EV/EBITDA 09 = 4.85 х.
- Рыночная капитализация нового Ростелекома (без учета префов компании) на данный момент составляет \$ 10.9 млрд. Если учитывать эффект синергии, который оценивается в 30 млрд руб., то потенциал роста может увеличиться до 16 %. Однако в дальнейших расчетах мы не берем синергию во внимание, учитывая, что ее надо еще реализовать, успех чего будет зависеть от многих факторов, в том числе от новой команды менеджеров.
- Зная коэффициенты обмена, рассчитанные Ernst & Young и, соответственно, объем предполагаемой допэмиссии Ростелекома, можно оценить потенциальную доходность вложений в акции МРК и Ростелекома (с текущих рыночных уровней). Расчет предполагает, что после объявления коэффициентов обмена акции уже нового Ростелекома через какое-то время скорректируются до справедливого уровня.
- По нашим оценкам, объем допэмиссии составит 2 133 млн акций. То есть, справедливая стоимость обыкновенной акции Ростелекома (исходя из стоимости нового Ростелекома) составит \$ 3.9, что на 22 % меньше текущего уровня.
- Таким образом, вложившись в обыкновенные акции МРК на текущих уровнях и конвертировавшись по озвученному коэффициенту в акции Ростелекома, потенциальная доходность вложения достигает около 16 %. При этом наибольшая доходность будет у обыкновенных акций ЮТК, Сибирьтелекома и ЦентрТелекома.
- Что касается привилегированных акций МРК, то средняя доходность вложений в них на данный момент составляет 10 %.
- С учетом ожидаемого нами снижения котировок обыкновенных акций Ростелекома, вложения в привилегированные акции Ростелекома принесут доходность около 7 %.

Акции

Телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина  
[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)  
Горячих Кирилл  
[Goryachih\\_KA@mmbank.ru](mailto:Goryachih_KA@mmbank.ru)

Компания	Коэффициенты обмена	Рассчитанная цена акции, руб.	Рыночная цена	Премия к рынку, %
<b>Уралсвязьинформ</b>				
обыкновенные акции	90.28	1.59	0.98	62.2
привилегированные акции	114.84	1.25	0.86	45.3
<b>Северо-Западный телеком</b>				
обыкновенные акции	4.24	33.86	21.7	56.0
привилегированные акции	5.34	26.62	22.05	20.7
<b>Сибирьтелеком</b>				
обыкновенные акции	48.5	2.96	1.78	66.3
привилегированные акции	61.61	2.33	1.58	47.5
<b>Волгателеком</b>				
обыкновенные акции	0.926	155.12	97.02	59.9
привилегированные акции	1.178	121.93	83.2	46.6
<b>ЮТК</b>				
обыкновенные акции	20.19	7.11	4.04	76.0
привилегированные акции	25.68	5.59	3.63	54.0
<b>Дальсвязь</b>				
обыкновенные акции	0.97	148.65	111.7	33.1
привилегированные акции	1.23	116.85	92.49	26.3
<b>Центртелеком</b>				
обыкновенные акции	4.02	35.7	22.78	56.7
привилегированные акции	5.16	28.06	18.46	52.0
<b>Ростелеком</b>				
обыкновенные акции	—	143.55	149	-3.7
привилегированные акции	—	112.83	79.2	42.5

## Модель ДДП

### Прогноз денежного потока

в млн. руб	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Выручка						
Темп роста (%)						
<b>ЕВИТДА</b>	<b>100 457</b>	<b>103 298</b>	<b>105 322</b>	<b>108 128</b>	<b>110 921</b>	<b>113 629</b>
Рентабельность (%)						
<b>ЕВИТ</b>	<b>50 355</b>	<b>52 522</b>	<b>54 115</b>	<b>56 672</b>	<b>59 334</b>	<b>61 752</b>
Рентабельность (%)						
-Налоги на ЕВИТ	11 582	12 080	12 446	13 035	13 647	14 203
<b>НОРАТ</b>	<b>38 773</b>	<b>40 442</b>	<b>41 668</b>	<b>43 637</b>	<b>45 688</b>	<b>47 549</b>
+ Амортизация	50 102	50 775	51 207	51 456	51 587	51 877
- Капвложения	-56 630	-57 348	-55 584	-54 420	-53 754	-53 524
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	158	-82	-62	-204	-327	-411
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>32 404</b>	<b>33 787</b>	<b>37 229</b>	<b>40 469</b>	<b>43 193</b>	<b>45 491</b>

### Основные предположения

WACC	12.1%
Конечный темп роста	<b>2.0%</b>
Ставка налогообложения	20%
<b>Расчет WACC</b>	
<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>7.3%</b>
Средняя доходность ОФЗ 5 лет	7.3%
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/(D+E)	25.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.27
<b>Стоимость капитала</b>	<b>13.5%</b>
Стоимость долга	10.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>8.0%</b>
<b>WACC</b>	<b>12.1%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	173 937
Конечная стоимость	459 287
Приведенная конечная стоимость	259 419
Стоимость денежных потоков	433 356
Текущий чистый долг (наличность)	97 534
Стоимость привилегированных акций RTKM	20 921
Чистая стоимость компании	314 902
Синергия	30 000
Стоимость компании с учетом синергии, на конец 2010 г.	344 902
\$/руб, среднее в 2010 г.	28.20
<b>Стоимость компании без учета синергии, на конец 2010 г., млн \$</b>	<b>11 167</b>
<b>Стоимость компании с учетом синергии, на конец 2010 г., млн \$</b>	<b>12 231</b>
<b>EV/EBITDA 9 справедливый</b>	<b>4.85</b>
<b>EV/EBITDA 9 market</b>	<b>4.64</b>

	официальная оценка
всего допэмиссия об. акций Ростелекома	2 133
обращающиеся об. акции Ростелекома	729
обращающиеся прив. акции Ростелекома	243
доля государства в об. акциях	53.5%
доля государства в УК	49.3%
доля государства после конвертации префов RTKM с дисконтом 21 %	50.1%
<b>Справедливая капитализация нового Ростелекома без учета синергии (\$ млн)</b>	<b>11 167</b>
<b>Целевая цена об. акции нового Ростелекома (\$)</b>	<b>3.90</b>
<b>Потенциал роста обыкн. акций Ростелекома</b>	<b>-22%</b>
<b>Средний потенциал роста обыкн. акций МРК</b>	<b>16%</b>
Уралсвязьинформ	16%
Волгателеком	17%
Центртелеком	17%
Сибирьтелеком	20%
СЗТ	15%
ЮТК	18%
Дальсвязь	5%
<b>Средний потенциал роста префов МРК</b>	<b>10%</b>
Уралсвязьинформ преф	9%
Волгателеком преф	10%
Центртелеком преф	12%
Сибирьтелеком преф	12%
СЗТ преф	8%
ЮТК преф	14%
Дальсвязь преф	2%
<b>Потенциал роста префов Ростелекома (дисконт 21 %)</b>	<b>7%</b>

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank\_of\_Moscow\_Research@mmbank.ru

**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov\_KV@mmbank.ru

**Управление рынка акций**
**Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov\_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov\_YM@mmbank.ru

**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

Borisov\_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev\_SS@mmbank.ru

**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov\_IV@mmbank.ru

**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov\_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov\_AA@mmbank.ru

**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov\_EY@mmbank.ru

**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova\_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

Goryachih\_KA@mmbank.ru

**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin\_MY@mmbank.ru

**Управление долговых рынков**

Игнатъев Леонид

Ignatiev\_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova\_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev\_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.