

# Телекоммуникации в России

## Ежемесячный обзор

Выпуск № 8

Март 2002

### Индексы



Источник: Фондовая биржа РТС, Связьинвест

### Основные показатели\*

Индекс РТС 350.75 + 20.6%  
Телеком Индекс 167.36 + 6.1%  
Объем торгов РТС, \$ 487.2 млн.

\* - значения приведены на последний рабочий день месяца. Изменения – за месяц

### В этом выпуске:

**Общая картина:** Консолидация мобильных операторов...

**Финансы:** Финансовые результаты за 2001 год...

**В фокусе рынка:** Рост акций телекомов будут стимулировать новости о ходе корпоративной реструктуризации...

**Цифры и факты:** Хроника событий, статистика и оценки

### Статистика рынка (на 31 января 2002г.)

РТС тикер	Эмитент	Ср. рыночная цена, \$	Изм., %	Объем торгов за месяц \$млн.	Капитализация, \$млн.	52 недели мин, \$	52 недели макс, \$	P/S 01	P/E 01
BISV	Башинформсвязь	0.083	6.43	0.038	79.91	0.077	0.083	1.23	14.15
BISVP	Башинформсвязь пр.	0.038	26.67			0.026	0.026		
ESPK	Дальсвязь	0.780	9.09		31.01	0.68	0.71	0.54	5.02
HTCM	Хантымансийскокртелеком	1.790	-7.25	0.366	37.71	1.779	2.10	0.37	4.17
HTCMP	Хантымансийскокртелеком пр.	1.120	5.91	0.212		1.00	1.07		
KUBN	Южная телеком. компания	0.095	n/a	0.620	128.74	0.09	0.10	1.22	9.59
KUBNP	Южная телеком. компания пр.	0.052	n/a	0.027		0.04	0.05		
MGTS	МГТС	7.100	-1.39	0.029	622.27	6.97	7.10	2.08	45.03
MGTSP	МГТС пр.	3.475	13.93	0.391		2.95	3.39		
ESMO	ЦентрТелеком	0.32	-2.75	0.492	174.57	0.32	0.33	1.31	36.04
ESMOP	ЦентрТелеком пр.	0.17	9.91	0.285		0.16	0.17		
NNSI	Нижегородсвязьинформ	1.355	1.88	0.377	146.14	1.30	1.35	2.02	12.43
NNSIP	Нижегородсвязьинформ пр.	0.945	5.59	0.048		0.95	0.96		
ENCO	Сибирьтелеком	0.031	42.89	0.569	95.91	0.02	0.03	1.38	9.57
ENCOP	Сибирьтелеком пр.	0.016	18.70	0.086		0.01	0.02		
RTKM	Ростелеком	1.272	10.85	14.703	1056.44	1.18	1.28	1.40	12.09
RTKMP	Ростелеком пр.	0.710	11.99	1.282		0.63	0.73		
SPTL	Северо-Западный Телеком	0.513	11.41	1.892	219.12	0.47	0.53	1.44	15.62
SPTLP	Северо-Западный Телеком пр.	0.276	12.45	0.163		0.260	0.300		
TUTE	Тюменьтелеком	2.050	3.27	0.226	64.30	1.873	2.100	1.63	49.35
TUTEP	Тюменьтелеком пр.	1.015	-2.40	0.049		1.00	1.10		
URSI	Уралсвязьинформ	0.014	-1.10	0.275	118.04	0.013	0.015	1.58	95.23
URTC	Уралтелеком Свердловск. обл.	6.875	-5.50	0.118	38.82	6.82	7.15	0.45	3.52
URTCP	Уралтелеком Свердловск. обл. пр	3.475	3.27	0.113		3.35	3.52		

\*- значения приведены на последний рабочий день месяца, изменения – за месяц.

Данный документ подготовлен с целью информирования о ситуации в отрасли телекоммуникаций России и на рынке ценных бумаг. Стремимся обеспечить читателей актуальной и надежной информацией, ни компания "Связьинвест", ни компания "Рай, Ман энд Гор Секьюритиз", однако, не несут ответственность за точность, полноту и достоверность содержания материалов, представленных в данном документе. Настоящая информация не предназначена для того, чтобы служить прямым руководством к действию и не должна рассматриваться как предложение купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, а также как профессиональный совет по вопросам права, бухгалтерского учета, инвестиционным, налоговым или иным вопросам. Воспроизводить, повторно передавать, распространять, продавать, опубликовывать представленную здесь информацию можно только с выраженного в письменной форме согласия ОАО "Связьинвест".



RYE, MAN & GOR SECURITIES

Москва, Последний пер., 17  
т. 7 (501) 258-6262 ф.(7 501) 258-6226  
<http://www.rmg.ru/> [rmg@rmg.ru](mailto:rmg@rmg.ru)



г.Москва, ул. Плющиха, 55  
т. 7 (095) 727-0471 ф.(7 095) 727-0467  
<http://www.svyazinvest.ru> [ir@svyazinvest.ru](mailto:ir@svyazinvest.ru)

## ***КОНСОЛИДАЦИЯ МОБИЛЬНЫХ ОПЕРАТОРОВ...***

О консолидации непрофильных активов дочерних операторов Связьинвеста начали говорить два года назад, однако до настоящего момента основной задачей холдинга было объединение региональных электросвязей, и вопрос консолидации непрофильных активов не обсуждался. В свете корпоративной реструктуризации консолидация непрофильных активов вновь может стать одной из основных задач холдинга.

### **Корпоративная реструктуризация**

Связьинвест совместно с Accenture и Boston Consulting Group разработал пилотный проект по корпоративной реструктуризации, результаты которого (включая способы перехода на новую бизнес модель с учетом объединения региональных операторов) должны лечь в основу детального проекта реструктуризации. В настоящее время пилотный проект осуществляется на базе Нижегородсвязьинформа (центр объединения в Поволжском регионе). В рамках пилотного проекта работы ведутся по следующим направлениям:

- Структура объединенных компаний и корпоративное управление;
- Маркетинг;
- Управление персоналом;
- Финансовое планирование;
- Логистика;
- Модернизация и объединение сетей, оптимизация их работы;
- Информационные Технологии.

Предполагается, что корпоративная реструктуризация обеспечит консолидацию активов и операционной деятельности объединяющихся компаний, повысит их эффективность и прозрачность. Соответственно должна увеличиться капитализация и привлекательность объединенных компаний и Связьинвеста для портфельных и стратегических инвесторов.

К настоящему моменту холдингом осуществлена подготовка по переходу к финансовой отчетности по МСФО, что делает деятельность операторов более прозрачной и позволит выйти на западные рынки капитала в будущем.

Для повышения прозрачности и эффективности планируется улучшить корпоративное управление. В частности Ростелеком заявил о создании внутреннего кодекса корпоративного управления к 2003г.

Разработка единой системы управленческого учета позволит максимально эффективно использовать все ресурсы компаний и создать механизм управления издержками.

В рамках программы сокращения издержек, в том числе материальных затрат, предполагается повысить эффективность управления запасами и закупками, провести программу по повышению эффективности работы персонала, которая включает постепенное снижение количества сотрудников, повышение заработной платы и нематериальной мотивации (создание единой корпоративной культуры), повышение квалификации сотрудников, путем набора новых профессиональных кадров и проведения обучающих семинаров. Таким образом, при сохранении затрат на персонал на прежнем уровне увеличится эффективность, что положительно повлияет на рост доходов и рентабельности операторов. Уже в 2001г. в рамках единой программы по сокращению затрат и повышению эффективности был запущен пилотный проект по управлению персоналом в Ростелекоме. Кроме того, поменялось руководство Связьинвеста по работе с персоналом.

Модернизация оборудования – одна из основных задач региональных операторов, осуществление которой позволит компаниям предоставлять альтернативные услуги, увеличить пропускную способность сетей и тем самым повысить доходность и конкурентоспособность. В 2001 году большинство региональных центров объединений начали модернизацию своего оборудования. В связи с объединением телекомов в 2002 году предполагается разработать план по объединению сетей и принципы их взаимодействия с сетями Ростелекома. Так же планируется улучшить систему технического обслуживания и информационной поддержки сетей.

В связи с необходимостью обновления оборудования и эффективного внедрения новых услуг в соответствии с быстрым развитием рынка телекоммуникационных услуг, Связьинвест внедряет новую систему инвестиционного планирования. Система предполагает более детальное изучение проектов, планирование и контроль расходов на инвестиционные проекты, централизацию покупки оборудования. В настоящее время Связьинвест заключил трехлетний договор с 12 поставщиками на поставку оборудования для своих дочерних предприятий. В 2002 году предполагается ввести 2.4 млн. новых линий, тогда как с 2004 года планируется ежегодно вводить 3 млн. линий. Для финансирования модернизации будут использоваться кредиты, выпуски рублевых облигаций и, лизинговые контракты с РТК-Лизинг. В настоящее время Связьинвест ведет переговоры со Сбербанком о предоставлении холдингу кредита на покупку оборудования.

В рамках новой маркетинговой политики предполагается разработать более активную рыночную стратегию, улучшить клиентское обслуживание и повысить профессионализм персонала, занимающегося продвижением услуг электросвязей и работой с клиентами.

В рамках тарифной реформы (см. выпуск за февраль 2002г.) разработана методика раздельного учета затрат, которая должна быть введена в опытную эксплуатацию в 2002 году.

На наш взгляд слияние непрофильных бизнесов операторов смотрелось бы логично на фоне корпоративной реструктуризации в случае выбора правильной, эффективной схемы объединения данных компаний.

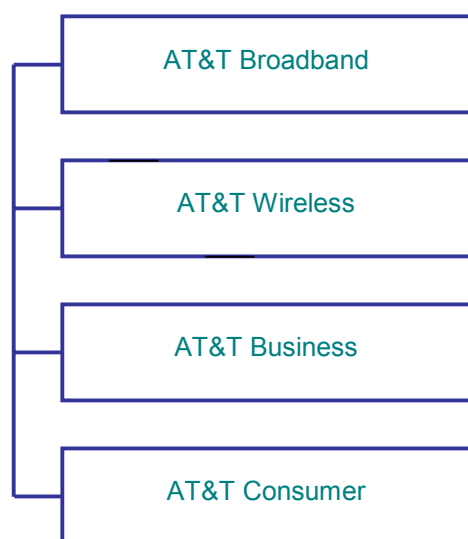
### Объединение непрофильных активов

Неосновной бизнес операторов связи можно условно разделить на четыре категории. Первая – некрупные региональные мобильные операторы, в которых электросвязи имеют либо контрольный, либо блокирующий пакеты. Вторая – интернет, IP-телефония, теле и радиовещание, пейджинг. Вторая группа чаще всего не представлена отдельными дочерними подразделениями, и данные услуги предоставляются самими традиционными операторами. В третью категорию входят компании, занимающиеся сервисным обслуживанием линий, НИОКР в сфере телекомов, лизингом телекоммуникационного оборудования и т.д. Четвертая группа активов – активы, не относящиеся к телекоммуникационной отрасли.

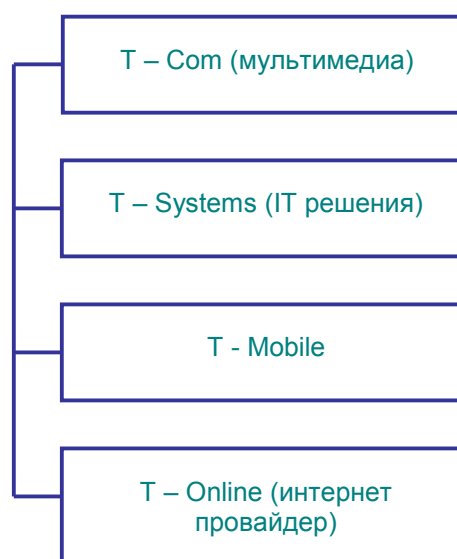
В настоящее время достаточно сложно адекватно определить размер неосновного бизнеса традиционных операторов в связи с тем, что он либо неотделим от основного бизнеса, либо находится в дочерних структурах, которые не предоставляют финансовую информацию о своей деятельности. Данный факт затрудняет определение реальных прибылей и затрат электросвязей, что, в частности, затрудняет оценку их стоимости.

Разделение достаточно крупных компаний на отдельные подразделения или выделение из материнской компании относительно самостоятельных дочерних структур является обычной мировой практикой. Подобную структуру имеют такие операторы как Deutsche Telecom, France Telecom, AT&T и другие.

Структура AT&T



Структура Deutsche Telecom



По нашему мнению было бы логичным выделение неосновного бизнеса в самостоятельные дочерние структуры только в том случае, если этот бизнес является относительно крупным и если у компаний в настоящее время есть значительное количество небольших дочерних структур в этих областях. В противном случае представляется логичным лишь выделение отдельных бизнес подразделений внутри традиционных операторов (местная и дальняя связь, интернет и передача данных, пейджинг, НИОКР) для улучшения управляемости и повышения прозрачности.

### **Интернет бизнес**

Выделение интернет и прочих альтернативных услуг (кроме мобильной связи) в отдельную компанию не представляется выгодным из-за их незначительного размера. Интернет можно отнести к понятию фиксированной телефонии (т.е. той, которая предоставляется через наземные сети связи). Это означает, что данный бизнес имеет соответствующие синергетические эффекты с традиционной телефонией (местная и дальняя связь), поскольку с развитием интернета у региональных операторов появится возможность предоставлять своим клиентам пакет услуг из передачи данных и голосовой телефонии, как это делают альтернативные операторы, и использовать для этого свою сеть и бренд, известный большинству населения в регионе.

Создание же отдельного интернет-бизнеса усложнит структуру управления компаниями, что может вызвать увеличение затрат на персонал и снижение эффективности. Кроме того, объединение интернет-бизнеса в отдельную дочернюю компанию потребует значительных финансовых, управленческих и временных затрат, поскольку на данном этапе развития этот бизнес практически не отделим от традиционной телефонии. Если интернет - бизнес не будет выделен, то у компаний появится большая переговорная сила при заключении контрактов с компанией РТКомм.РУ (дочерняя структура Ростелекома выступающая в роли провайдера-провайдеров интернет услуг).

Признаем, что большинство операторов в Западной Европе и США выделяют данный вид бизнеса в отдельные дочерние компании для повышения прозрачности операций и упрощения управленческой системы, но при условии достаточно больших размеров денежных потоков, генерируемых бизнесом. Российским операторам, в силу небольшой выручки от альтернативных услуг такое разделение в среднесрочной перспективе не понадобится. Более выгодным с точки зрения соотношения затраты - выгода и операционных синергетических эффектов было бы выделение интернет бизнеса, пейджинга и прочих альтернативных услуг в отдельное подразделение внутри компании.

Таким образом, выделение интернет бизнеса в отдельную дочернюю структуру не представляется целесообразным с точки зрения операционной привлекательности и соотношения затраты-выгоды. При этом требование МАП выделить в отдельные хозяйствующие единицы весь бизнес не контролируемый антимонопольными органами в течение шести месяцев после завершения региональных объединений вполне понятно и может быть объяснено невозможностью в настоящий момент выделить затраты и прибыль, генерируемые новыми услугами, из общих финансовых результатов традиционных операторов. Это создает для операторов возможность занижения реальной прибыли и уменьшения налогооблагаемой базы. Кроме того, МАП считает, что наличие своих сетей предоставляет электросвязям ценовое преимущество при предоставлении интернет услуг, хотя условия для всех операторов должны быть равными.

По нашему мнению, использование собственной инфраструктуры с целью снижения затрат на предоставление интернет-доступа представляется вполне логичным, а, кроме того, даже если интернет-бизнес будет выделен в отдельные дочерние структуры ситуация не изменится, поскольку компании смогут при консолидации отчетности по МСФО исключить внутренние расчеты между дочерними подразделениями из финансовой отчетности.

Система раздельного учета затрат и переход к финансовой отчетности по МСФО (принято предоставлять раздельный учет прибылей и затрат по различным видам деятельности) позволит управляющим органам и инвесторам следить за доходностью различных видов бизнесов операторов связи. Однако, согласно требованиям МАП, можно сделать вывод о том, что интернет бизнес все-таки будет выделен, что может в краткосрочной перспективе сказаться на стоимости акций региональных компаний.

Отметим, что объединение интернет бизнеса Ростелекома в единую компанию РТКомм.РУ целесообразно, поскольку:

- Развитие интернет-услуг является одной из приоритетных задач Ростелекома и его конкурентным преимуществом в будущем;
- Выгоды от объединения оправдывают затраты на его проведение;
- Интернет - бизнес Ростелекома является относительно крупным по сравнению с другими операторами;

- Компания РТКомм.РУ является провайдером - провайдеров и действует в общероссийском масштабе;
- Ростелеком имеет большое количество дочерних и зависимых предприятий, предоставляющие услуги передачи данных, поэтому их объединение в единую компанию позволит улучшить управляемость компании, приведет к операционным синергетическим эффектам, что в конечном итоге повлияет на увеличение стоимости Ростелекома.

Отметим, что такие непрофильные активы как банковские услуги, страхование, образование, и т.д. должны быть проданы, а компании, которые занимаются сервисным обслуживанием линий связи, НИОКР в сфере телекомов, лизингом телекоммуникационного оборудования, могли бы быть объединены в единые подразделения по техническому обслуживанию и развитию.

### **Мобильный бизнес**

Напротив, объединение мобильных операторов в единую дочернюю структуру представляется нам выгодным с точки зрения корпоративной реструктуризации операторов, поскольку мобильный бизнес отличается по своей сути от фиксированной связи и на данном этапе развития беспроводной телефонии в России не существует синергетических эффектов между мобильной и фиксированной связью.

В настоящее время многие традиционные операторы имеют значительное количество дочерних структур, занимающихся мобильным бизнесом. Мобильная связь занимает наибольший вес в консолидированных доходах в Сибирьтелекоме и Уралсвязьинформе. Значительное количество мелких, не редко конкурирующих между собой и плохо узнаваемых операторов не позволяет эффективно развивать мобильный бизнес, а также делает структуру компаний непрозрачной для акционеров и потенциальных инвесторов. Небольшой размер мобильных операторов существенно сокращает возможность для привлечения новых клиентов (нет бренда, известного во всем регионе), расширения спектра предоставляемых услуг и улучшения качества этих услуг. Кроме того, традиционные телекомы обращают незначительное внимание на развитие каждого в отдельности мобильного оператора в силу сложности и трудоемкости управления.

Пока Связьинвест не принял окончательного решения по объединению мобильных активов, но, по нашему мнению, первый шаг уже сделан. Связьинвест потребовал от региональных компаний держать акции дочерних мобильных структур в специально организованном депозитарии «Северо-Западная Финансовая Компания». Это позволит повысить контроль со стороны холдинга над мобильными активами, хотя и снизит возможность контроля со стороны региональных операторов. На наш взгляд создание депозитария - положительный момент, поскольку мы надеемся, что в дальнейшем это предотвратит сделки по продаже мобильных активов по заниженным ценам. Следующим этапом логично бы смотрелась консолидация мобильных активов.

По нашему мнению существуют **два основных варианта реструктуризации** в данном сегменте:

- Объединение мобильных операторов в каждом из семи регионов, при сохранении контроля над ними у региональных операторов.
- Объединение мобильных операторов в единую компанию, управляемую Связьинвестом.

**Первый вариант объединения** кажется нам наиболее привлекательным как для региональных операторов связи, так и для самого Связьинвеста. Отметим, что объединение целесообразно только для тех мобильных операторов, контрольный пакет которых принадлежит региональным телекомам. При этом, мобильные операторы, в которых операторам и Связьинвесту в сумме принадлежат лишь блокирующие пакеты, должны быть проданы, поскольку их консолидация будет возможна в большинстве случаев лишь при покупке контрольного пакета. Последнее не представляется выгодным, поскольку это повлечет за собой отвлечение ограниченных финансовых ресурсов, которые в большинстве своем должны быть потрачены на обновление основных фондов операторов и развитие альтернативных услуг, на рынке которых конкуренция не столь значительна как на рынке мобильной связи. В настоящий момент модернизация телекоммуникационного оборудования и предоставление новых услуг является для холдинга приоритетной задачей.

При этом объединение мобильных операторов даст следующие преимущества:

- Повышение прозрачности объединенных региональных операторов;
- Упрощение внедрения раздельного учета затрат и управленческого учета;
- Повышение эффективности маркетинговой политики мобильных операторов;
- Возможность для расширения абонентской базы и создания единого бренда в регионе;
- Улучшение контроля над затратами и инвестициями;

- Операционные и управленческие синергетические эффекты при слиянии (т.е. увеличение роста финансовых результатов, улучшение рентабельности, распределение постоянных затрат на сеть большего размера);
- При укрупнении мобильного бизнеса в будущем возможна синергия с традиционной телефонией;
- Улучшение управляемости мобильного бизнеса.

Таким образом, объединение будет способствовать увеличению доли прибыли от мобильных услуг в общей прибыли компаний и отразится на повышении капитализации региональных телекомов и Связьинвеста. Это позволит, во-первых, увеличить стоимость 25% пакета минус 2 акции холдинга, который предположительно должен быть продан в 2003-2004гг., во-вторых, увеличить отдачу от выпуска АДР более высоких уровней объединенных операторов, запланированного на 2003г. Кроме того, увеличение привлекательности мобильного бизнеса в среднесрочной перспективе позволит региональным операторам выгодно продать данный бизнес более крупным мобильным операторам, поскольку с точки зрения эффективного развития Связьинвеста необходимо правильно расставить приоритеты, а развитие мобильной связи нельзя относить к основным приоритетам холдинга.

В качестве демонстрации того, на сколько может увеличиться стоимость объединенного оператора при консолидации мобильных активов, мы рассчитали справедливую стоимость мобильного оператора, принадлежащего Поволжской Объединенной Компании, после объединения.

### Основные мобильные дочерние структуры Объединенного Поволжского Оператора

	Стандарт	% уставного капитала
Нижегород сотовая связь	GSM	50%
Удмуртские сотовые линии	NMT	100%
Оренсот	GSM/DAMPS	43%
Оренбург GSM	GSM	51%
Вятская сотовая связь	NMT	51%
Сотовая Связь Мордовии	NMT	60%
Ульяновск-GSM	GSM	51%
Цифровые Сети Удмуртии-900	GSM	49%
Мар Мобайл	AMPS	50%
Саратов-Мобайл	AMPS	50%

Источник: Связьинвест

Для этого необходимо сумму справедливых стоимостей дочерних структур скорректировать на стоимость улучшения управляемости компании и стоимость операционных синергетических эффектов, возникающих при объединении.

При оценке мы использовали метод сравнительных аналогов, поскольку предположили, что в случае объединения уровень управления, рост финансовых показателей и рентабельность будут сопоставимы с аналогичными показателями выбранного аналога. Одним из наилучших рыночных аналогов на наш взгляд является Кубань GSM. Кроме того, компания была недавно продана и существует достаточно справедливая оценка ее стоимости. В качестве сравнительных мультипликаторов мы использовали: Справедливая стоимость акционерного капитала / выручка, Справедливая стоимость акционерного капитала / EBITDA, Справедливая стоимость акционерного капитала / чистая прибыль.

### Мультипликаторы Кубань GSM

**Equity / Выручка = 2.77 Equity / EBITDA = 4.98 Equity / Чистая Прибыль = 7.07**

Кроме этого, мы применили 20% дисконт к мультипликаторам Кубань GSM, поскольку в стоимость компании, определенной при ее продаже МТС, была заложена премия и поскольку синергетические эффекты слияния будут ощутимы приблизительно через год. В результате оценки стоимость объединенного мобильного оператора составила \$27.6млн.

При этом сумма стоимостей каждого из операторов согласно DCF модели приблизительно равна \$19.5млн. Следовательно, синергетические эффекты увеличивают стоимость мобильного бизнеса объединенного оператора на 42%, по консервативным оценкам. Справедливая стоимость объединенной компании повысится с \$365 млн. до \$373 млн.



Отметим, что синергетические эффекты более вероятны в регионах, в которых традиционным операторам принадлежит значительная часть мобильного бизнеса. В их число входят: Урал, Сибирь, Поволжье и Юг. В остальных регионах объединение, скорее всего, не даст значительной синергии, однако позволит повысить прозрачность.

Необходимо учитывать, что объединение мобильных операторов представляет собой значительную техническую проблему и потребует достаточно больших затрат времени. Первая техническая проблема заключается в оценке данных компаний, поскольку они не торгуются публично, в силу небольшого размера не имеют аналогов, акции которых торгуются на биржах и предоставляют незначительное количество информации о своей деятельности. Соответственно метод дисконтированных денежных потоков, так же как и метод рыночных аналогов могут привести к искажению стоимости, поскольку потребуют большого количества допущений. Последний метод может исказить результаты оценки, поскольку большинство сделок по покупке/продаже аналогичных мобильных активов далеки от прозрачных. Единственной возможной базой для сравнения на наш взгляд является покупка Кубань GSM при соответствующих корректировках на особенности бизнеса каждой из объединяющихся компаний. Метод дисконтированных денежных потоков также может привести к искажению стоимости в силу непрозрачности финансовой информации, которую могут предоставлять мобильные операторы. Таким образом, при оценке велика вероятность завышения стоимости мобильных активов, а соответственно и стоимости самих операторов электросвязи. Вторая основная проблема заключается в объединении бизнесов мобильных операторов, поскольку они предоставляют услуги в различных стандартах и имеют различную структуру управления.

**Второй вариант объединения**, который заключается в объединении мобильных операторов в единую компанию, управляемую Связьинвестом, представляется нам менее привлекательным. Этот вариант может понизить стоимость телекомов, входящих в холдинг, так как не совсем понятно как Связьинвест будет компенсировать региональным операторам потерю их мобильных активов. Очевидно, что телекомы получают долю в объединенной компании (про рата), однако эта доля ни для кого из операторов не будет контрольной, что не позволит консолидировать результаты. Это негативно повлияет на состав выручки компаний, уменьшив долю альтернативных услуг в доходах.

Кроме того, управление данной компанией может быть неэффективным, поскольку руководство будет удалено от мест ее непосредственной операционной деятельности. При осуществлении объединения по данному принципу вновь созданная компания автоматически выводится на национальный уровень, что сделает конкуренцию со стороны крупнейших мобильных операторов более острой и приведет к необходимости крупномасштабных инвестиций в ее развитие. С учетом необходимости инвестиций в обновление основных фондов, Связьинвест вряд ли сможет найти дополнительные средства на развитие крупной мобильной компании.

Поскольку акции объединенного мобильного оператора не будут торговаться на бирже, мобильный бизнес будет менее прозрачным, чем это было бы при объединении по региональному принципу. Более того, уменьшается вероятность приобретения данной компании одним из крупнейших российских операторов.

Все вышеперечисленное снизит стоимость российских региональных телекомов, а соответственно и самого Связьинвеста с учетом того, что стоимость вновь образованной мобильной компании, скорее всего, не сможет покрыть потенциальное снижение стоимости региональных операторов.

При этом остается небольшая вероятность того, что некий консорциум инвестиционных фондов и иностранных телекомов может купить данную компанию при прочих равных условиях. В этом случае Связьинвест, вероятно, сможет получить большую прибыль, нежели чем при продаже мобильных операторов объединенных по региональному принципу.

**Объединение мобильных активов региональных операторов, на наш взгляд, может повысить стоимость операторов и холдинга Связьинвест, тогда как интернет бизнес с точки зрения затраты – выгоды было бы логичнее выделять в отдельные подразделения внутри компаний.**

## ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 2001 ГОД...

В 2001 году экономика России показала одни из самых высоких темпов роста среди развитых и развивающихся стран, что послужило одной из причин подъема телекоммуникационного сектора. Увеличение конкуренции в секторе мобильной и традиционной телефонии способствовало быстрому росту проникновения и появлению новых услуг. Так, количество абонентов мобильной связи выросло по сравнению с 2000 г. на 77.3%. Согласно оценкам Министерства связи количество постоянных интернет пользователей увеличилось на 17.2% и составило 3.4 млн. человек. При этом телефонная плотность в среднем по Связьинвесту увеличилась лишь на 4.2%. Суммарная выручка компаний, входящих в холдинг, составила \$3.1 млрд. (рост на 14.9%), тогда как тарифные доходы отрасли - \$6.96 млрд. (рост на 35%). Недостаточно высокий рост выручки Связьинвеста отчасти объясняется незначительным количеством введенных телефонных номеров, увеличивающейся конкуренцией со стороны мобильных и альтернативных операторов, сравнительно низким качеством предоставляемых услуг, тарифными диспропорциями, необходимостью корпоративной реструктуризации. Вышеперечисленное стало причиной уменьшения рыночной доли Связьинвеста с 51% в 2000г. до 38% в 2001г. Отметим, что конкуренция со стороны мобильных и альтернативных операторов в будущем будет расти, однако в ближайшие пять лет фиксированная связь сохранит доминирующие позиции на рынке.

Несмотря на относительно невысокие финансовые показатели компаний холдинга по сравнению с аналогичными показателями альтернативных и мобильных операторов, многие компании, входящие в холдинг Связьинвест, смогли улучшить свои финансовые и технические показатели по сравнению с 2000 и 1999гг. Сравнительно невысокие показатели традиционных телекомов могут быть объяснены начальным этапом их «современного развития», то есть недостаточно развитыми альтернативными услугами и необходимостью вкладывать значительные финансовые ресурсы в инфраструктуру, которые пока не дали существенной отдачи. Объединение телекомов, корпоративная реструктуризация и тарифная реформа позволят в дальнейшем повысить рентабельность и успешно конкурировать как с альтернативными, так и с мобильными операторами.

Все объединенные операторы (про форма), МГТС и Ростелеком добились значительного роста выручки в связи с повышением тарифов и увеличением местного, междугороднего и международного трафика. Кроме того, рост количества введенных телефонных номеров в связи с повышением платы за установку телефона по сравнению с 2000г., позволил расширить абонентскую базу традиционных операторов. Положительным моментом является увеличение доли альтернативных услуг в выручке телекомов (по нашим оценкам доля интернет и беспроводных услуг в общей выручке в целом по Связьинвесту увеличилась до 4-5%). Лидерами в этой области стали Уральская Объединенная Компания, МГТС, Сибирская Объединенная Компания, Центральная Объединенная Компания.

Хотя рост себестоимости услуг, а иногда коммерческих и административных расходов центров объединений региональных операторов в большинстве случаев превышал рост выручки в связи с переоценкой основных средств, увеличением амортизационных отчислений и повышением прочих эксплуатационных расходов, в целом по объединенным компаниям операционная прибыль выросла на 18.6%. Аналогичная ситуация наблюдалась и с динамикой чистой прибыли. Суммарная чистая прибыль выросла на 13.7%, однако чистая прибыль таких компаний как Северо-Западная Объединенная Компания, Поволжская Объединенная Компания, Уральская Объединенная Компания, Дальне-Восточная Объединенная Компания и МГТС упала. Уменьшение чистой прибыли во многих компаниях повлекло за собой снижение чистой рентабельности в среднем по Связьинвесту на 8.3%.

Основными причинами снижения чистой прибыли являются: рост процентных выплат в связи с увеличением долга на покупку нового оборудования; увеличение амортизационных отчислений и себестоимости; изменения в системе бухгалтерского учета (некоторые налоги, которые ранее изымались из чистой прибыли, теперь включены в неоперационные расходы). Рост задолженности в основном наблюдался в компаниях-центрах региональных объединений и МГТС. Прочие региональные телекомы, напротив, сократили долг и процентные выплаты в силу того, что инвестиционная политика этих компаний будет централизованно разрабатываться после окончания объединения операторов.



Суммарный чистый долг операторов, входящих в Связьинвест, уменьшился на 3.5%. При этом суммарная долгосрочная дебиторская задолженность снизилась на 53%, что говорит об улучшении управляемости финансовыми ресурсами. Однако в связи с сохраняющейся необходимостью модернизации оборудования, суммарный долг компаний, входящих в Связьинвест, скорее всего, значительно увеличится в 2002 году, что может стать причиной снижения чистой рентабельности холдинга. В 2001 году основной рост долга пришелся на краткосрочные кредиты и займы, тогда как в 2002 году ожидается увеличение долгосрочной задолженности посредством долгосрочных кредитов, выпусков российских облигаций, лизинговых контрактов. Не смотря на значительное увеличение долга центров объединений региональных телекомов и МГТС в 2001г., данные операторы находятся в достаточно стабильном финансовом положении и имеют возможность в будущем увеличивать долг для финансирования модернизации основных средств (см. таблицу №1, 2).

**Финансовые показатели объединенных компаний, МГТС и Ростелеком за 2001г.**

**Таблица 1**

Показатели (\$ млн.)	Год	Центр	Северо-Запад	Юг	Волга	Сибирь	Урал	Дальний Восток	МГТС	Ростелеком
Стоимость компании *	2000	558.99	500.15	364.46	318.11	371.75	437.05	148.97	581.08	1372.35
	2001	690.28	512.22	455.33	433.31	404.68	590.01	152.84	739.93	1176.02
Изменение, %		23.49%	2.41%	24.93%	36.22%	8.86%	35.00%	2.60%	27.34%	-14.31%
Выручка	2000	357.15	289.81	234.70	277.64	316.75	348.83	138.15	216.05	599.72
	2001	463.61	304.04	291.33	288.28	328.95	364.53	143.76	272.07	659.12
Изменение, %		29.81%	4.91%	24.13%	3.83%	3.85%	4.50%	4.07%	25.93%	9.90%
ЕВITDA	2000	108.80	101.22	73.73	79.27	68.33	94.71	26.42	110.91	370.81
	2001	134.99	98.89	98.43	98.13	94.76	117.53	30.49	126.11	403.21
Изменение, %		24.07%	-2.30%	33.50%	23.79%	38.67%	24.09%	15.43%	13.71%	8.74%
ЕВIDA	2000	92.78	84.99	63.44	65.10	58.36	82.43	21.04	103.54	322.41
	2001	111.61	80.45	81.15	77.63	77.92	100.64	23.96	121.29	339.07
Изменение, %		20.30%	-5.35%	27.92%	19.24%	33.52%	22.09%	13.88%	17.13%	5.17%
ЕВIT	2000	75.51	61.94	55.33	52.46	49.97	61.54	19.09	70.54	168.78
	2001	100.92	73.19	75.96	62.92	69.52	68.43	22.39	63.59	192.363
Изменение, %		33.65%	18.16%	37.28%	19.94%	39.13%	11.20%	17.31%	-9.86%	13.97%
Чистая Прибыль	2000	37.76	45.23	28.77	25.23	24.50	31.41	9.18	27.74	36.63
	2001	39.92	24.69	34.25	22.55	31.94	23.34	8.08	12.56	76.535
Изменение, %		5.70%	-45.42%	19.04%	-10.61%	30.36%	-25.69%	-12.00%	-54.71%	108.94%
Задействованные линии	2000	5.002	3.654	3.033	3.406	2.924	2.587	0.940	3.949	0.023
	2001	5.258	3.150	3.052	3.571	3.195	2.766	1.000	3.998	0.026
Изменение, %		5.11%	-13.78%	0.61%	4.85%	9.28%	6.91%	6.46%	1.24%	8.71%
Капитал	2000	418.71	400.62	244.79	244.77	272.77	280.57	109.28	373.25	500.57
	2001	465.07	398.30	317.12	349.56	295.23	404.84	113.33	508.30	558.664
Изменение, %		11.07%	-0.58%	29.55%	42.81%	8.23%	44.29%	3.71%	36.18%	11.61%
Денежные средства**	2000	7.27	11.13	4.96	5.67	9.68	9.85	2.17	18.54	40.37
	2001	19.44	8.14	7.20	5.38	8.63	13.26	2.92	16.64	91.306
Изменение, %		167.53%	-26.85%	45.10%	-5.14%	-10.82%	34.64%	34.84%	-10.20%	126.16%
Чистый Долг	2000	140.28	99.53	119.67	73.34	98.98	156.47	39.69	207.83	871.78
	2001	225.21	113.93	138.21	83.76	109.45	185.17	39.51	231.63	617.36
Изменение, %		60.54%	14.47%	15.49%	14.21%	10.59%	18.34%	-0.46%	11.45%	-29.18%

\* - Чистый долг плюс капитал компании

\*\* - Здесь денежные средства включают краткосрочные финансовые вложения

Источник: Связьинвест

В связи с небольшим ростом чистой прибыли средний показатель Чистая Прибыль / Задействованные Линии в Связьинвесте вырос лишь на 0.8%. Данный мультипликатор имеет дисконт к аналогичному среднему показателю по Восточной Европе равный 73%, что подтверждает невысокую эффективность российских телекомов, необходимость модернизации оборудования и развития альтернативных услуг. Необходимость обновления инфраструктуры так же подтверждается незначительным средним уровнем цифровизации в Связьинвесте (32%) по сравнению с 60% в Польше, 83% в Чехии, 82% в Венгрии.

Инвестиции в целом по Связьинвесту по предварительным данным выросли на 19% и составили \$749.7 млн. Отношение инвестиции / выручка (24.8%) приблизилось к значению 1999г. При этом общий объем инвестиций в отрасль увеличился на 16.4% (\$2.1млрд.). Таким образом, инвестиции Связьинвеста составляют всего лишь 35.7% от общих инвестиций, но имеют более высокий темп роста, что положительно характеризует новую инвестиционную политику холдинга.

Средняя отдача на инвестированный капитал (ROIC) выросла на 8.3% в связи с увеличением операционной выручки и снижением долгосрочного долга в некоторых компаниях. При этом наиболее динамично развивающиеся компании, вкладывающие значительные средства в модернизацию оборудования и развитие новых услуг, такие как МГТС, Уралсвязьинформ и Нижегородсвязьинформ, показали снижение данного показателя, что нельзя считать отрицательным фактором. Согласно нашим прогнозам, ROIC в целом по Связьинвесту в ближайшие годы должен упасть, тогда как ROIC в вышеперечисленных компаниях вероятно начнет повышаться уже в 2003 - 2004гг.

Рентабельность активов снизилась в связи с увеличением расходов на проценты, повышением себестоимости услуг, изменениями в бухгалтерском учете, переоценкой активов. По нашему мнению средний показатель рентабельности активов по Связьинвесту должен значительно улучшиться к 2005 году, тогда как в некоторых компаниях, таких как МГТС и Уралсвязьинформ улучшение ожидается в 2003 – 2004гг.

Суммарное значение денежных средств и краткосрочных финансовых вложений выросло на 57.7%, что стало основной причиной повышения коэффициента краткосрочной ликвидности на 54.2% до 1.01.

### Финансовые мультипликаторы традиционных операторов за 2001г.

Таблица 2

Показатели	Год	Центр	Северо-Запад	Юг	Волга	Сибирь	Урал	Дальний Восток	МГТС	Ростелеком	Среднее
EBIT Margin	2000	0.21	0.21	0.24	0.19	0.16	0.18	0.14	0.33	0.28	0.22
	2001	0.22	0.24	0.26	0.22	0.21	0.19	0.16	0.23	0.29	0.23
Изменение, %		2.96%	12.63%	10.59%	15.52%	33.97%	6.41%	12.72%	-28.42%	3.70%	5.73%
EBITDA Margin	2000	0.32	0.42	0.32	0.29	0.22	0.27	0.19	0.51	0.62	0.24
	2001	0.29	0.33	0.34	0.34	0.29	0.32	0.21	0.46	0.61	0.23
Изменение, %		-7.64%	-22.03%	4.15%	19.22%	33.53%	18.75%	10.92%	-9.70%	-1.06%	-6.84%
Net margin	2000	10.57%	15.61%	12.26%	9.09%	7.73%	9.01%	6.64%	12.84%	6.11%	0.10
	2001	8.61%	8.12%	11.76%	7.82%	9.71%	6.40%	5.62%	4.62%	11.61%	0.09
Изменение, %		-18.57%	-47.97%	-4.10%	-13.91%	25.53%	-28.89%	-15.44%	-64.04%	90.11%	-8.33%
Чистая Прибыль /AL*	2000	7.55	12.38	9.48	7.41	8.38	12.14	9.77	7.02		10.44
	2001	7.59	7.84	11.22	6.31	10.00	8.44	8.07	3.14		10.53
Изменение, %		0.57%	-36.70%	18.32%	-14.75%	19.29%	-30.49%	-17.34%	-55.27%		0.81%
Выручка / AL**	2000	71.40	79.32	77.37	81.51	108.34	134.83	147.03	54.70		108.89
	2001	88.18	96.51	95.46	80.72	102.95	131.79	143.73	68.05		119.76
Изменение, %		23.50%	21.67%	23.37%	-0.97%	-4.97%	-2.25%	-2.24%	24.39%		9.98%
Чистый Долг /EBITDA	2000	1.29	0.98	1.62	0.93	1.45	1.65	1.50	1.87	2.35	1.75
	2001	1.67	1.15	1.40	0.85	1.16	1.58	1.30	1.84	1.53	1.45
Изменение, %		29.40%	17.16%	-13.50%	-7.74%	-20.25%	-4.63%	-13.77%	-1.99%	-34.87%	-17.01%
Чистый долг /Стоимость компании	2000	0.25	0.20	0.33	0.23	0.27	0.36	0.27	0.36	0.64	0.39
	2001	0.33	0.22	0.30	0.19	0.27	0.31	0.26	0.31	0.52	0.34
Изменение, %		30.00%	11.77%	-7.56%	-16.16%	1.59%	-12.34%	-2.99%	-12.48%	-17.36%	-12.90%
Краткосроч. Денежные Средства	2000	11.89	4.52	11.09	9.44	7.14	9.20	14.54	10.38	5.76	7.86
	2001	7.02	8.15	10.50	11.45	9.24	9.95	12.23	4.78	4.26	6.11
Изменение, %		-40.93%	80.29%	-5.39%	21.36%	29.40%	8.23%	-15.87%	-53.92%	-26.13%	-22.31%
ROIC***	2000	0.16	0.13	0.18	0.19	0.16	0.17	0.16	0.17	0.14	0.16
	2001	0.18	0.16	0.20	0.17	0.21	0.15	0.19	0.09	0.22	0.17
Изменение, %		11.89%	19.96%	11.53%	-14.03%	30.27%	-15.92%	16.92%	-45.78%	53.06%	8.26%
ROA ****	2000	0.06	0.08	0.08	0.08	0.06	0.07	0.06	0.05	0.03	0.06
	2001	0.06	0.05	0.07	0.05	0.08	0.04	0.05	0.02	0.06	0.05
Изменение, %		-11.51%	-43.68%	-3.53%	-34.04%	20.27%	-44.97%	-14.64%	-64.12%	132.75%	-7.02%

\* - Отношение чистой прибыли к задействованным линиям

\*\* - Отношение выручки к задействованным линиям

\*\*\* - ROIC = Операционная прибыль / (Долгосрочный долг + Капитал)

\*\*\*\* - ROA = Чистая выручка / Активы

Источник: Связьинвест; оценка Рай, Ман энд Гор Секьюритиз

Согласно сравнительному анализу<sup>1</sup> многие показатели, определяющие недооцененность или переоцененность компаний на фондовом рынке, снизились по сравнению с результатами 2000г., что в

совокупности с положительным новостным потоком подтверждает возможность роста котировок таких компаний как Ростелеком, Сибирьтелеком, Уралсвязьинформ, ЮТК, ЦентрТелеком.

Самыми недооцененными телекомами согласно сравнительным мультипликаторам за 2001г. являются Дальневосточная Объединенная Компания, Южная Объединенная компания и Сибирская Объединенная Компания. При этом Дальневосточная Компания вряд ли может считаться привлекательной из-за удаленности от центра, невысокой прозрачности и недостаточно активной политике по обновлению основных фондов и изменению рыночной стратегии. Отметим, что по показателю P/S одним из наиболее недооцененных телекомов остается Уральская Объединенная Компания, тогда как прочие мультипликаторы не позволяют сделать такого же вывода из-за значительной задолженности и снизившейся в связи с этим рентабельности. Вышесказанное дает основания предполагать, что Уральская Компания может стать одним из наиболее выгодных долгосрочных вложений.

### Сравнительный анализ рыночных мультипликаторов российских операторов

Таблица 3

		Центр	Северо-Запад	Юг	Волга	Сибирь	Урал	Дальний Восток	МГТС	Ростелеком	Среднее
МС (31.03.2002)		513.24	384.98	287.91	330.69	345.44	364.73	75.57	628.16	1232.66	
EV	2000	616.64	456.84	376.43	384.28	417.25	479.62	104.80	779.40	1876.40	
	2001	780.68	540.25	478.28	445.75	497.19	615.18	133.70	948.96	2316.60	
Изменение, %		26.60%	18.26%	27.06%	16.00%	19.16%	28.26%	27.58%	21.76%	23.46%	
P/E	2000	14.41	11.12	10.33	13.11	14.10	11.61	8.23	22.65	33.65	16.47
	2001	12.86	15.59	8.41	14.66	10.82	15.62	9.36	50.01	16.11	15.20
Изменение, %		-10.75%	40.25%	-18.62%	11.87%	-23.29%	34.57%	13.64%	120.82%	-52.14%	-7.69%
P/S	2000	1.49	1.59	1.27	1.19	1.09	1.05	0.55	2.91	2.06	1.54
	2001	1.11	1.27	0.99	1.15	1.05	1.00	0.53	2.31	1.87	1.34
Изменение, %		-25.55%	-20.20%	-21.98%	-3.69%	-3.71%	-4.30%	-3.91%	-20.59%	-9.01%	-12.95%
EV/EBITDA	2000	5.67	4.51	5.11	4.85	6.11	5.06	3.97	7.03	5.06	5.31
	2001	5.78	5.46	4.86	4.54	5.25	5.23	4.38	7.52	5.75	5.62
Изменение, %		2.05%	21.04%	-4.83%	-6.29%	-14.07%	3.36%	10.52%	7.08%	13.54%	5.81%
EV/EBIDA	2000	6.65	5.38	5.93	5.90	7.15	5.82	4.98	7.53	5.82	5.20
	2001	6.99	6.72	5.89	5.74	6.38	6.11	5.58	7.82	6.83	5.08
Изменение, %		5.24%	24.94%	-0.67%	-2.72%	-10.75%	5.06%	12.03%	3.95%	17.39%	-2.29%
EV/S	2000	1.79	1.88	1.66	1.38	1.32	1.37	0.76	3.61	3.13	2.02
	2001	1.68	1.78	1.64	1.55	1.51	1.69	0.93	3.49	3.51	2.17
Изменение, %		-5.75%	-5.62%	-0.87%	11.72%	14.74%	22.74%	22.59%	-3.31%	12.33%	7.10%
EV/NP	2000	17.31	13.19	13.51	15.23	17.03	15.27	11.42	28.10	51.23	21.72
	2001	19.56	21.88	13.97	19.77	15.57	26.35	16.56	75.55	30.27	24.67
Изменение, %		12.99%	65.86%	3.40%	29.77%	-8.60%	72.61%	44.98%	168.86%	-40.91%	13.58%
EV/AL	2000	123.28	125.04	124.09	112.82	142.71	185.38	111.54	197.35		215.20
	2001	148.48	171.49	156.71	124.81	155.61	222.42	133.67	237.34		259.71
Изменение, %		20.45%	37.15%	26.28%	10.63%	9.04%	19.98%	19.84%	20.27%		20.68%

Источник: Связьинвест; оценка Рай, Ман энд Гор Секьюритиз

Вложения в Российские телекомы, несмотря на значительное увеличение их стоимости за последние месяцы, являются выгодными по сравнению с инвестициями в телекомы других развивающихся стран. Российские телекомы без сомнения выглядят более привлекательными по сравнению с операторами Азии и Латинской Америки, поскольку, имея схожие темпы роста, они являются менее рискованными. Спорным вопросом остается то, насколько выгодны вложения в российские телекомы по сравнению с инвестициями в их восточно-европейские аналоги. Именно поэтому мы рассматриваем данный момент более подробно.

При анализе мы используем показатели EV / Sales и EV / EBIDA, поскольку считаем их наиболее уместными в данном случае. Мультипликатор EV / Sales практически не подвержен искажениям из-за различий в бухгалтерских учетах разных стран (большинство российских операторов в не предоставляют отчетность по МСФО) и учитывает задолженность операторов. Последнее необходимо, поскольку многие западные телекомы в настоящий момент обременены большими долгами в связи с покупкой лицензий на 3G, которые было бы справедливо учитывать в их стоимости. Показатель EV / EBIDA является наилучшим приближением генерируемых компанией операционных денежных потоков и не требует большого количества допущений при расчетах.

<sup>1</sup> - при сравнении использовалась текущая капитализация

При анализе мы так же предполагаем, что снижение стоимости восточно-европейских операторов в связи с кризисом в секторе телекоммуникаций привело к их относительно справедливой оценке рынком. Согласно результатам анализа российские операторы выглядят более привлекательными по сравнению с их аналогами (см. таблицу 4).

Однако вышеописанный анализ не учитывает особенностей различных компаний (например, различный финансовый левередж) и страновых рисков, хотя компании имеющие более высокий корпоративный и страновой риск должны быть оценены рынком ниже, чем их аналоги. Для учета различных рисков мы скорректировали вышеприведенные мультипликаторы на WACC<sup>2</sup>.

В результате российские операторы оказались переоцененными (справедливо с учетом более высокого риска), однако их высокие темпы роста в ближайшие годы позволяют утверждать, что они являются более привлекательными по сравнению с восточно-европейскими аналогами. В конце концов, большое количество инвесторов, несмотря на существенные риски, вкладывают средства в компании, имеющие значительные темпы роста (за счет начальной стадии развития).

Для учета роста мы скорректировали показатель EV / EBIDA на среднегодовую величину капиталовложений до 2005г. Данный показатель является наиболее точным приближением свободного денежного потока и учитывает возможные ежегодные колебания капитальных вложений. Далее мы скорректировали показатель EV / (EBIDA – ACapex) на риск, который выражается в WACC и на коэффициент роста денежных потоков (g)<sup>3</sup>. Как мы и предполагали, российские телекомы оказались недооценены по сравнению со своими восточно-европейскими аналогами с учетом роста и различных факторов риска (см. таблицу 4).

**Сравнительный анализ рыночных мультипликаторов  
Российских и западных операторов**

**Таблица 4**

	Среднее по России	Среднее по развивающимся странам
EV / Rev.	2.17	2.80
EV / EBIDA	5.08	5.83
(EV / Rev.) * WACC	0.36	0.34
(EV / EBIDA) * WACC	0.86	0.70
EV / (EBIDA – ACapex)	14.23	14.56
EV / (EBIDA – ACapex) * (1+g) / (WACC – g)	223.6	257.2

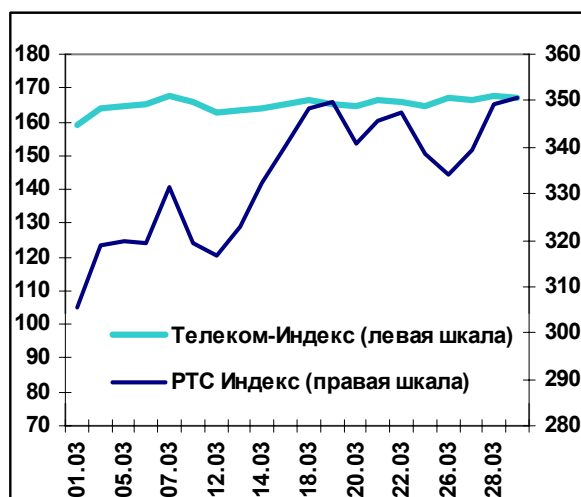
Источник: Финансовая отчетность компаний; Bloomberg, оценка Рай, Ман энд Гор Секьюритиз

Таким образом, российские традиционные операторы в 2001г. показали относительно хорошие финансовые результаты несмотря на значительное увеличение долга, что само по себе является положительным моментом с точки зрения необходимости обновления основных фондов. Инвесторы имеют возможность выгодно купить акции российских телекомов по сравнению с их аналогами из развивающихся стран и значительно выиграть, поскольку первые предлагают более высокие темпы роста (среднегодовой темп роста EBIDA до 2005г. в среднем по отрасли ожидается на уровне 10-17%). Кроме того, инвестиционный цикл российских компаний находится на начальном этапе, соответственно в ближайшие пять лет отдача на инвестированный капитал будет расти. Вероятно, что рост превзойдет консервативные ожидания инвесторов, что всегда дает толчок к повышению стоимости акций.

<sup>2</sup> - WACC – средневзвешенная стоимость капитала компании. По нашим оценкам WACC российских операторов равен 17%.

<sup>3</sup> - Для российских операторов коэффициент роста денежных потоков по нашим консервативным прогнозам равен 10%.

### Динамика индексов в январе 2002 г.



Источник: РТС, Связьинвест

### Отраслевые коэффициенты

Среднее значение коэффициента для отрасли	29 Марта*	28 Фев.*	Изм.
P/E	17.74	15	18.3%
P/S	1.43	1.75	-18.3%
Рын. Кап./Стоимость чистых активов	1.38	1.49	-7.4%
Стоимость комп./EBITDA	5.53	7.95	-30.4%
Стоимость комп./Выручка	1.81	2.67	-32.2%
Стоимость комп./Прибыль	22.34	22.95	-2.7%
Стоимость комп./Линия	111.47	137.04	-18.7%
Рын. Кап./Линия	99.14	99.87	-0.7%
Чист. прибыль/Линия	4.68	7.43	-37.0%
Выручка/Линия	68.64	53	29.5%

\* - Мультипликаторы на 28 февр. рассчитаны на основе данных за 2000г., мультипликаторы на 31 марта – на основе данных за 2001г.

Источник: Связьинвест; оценка Рай, Ман энд Гор Секьюритиз

### Статистика рынка

#### Лидеры роста<sup>4</sup>

Связь Респ. Коми, пр.	131.80%
Электросвязь Респ. Бурятия, пр.	129.28%
Электросвязь Кемеровской обл., об.	45.60%

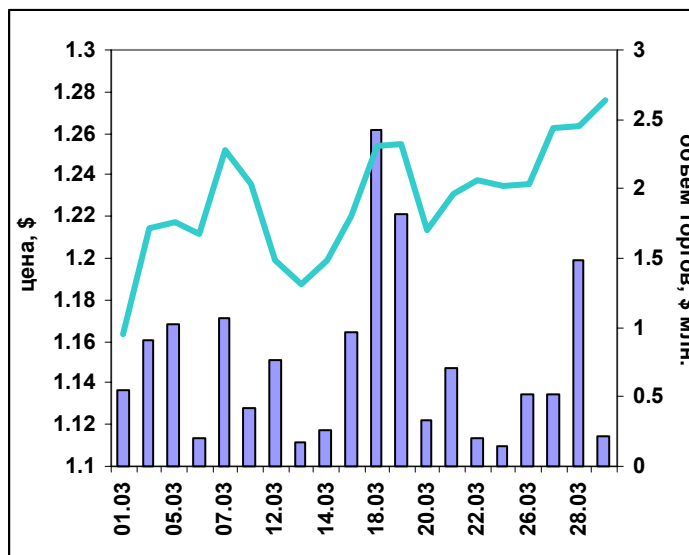
#### Лидеры падения

Связьинформ Самарской области, об.	-6.63%
Смоленксвязьинформ, об.	-8.87%
Ямалэлектросвязь, об.	-25.68%

ADR Российских компаний связи	28 Марта	28 Фев.	Изм.
	Курс USD		
Ростелеком	7.73	7.14	8.26%
	Курс EURO		
МГТС	7.25	8.4	-13.69%
Нижегородсвязь - информ	2.51	2.8	-10.36%
Тюменьтелеком	1.71	1.9	-10.00%

Источник: РТС, Bloomberg

### Результаты торгов по обыкновенным акциям АО Ростелеком.



Источник: РТС

## РОСТ АКЦИЙ ТЕЛЕКОМОВ БУДУТ СТИМУЛИРОВАТЬ НОВОСТИ О ХОДЕ КОРПОРАТИВНОЙ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ...

В марте на российском фондовом рынке после завершения ценовой коррекции, которая продолжалась в протяжении полутора месяцев, возобновился рост. Суммарный объем торгов в РТС увеличился на 74.6% и составил \$487.2 млн. Активизировались торги акциями телекомов. Объем торгов в телекоммуникационном секторе вырос на 17.6% по сравнению с февралем, а капитализация сектора увеличилась на 12.1%. Однако основной интерес инвесторы проявляли к голубым фишкам, стоимость которых значительно снизилась во время коррекции.

<sup>4</sup> - учитываются только те компании, по которым были торги

Ростелеком вновь оказался среди лидеров РТС по объемам торгов и занял десятое место по результатам месяца. Однако объемы торгов по обыкновенным акциям сократились по сравнению с прошлым месяцем и составили \$14.7 млн. Объемы торгов по привилегированным акциям напротив выросли с \$0.7 млн. в феврале до \$1.3 млн. в марте, что можно объяснить оптимистическими ожиданиями дивидендов. Напомним, что Связьинвест издал распоряжение, согласно которому на выплату дивидендов по привилегированным акциям операторы должны направлять не меньше 10% чистой прибыли. Наше предположение подтверждает рост цены привилегированных акций Ростелекома на 16.5%. Рост стоимости обыкновенных акций был существенно меньше и составил 9.1%. Увеличение стоимости обыкновенных акций отчасти было обусловлено появлением новостей о том, что реструктуризация Ростелекома должна завершиться в 2003 году и что Связьинвест совместно с командой менеджеров Ростелекома в настоящее время разрабатывает стратегию развития компании и четкую схему взаимодействия национального оператора с региональными телекомами. Кроме того, акции Ростелекома положительно отреагировали на известие о заключении договора с Голден Телеком о продаже ему 50% пакета акций Совинтела, который в настоящий момент находится в собственности Ростелекома.

В марте вновь активизировался рост котировок центров региональных объединений. Лидером роста стали обыкновенные (44.2%) и привилегированные (29.2%) акции Сибирьтелекома несмотря на то, что Сибирьтелеком входит в число наиболее оцененных рынком компаний (для сравнения: рост индекса РТС составил 21%). Такой значительный рост акций компании объясняется ожиданиями хороших финансовых результатов за 2001г. по сравнению с большинством других операторов и тем, что Сибирьтелеком не принимала активного участия в ралли предыдущих месяцев. По нашим оценкам компания имеет устойчивое финансовое положение, получает значительную долю доходов от мобильной связи, имеет один из лучших показателей отдачи на инвестированный капитал и достаточно хорошие перспективы роста. Однако рост стоимости данных акций в краткосрочной перспективе вряд ли продолжится в связи со столь значительным повышением в марте.

Цена обыкновенных акций Дальсвязь выросла на 8.8%, поскольку компания является наиболее недооцененной по сравнению с другими операторами – центрами объединений. Дальсвязь не принимала участие в бурном росте акций телекомов в последние месяцы, что послужило поводом для сокращения разрыва между относительной стоимостью Дальсвязь и ее российских аналогов, поскольку операторы имеют значительное количество общих характеристик и предпосылок для роста капитализации. Однако перспективы компании кажутся нам менее привлекательными, чем перспективы других объединенных операторов, и мы не ожидаем дальнейший рост ее стоимости.

Необходимо отметить, что лидером по объему торгов среди центров объединений стал Северо-Западный Телеком. Объемы торгов по его обыкновенным акциям составили чуть менее \$2.0 млн., что превышает объем торгов по привилегированным акциям Ростелекома. При этом стоимость акций выросла лишь на 4.5%, что можно объяснить относительно высокой ликвидностью и достаточным количеством сделок по продаже в связи с беспокойством инвесторов по поводу уровня корпоративного управления в компании и значительным ростом стоимости компании в прошедшие месяцы.

Отметим, что существенный рост показали привилегированные акции центров объединений в связи с положительными ожиданиями дивидендов за 2001 год. Так, привилегированные акции Нижегородсвязьинформа выросли на 18.0%, Северо-Западного Телекома – на 7.3%, Дальсвязи – на 7.9% ЦентрТелекома – на 5.3%.

После впечатляющего роста в январе обыкновенные акции Уралсвязьинформа выросли лишь на 0.6% в связи с ожидаемыми неудовлетворительными финансовыми результатами за 2001г. Мы считаем, что хорошие перспективы роста, качественные сети, высокая прозрачность, активная политика компании, значительная доля доходов, поступающих от предоставления альтернативных услуг и, конечно, объединение, которое еще не полностью отражено в стоимости акций компании, позволят им вырасти в ближайшее время.

Обыкновенные акции ЦентрТелекома и МГТС после продолжительного роста упали на 1.8% и 3.8% соответственно. Мы полагаем, что ЦентрТелеком все еще имеет 10-15% дисконт к своей справедливой стоимости с учетом объединения. Снижение акций МГТС в принципе оправдано, поскольку в настоящий момент компания справедливо оценена рынком. Однако в случае если Система Телеком решит консолидировать своих альтернативных операторов, МГТС, при прочих равных условиях, имеет шанс получить контрольный пакет консолидированного оператора, что существенно увеличит ее стоимость.

<sup>5</sup> - Здесь и во всей статье под изменением цен подразумевается изменение средней цены акций за март по сравнению со средней ценой акций за февраль. При сравнении котировок на последние дни месяцев обыкновенные акции Уралсвязьинформа снизились на 5.9%, заняв, согласно статистике РТС, восьмое место среди лидеров понижения.

Мы продолжаем положительно оценивать ситуацию на российском фондовом рынке, в том числе и в телекоммуникационном сегменте, хотя рост котировок региональных компаний и Ростелекома в краткосрочной перспективе вряд ли будет значительным и не повторит ралли прошедших месяцев. Повышение стоимости акций телекомов в среднесрочной перспективе будет зависеть от хода корпоративной реструктуризации в холдинге Связьинвест, а также от дальнейшего проведения тарифной реформы и позитивных изменений в законодательстве и в регулировании отрасли связи.

### ■ ХРОНИКА СОБЫТИЙ

**Март 1** – РТК - Лизинг приступил к размещению допэмиссии акций номиналом 1000 руб. среди стратегических инвесторов. После завершения размещения Ростелеком будет владеть 27% пакетом акций компании.

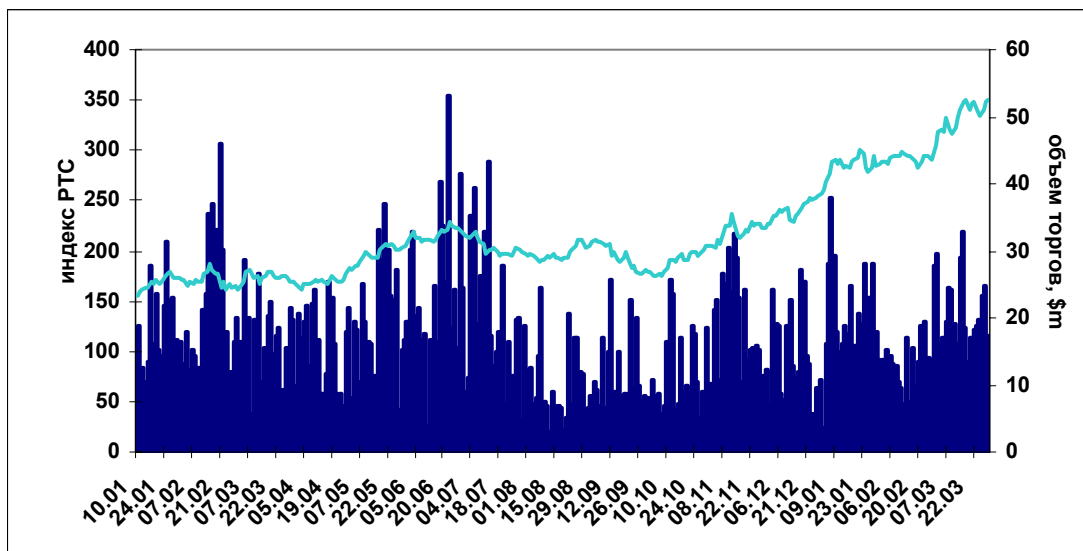
**Март 7** – Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings позитивно оценило реструктуризацию холдинга Связьинвест. По словам агентства реструктуризация в будущем положительно отразится на рейтингах объединенных телекомов.

**Март 19** – МТС разместила дополнительный транш Еврооблигаций на Люксембургской фондовой бирже на \$50 млн. с текущей доходностью к погашению равной 10.25%.

**Март 21** – Северо-Западный Телеком объявил о планирующемся в середине Апреля выпуске рублевых облигаций на 300 млн. руб. Доходность предварительно оценивается в 20.5-20.7%. Кроме того, Вымпелком объявил финансовые результаты по МСФО за 2001г. Чистая прибыль оказалась выше рыночных ожиданий.

### ■ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

Индекс РТС и объем торгов на фондовой бирже РТС в 2001 году.

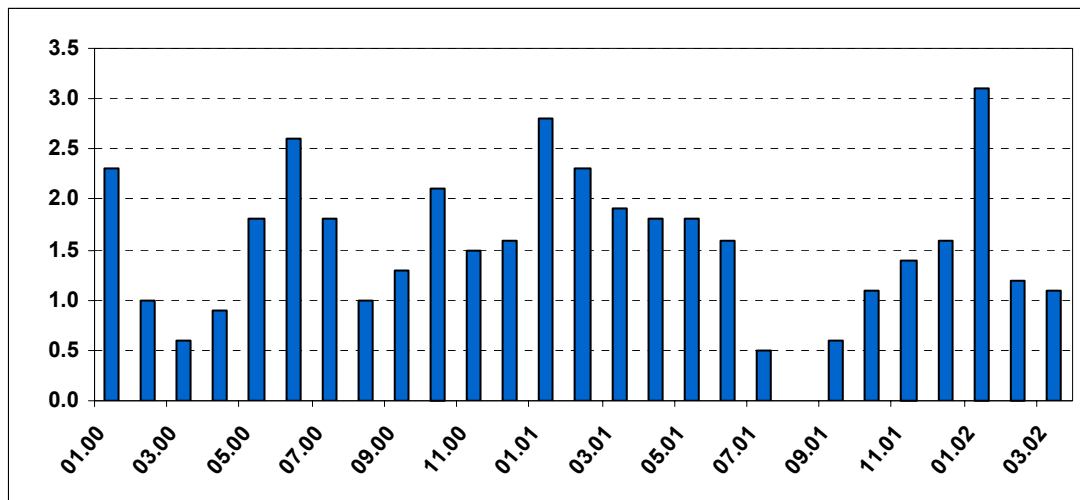


Источник: РТС



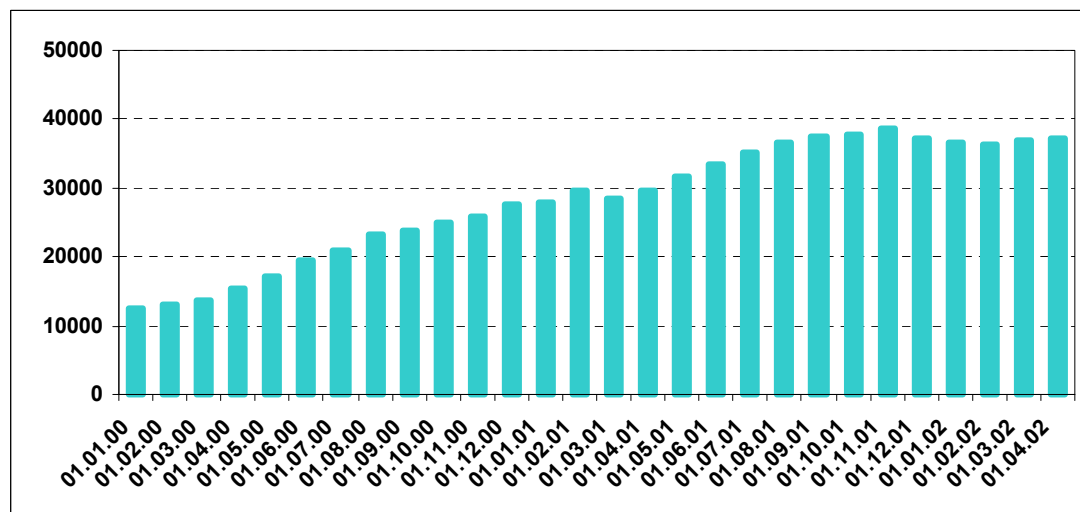
### ■ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

Инфляция в России в 2000 – 2002 гг. (%)



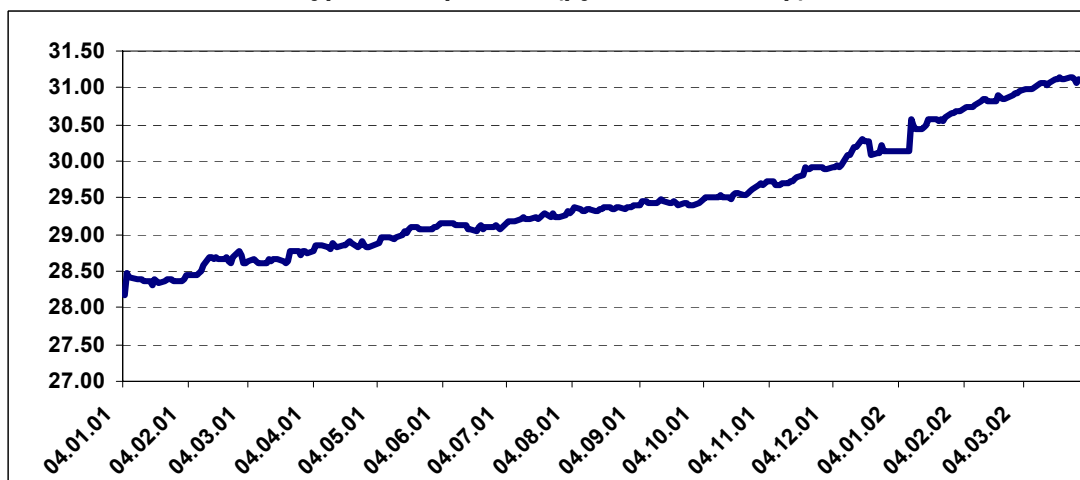
Источник: Госкомстат

Золотовалютные резервы Российской Федерации (млн. долларов США)



Источник: ЦБ РФ

Курс доллара США (рублей за доллар)



Источник: ЦБ РФ