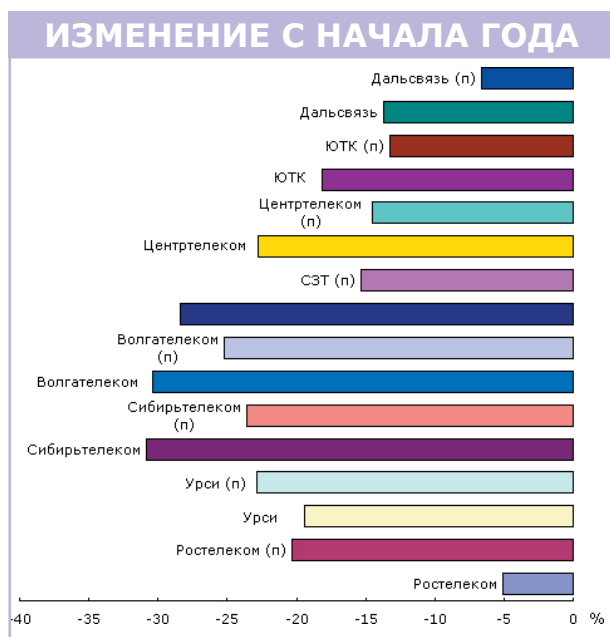




Данные ММВБ. Расчеты YAROVOIY.COM



Данные ММВБ. Расчеты YAROVOIY.COM

НАШИ ФАВОРИТЫ	
	потенциал
Дальсвязь	86.8 %
Волгателеком	71.0 %
Ростелеком (п)	65.6 %
ЮТК	61.8 %
Центртелеком	60.8 %
Сибирьтелеком	56.4 %
Северо-западный телеком	52.9 %

Артур ЯРОВОЙ

С начала 2008 года российский фондовый рынок в лице индекса ММВБ упал на 8.9 %, в то время как MICEX TLC просел на 19.7 %.

Игроки предпочли «сбросить» акции региональных телекомов. О сроках приватизации «Связьинвеста» по-прежнему можно лишь гадать. Разговоры идут уже несколько лет, были выработаны разные схемы реструктуризации компании, но воз и ныне там. Что будет со «Связьинвестом» и когда, - неизвестно. Неопределенность и затянувшееся ожидание не добавляют плюсов телекомам.

Когда у крупных зарубежных игроков появились проблемы со свободными средствами (из-за убытков с Subprime), они предпочли сократить или и вовсе закрыть позиции на российском фондовом рынке. Логично, что в такой ситуации под «горячую руку» попали телекомы. Все компании остаются государственными и в отличие от энергетики неизвестно когда перейдут в частные руки.

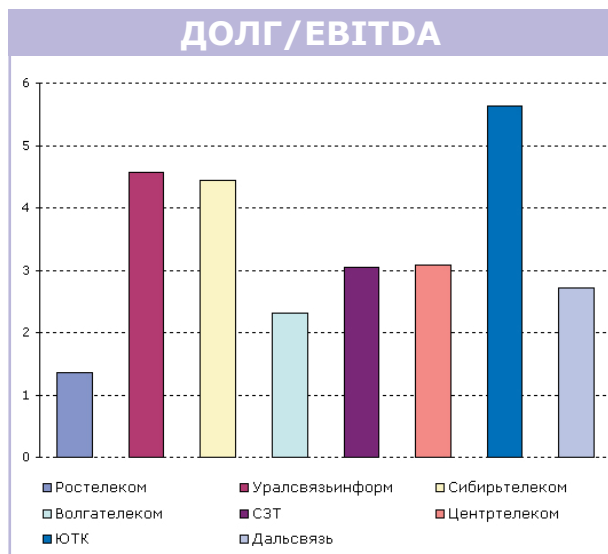
Дополнительное волнение было связано с высокой долговой нагрузкой у ряда телекомов. Ведь в нынешней ситуации в финансовом мире привлечение средств стало более проблематичным.

В то время как размер обязательств ЮТК в 1.4 раза превышает годовую выручку компании и в 5.6 раз EBITDA. Это могло насторожить определенную группу инвесторов. К слову у «Роснефти» показатель Долг/EBITDA 6.4x, так что объем обязательств у ЮТК существенен.

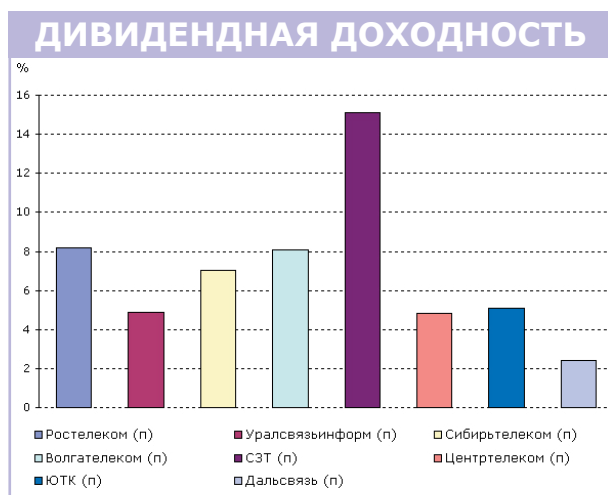
Правда, стоит сказать, что ЮТК успешно борется с сокращением размера долга. За период с 2005 года по июль 2007 года обязательства компании снизились на 2.4 млрд (на 8.1 %).

Обыкновенные акции ЮТК с начала года упали на 18.2 %.

А вот обыкновенные акции «Сибирьтелекома» подешевели за это время на 30.9 %. Процент краткосрочных обязательств у компании превышает 50 %, а по показателю Долг/EBITDA «Сибирьтелеком» опережает лишь ЮТК и «Уралсвязьинформ».



Данные компаний. Расчеты YAROVOIY.COM



Оценка YAROVOIY.COM

Привилегированные акции телекомов с начала года падают более медленно. Поддержку им оказывает близкое закрытие реестров у компаний. «Префы» - это еще и дополнительная возможность заработать на дивидендах.

Особенно интересны в этом плане привилегированные акции «Северо-западного телекома». В октябре 2007 года компания продала пакет в «Телекоминвесте». По нашим прогнозам, размер дивидендов по привилегированным акциям «Северо-западного телекома» будет близок к 4 рублям. Дивидендная доходность, таким образом, при текущих ценах превышает 15 %.

Дивидендная доходность на уровне 8 % ожидается у привилегированных акций «Ростелекома» и «Сибирьтелекома».

Мы считаем хорошие дивиденды по ряду бумаг всего лишь небольшим «бонусом».

Почти все телекомы на текущих уровнях, на наш взгляд, недооценены рынком.

Лишь обыкновенные акции «Ростелекома», по нашему мнению, торгуются выше своей справедливой цены. Мы рекомендуем «Продавать» обыкновенные акции «Ростелекома», но сразу хотим предупредить, что «шорт» данных бумаг в силу низкого фри-флоата опасен.

Мы даем рекомендацию «Держать» акции «Уралсвязьинформа». Бумаги компании торгуются возле своих справедливых уровней.

Акции остальных телекомов и «префов» «Ростелекома» мы считаем недооцененными и рекомендуем их «Покупать».

	P/S	P/E	P/Forward E	EV/EBITDA	P/Bv
Ростелеком	3.3	60.2	30.5	17.1	4.1
Уралсвязьинформ	1.2	67.9	16.8	10.3	2.2
Сибирьтелеком	0.9	23.7	7.9	8.7	1.6
Волгателеком	1.1	13.9	11.0	5.5	1.5
Центртелеком	1.0	11.4	9.4	6.4	2.9
Северо-западный телеком	1.4	16.6	10.4	7.4	1.1
ЮТК	0.8	19.8	9.7	8.5	1.4
Дальсвязь	1.0	9.5	8.2	6.1	1.5
среднее по телекомам	1.3	27.9	13.0	8.8	2.0

Расчеты и оценка Yarovoiy.com



Ростелеком

Цена, руб.	274.00
Изменение с начала года, %	-5.1
Изменение за 2007 год, %	+48.2
Справедливая стоимость	141.0
Потенциал, %	-48.5



Ростелеком (п)

Цена, руб.	55.37
Изменение с начала года, %	-20.4
Изменение за 2007 год, %	-23.5
Справедливая стоимость	91.7
Потенциал, %	+65.6



За прошлый год обыкновенные акции «Ростелекома» выросли на 48.2 %. С начала этого года бумаги подешевели на 5.1 %. Оба результата являются лучшими среди рассматриваемых телекомов.

«Ростелеком» - крупнейшая «дочка» «Связьинвеста», и поэтому пользовалась повышенным спросом среди стратегических инвесторов. Так, «КИТ Финанс» в прошлом году стал владельцем блокирующего пакета «Ростелекома».

В то время как шла скупка обыкновенных акций компании «префы» стояли в стороне. В результате за прошлый год привилегированные акции «Ростелекома» подешевели на 23.5 %, а с начала этого - еще на 20.4 %. В текущий момент «префы» стоят в 5 (!) раз дешевле «обычки».

Дивидендная доходность по привилегированным акциям, по нашим расчетам, в этом году составит около 8 %. Но это не главный плюс «префов». Мы считаем, что привилегированные акции имеют потенциал роста в 65.6 %.

13 февраля Совет директоров «Ростелекома» принял решение продать 11 % акций «Голден Телекома» за \$ 462 млн. Мы позитивно оцениваем эту сделку. «Ростелеком» имел небольшой пакет, к тому же приобретенный существенно ниже цены продажи.

Мы рекомендуем **«Продавать»** обыкновенные акции «Ростелекома» и **«Покупать»** привилегированные акции компании.

Финансовые показатели (МСФО)

в млн рублей	07.06-06.07	2006 год	2005 год
Выручка	63 954	61 559	40 955
Доналоговая прибыль	5 190	2 443	1 673
Чистая прибыль	3 540	1 456	978
Внеоборотные активы	47 737	48 110	44 315
Оборотные активы	22 545	20 388	21 002
Денежные средства	5 463	2 353	2 398
Краткосрочные обязательства	11 317	12 696	7 470
Долгосрочные обязательства	6 647	4 857	8 150



Уралсвязьинформ

Цена, руб.	1.21
Изменение с начала года, %	-19.4
Изменение за 2007 год, %	-13.2
Справедливая стоимость	1.20
Потенциал, %	-0.8



Уралсвязьинформ (п)

Цена, руб.	0.788
Изменение с начала года, %	-20.4
Изменение за 2007 год, %	-23.5
Справедливая стоимость	0.78
Потенциал, %	-1.0



С конца 2006 года обыкновенные акции «Уралсвязьинформа» упали на 30 %, а привилегированные акции - на 39 %.

Сейчас, на наш взгляд, бумаги торгуются возле своих справедливых уровней.

По показателю Долг/EBITDA компания остается одной из худших в отрасли. Рост долговой нагрузки негативным образом сказывается на прибыли компании.

«Уралсвязьинформ» (в лице своей «дочки» компании «Ютел») является лидером на сотовом рынке Уральского региона и Пермского края. Количество абонентов превысило рубеж в 5 млн.

В январе 2008 года количество пользователей услугой «Домашний интернет» (широкополостный доступ в интернет по технологии DSL) превысило 300 тысяч человек. «Уралсвязьинформ» планирует к концу 2008 года довести этот показатель до 600 тысяч. Компания является лидером в Уральском регионе и Пермском крае среди интернет-провайдеров. Выручка от услуги «Домашний интернет» пока составляет менее 10 % от общей выручки «Уралсвязьинформа».

Мы рекомендуем **«Держать»** обыкновенные и привилегированные акции «Уралсвязьинформа».

Финансовые показатели (МСФО)

в млн рублей	07.06-06.07	2006 год	2005 год
Выручка	37 261	33 925	31 710
Доналоговая прибыль	1 817	1 327	3 408
Чистая прибыль	667	829	2 341
Внеоборотные активы	51 473	49 223	48 363
Оборотные активы	5 161	5 028	5 929
Денежные средства	249	646	487
Краткосрочные обязательства	16 563	11 422	12 609
Долгосрочные обязательства	19 262	22 795	20 210



Сибирьтелеком

Цена, руб.	2.003
Изменение с начала года, %	-30.9
Изменение за 2007 год, %	-1.8
Справедливая стоимость	3.13
Потенциал, %	+56.4



Сибирьтелеком (п)

Цена, руб.	1.515
Изменение с начала года, %	-23.6
Изменение за 2007 год, %	-14.4
Справедливая стоимость	2.04
Потенциал, %	+34.4



«Сибирьтелеком», как и «Уралсвязьинформ», по показателю Долг/ЕБИТДА остается одним из худших в отрасли. Кроме этого у компании большой процент краткосрочных обязательств.

Зато по другим мультипликаторам «Сибирьтелеком» существенно недооценен.

«Сибирьтелеком» является ведущим интернет-провайдером в Сибирском ФО. Услугами широкополосного доступа в интернет пользуются около 200 тысяч человек. Компания увеличила доход от интернет-услуг до 11 % от суммарной выручки.

Дочерние предприятия «Сибирьтелекома» сохраняют лидирующие позиции на сотовом рынке в Красноярском крае, Иркутской области и Бурятии. Общее количество абонентов сотовой связи превышает 4 млн человек.

Мы рекомендуем **«Покупать»** обыкновенные и привилегированные акции «Сибирьтелекома».

Финансовые показатели (МСФО)

в млн рублей	07.06-06.07	2006 год	2005 год
Выручка	33 046	30 175	27 432
Доналоговая прибыль	2 257	2 329	2 422
Чистая прибыль	1 269	1 159	1 615
Внеоборотные активы	43 922	41 436	34 654
Оборотные активы	5 686	4 974	4 004
Денежные средства	698	486	533
Краткосрочные обязательства	15 467	12 388	9 492
Долгосрочные обязательства	15 102	16 453	13 335

**Волгателеком**

Цена, руб.	100.00
Изменение с начала года, %	-30.4
Изменение за 2007 год, %	-10.3
Справедливая стоимость	171.0
Потенциал, %	+71.0



«Волгателеком» - одна из самых недооцененных компаний среди МРК. Обыкновенные акции «Волгателекома» подешевели с конца 2006 года на 38 % и имеют сейчас 71-процентный потенциал роста.

«Волгателеком» является ведущим интернет-провайдером Приволжского ФО. Количество абонентов услуг широкополосного доступа в интернет по итогам 2007 года выросло до 380 тысяч (по технологии xDSL - до 315.5 тысяч). Выручка от интернет-услуг выросла в 2007 году в 1.5 раза и достигла 12 % от общей выручки компании.

По привилегированным акциям «Волгателекома» мы ожидаем дивидендную доходность на уровне 8 %.

Мы рекомендуем **«Покупать»** обыкновенные и привилегированные акции «Волгателекома».

Волгателеком (п)

Цена, руб.	77.00
Изменение с начала года, %	-25.2
Изменение за 2007 год, %	-9.2
Справедливая стоимость	111.2
Потенциал, %	+44.4

**Финансовые показатели (МСФО)**

в млн рублей	07.06-06.07	2006 год	2005 год
Выручка	27 760	24 849	24 158
Доналоговая прибыль	4 469	4 262	4 061
Чистая прибыль	2 231	2 134	2 645
Внеоборотные активы	37 577	36 513	32 213
Оборотные активы	4 602	4 312	4 756
Денежные средства	465	461	1 339
Краткосрочные обязательства	7 848	7 541	7 378
Долгосрочные обязательства	14 062	13 142	10 813



Центртелеком

Цена, руб.	16.60
Изменение с начала года, %	-22.8
Изменение за 2007 год, %	+11.1
Справедливая стоимость	26.7
Потенциал, %	+60.8



В феврале 2008 года Совет директоров «Связьинвеста» одобрил реорганизацию «Центртелекома» и «Центрального телеграфа» и поручил предоставить акционерам «Связьинвеста» дополнительные материалы по данному вопросу. «Связьинвест» обладает контрольными пакетами в обеих компаниях.

«Центральный телеграф» работает в Москве и Московской области. Компания предоставляет услуги телефонной связи более 40 тысячам абонентов и услуги широкополосного доступа в интернет более 110 тысячам абонентов.

В результате объединения «Центртелеком» усилит позиции на московском рынке интернет-услуг.

Выручка «Центрального телеграфа», по нашим оценкам, в 2007 году составит 3.5 млрд рублей, чистая прибыль - 250 млн.

Мы рекомендуем **«Покупать»** обыкновенные и привилегированные акции «Центртелекома».

Центртелеком (п)

Цена, руб.	12.99
Изменение с начала года, %	-14.5
Изменение за 2007 год, %	-1.3
Справедливая стоимость	17.3
Потенциал, %	+33.2



Финансовые показатели (МСФО)

в млн рублей	07.06-06.07	2006 год	2005 год
Выручка	31 947	29 483	28 701
Доналоговая прибыль	3 784	2 622	-228
Чистая прибыль	2 905	1 836	-649
Внеоборотные активы	34 260	35 069	35 597
Оборотные активы	6 619	6 345	5 025
Денежные средства	763	1 245	995
Краткосрочные обязательства	9 418	10 154	19 195
Долгосрочные обязательства	20 186	20 766	10 131

**Северо-западный телеком**

Цена, руб.	29.495
Изменение с начала года, %	-28.4
Изменение за 2007 год, %	-1.0
Справедливая стоимость	45.1
Потенциал, %	+52.9



«Северо-западный телеком» - самый дешевый из телекомов по показателю P/Bv (капитализация/чистые активы).

В четвертом квартале 2007 года «Северо-западный телеком» продал пакет акций «Телекоминвеста». В результате дивиденды по итогам года обещают быть рекордными. Мы ожидаем дивидендную доходность по «префам» «Северо-западного телекома» на уровне 15 %, а размер дивидендов немногим меньше 4 рублей на одну привилегированную акцию.

Мы рекомендуем **«Покупать»** обыкновенные и привилегированные акции «Северо-западного телекома».

Северо-западный телеком (п)

Цена, руб.	25.45
Изменение с начала года, %	-15.3
Изменение за 2007 год, %	-4.9
Справедливая стоимость	29.3
Потенциал, %	+15.1

**Финансовые показатели (МСФО)**

в млн рублей	07.06-06.07	2006 год	2005 год
Выручка	22 772	20 650	20 542
Доналоговая прибыль	3 092	2 173	1 989
Чистая прибыль	1 874	1 271	1 411
Внеоборотные активы	46 058	42 042	37 116
Оборотные активы	3 113	2 919	3 917
Денежные средства	250	244	152
Краткосрочные обязательства	10 675	5 012	4 048
Долгосрочные обязательства	10 968	13 440	13 195



ЮТК

Цена, руб.	3.929
Изменение с начала года, %	-18.2
Изменение за 2007 год, %	+0.6
Справедливая стоимость	6.36
Потенциал, %	+61.8



По показателям Долг/ЕВITDA и Долг/S компания самая дорогая. Но телекому удается успешно бороться с долговой нагрузкой. За полтора года (с 2006 года по июль 2007 года) ЮТК сократила обязательства на 2.4 млрд рублей. Показатель Долг/ЕВITDA за это время снизился с 7.5х до 5.6х.

По показателю P/S ЮТК дешевле остальных телекомов. Капитализация компании меньше годовой выручки.

На 1 января 2008 года услугами широкополосного доступа в интернет пользовались 169 тысяч абонентов компании. К 2011 году ЮТК планирует увеличить количество абонентов до 800 тысяч.

Мы рекомендуем **«Покупать»** обыкновенные и привилегированные акции ЮТК.

ЮТК (п)

Цена, руб.	3.019
Изменение с начала года, %	-13.3
Изменение за 2007 год, %	-4.1
Справедливая стоимость	4.13
Потенциал, %	+36.9



Финансовые показатели (МСФО)

в млн рублей	07.06-06.07	2006 год	2005 год
Выручка	19 233	17 959	18 774
Доналоговая прибыль	1 627	790	843
Чистая прибыль	736	347	1 057
Внеоборотные активы	34 722	34 840	36 050
Оборотные активы	3 367	2 939	3 676
Денежные средства	386	331	772
Краткосрочные обязательства	12 694	17 617	17 207
Долгосрочные обязательства	14 946	10 149	12 864



Дальсвязь

Цена, руб.	112.25
Изменение с начала года, %	-13.7
Изменение за 2007 год, %	+16.1
Справедливая стоимость	209.7
Потенциал, %	+86.8



Обыкновенные акции «Дальсвязи», по нашему мнению, имеют самый большой потенциал роста среди бумаг МРК.

«Дальсвязь» является ведущим интернет-провайдером на Дальнем Востоке. На 1 октября около 133 тысяч абонентов пользовалось услугой широкополосного доступа в интернет.

В феврале 2008 года Президиум Высшего Арбитражного Суда признал претензии ФНС к «Дальсвязи», связанные с осуществлением расчетов с «Ростелеком» при оказании услуг международной телефонной связи, незаконными (налоговая служба требовала с «Дальсвязи» по этой части 80 млн рублей). В результате был создан прецедент для отрасли, ФНС имеет претензии к телекомпаниям на общую сумму в \$ 1 млрд.

Дальсвязь (п)

Цена, руб.	100.89
Изменение с начала года, %	-6.6
Изменение за 2007 год, %	-18.8
Справедливая стоимость	136.3
Потенциал, %	+35.1



Мы рекомендуем **«Покупать»** обыкновенные и привилегированные акции «Дальсвязи».

Финансовые показатели (МСФО)

в млн рублей	07.06-06.07	2006 год	2005 год
Выручка	12 968	10 886	10 696
Доналоговая прибыль	1 884	1 404	1 099
Чистая прибыль	754	339	611
Внеоборотные активы	16 400	15 419	12 197
Оборотные активы	3 335	1 931	1 931
Денежные средства	250	184	158
Краткосрочные обязательства	4 146	4 909	4 332
Долгосрочные обязательства	7 130	5 423	2 940



Коллектив YAROVOIY.COM

Артур ЯРОВОЙ
фундаментальный анализ (Россия, США)
технический анализ (Россия)
модельные портфели (Россия, США)

art@yarovoiy.com

Богдан ЗВАРИЧ
технический анализ (Россия)

zvarich@yarovoiy.com

Ольга КАЧУРИНА
технический анализ (Россия)

olga@yarovoiy.com

Информация, содержащаяся в обзоре, предназначена исключительно для клиентов компании. Рекомендации и мнения, высказанные в данной публикации, не являются предложением покупки либо продажи ценных бумаг. Ни Yarovoiy.com, ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования данной публикации или ее содержания.

Copyright Yarovoiy.com 2005-2008 ©