

Рост с начала декабря	
Урси	+32.9 %
Урси-п	+30.9 %
Ростелеком-п	+24.4 %
СЗТ-п	+17.5 %
Центртелеком-п	+14.4 %
<b>ср. телекомы</b>	<b>+13.5 %</b>
ЮТК-п	+12.3 %
Волгателеком-п	+11.6 %
Волгателеком	+11.2 %
Сибирьтелеком-п	+10.6 %
Ростелеком	+10.4 %
СЗТ	+10.3 %
Сибирьтелеком	+9.4 %
Дальсвязь-п	+7.2 %
ЮТК	+6.3 %
<b>индекс ММВБ</b>	<b>+5.0 %</b>
Дальсвязь	+4.8 %
Центртелеком	+2.2 %

Телекомы вновь в центре внимания. За последние две недели произошло несколько ключевых событий. Сначала представители МЭРТ заявили, что рассматривают вариант реорганизации «Связьинвеста» в операционную компанию (путем объединения всех МРК). Затем АФК «Система» объявила о покупке блокпакета в «Связьинвесте», приобретенном за \$ 1.3 млрд.

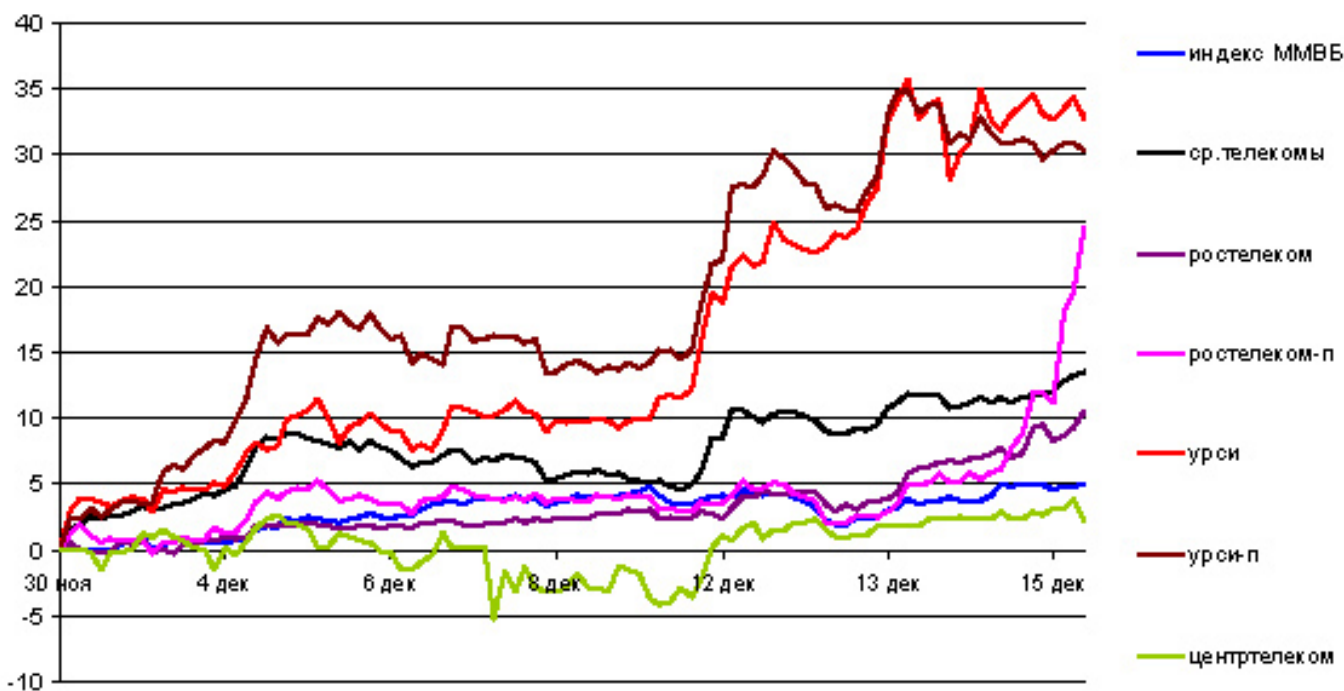
На наш взгляд, переход на единую акцию имеет высокие шансы быть реализованным.

В данной ситуации важно не только вовремя запрыгнуть на уходящий поезд, но и правильно выбрать вагон, чтобы получить максимальную прибыль.

За последние две недели акции «Уралсвязьинформа» выросли на 30 %. Торги на ММВБ по привилегированным акциям «Ростелекома» приостанавливали в пятницу на час.

В декабре телекомы растут в 2.7 раза быстрее рынка. Но такой результат достигнут в основном за счет «Урси» и «префов» «Ростелекома». «Дальсвязь» и «Центртелеком» в этом месяце отстают от индекса ММВБ.

Данные ММВБ на 15.12.06, расчеты YAROVOIY.COM.



Данные ММВБ. Расчеты YAROVOIY.COM

Изменение с начала года	
Ростелеком	+185.2 %
Ростелеком-п	+62.4 %
<b>Индекс ММВБ</b>	<b>+61.0 %</b>
СЗТ	+51.3 %
Урси	+49.6 %
Дальсвязь-п	+35.4 %
<b>сред. телекомы</b>	<b>+35.3 %</b>
Урси-п	+33.0 %
Дальсвязь	+29.5 %
СЗТ-п	+29.4 %
Сибирьтелеком	+21.2 %
Центртелеком	+17.9 %
ЮТК-п	+14.6 %
Сибирьтелеком-п	+12.4 %
Волгателеком	+11.7 %
Центртелеком-п	+10.1 %
Волгателеком-п	+2.5 %
ЮТК	-2.0 %

Данные ММВБ на 15.12.06,  
расчеты YAROVOIY.COM.

### Выстрелили только сейчас

Весь год телекомы были в числе отстающих. Даже после декабрьского роста лишь акции «Ростелекома» обгоняют индекс ММВБ. Обыкновенные акции ЮТК и вовсе до сих пор находятся в минусе! А ведь индекс ММВБ с начала года вырос уже на 61 %.

Телекомы исчерпали свой потенциал и им некуда расти? Или просто на них не обращали внимания, так как приватизация «Связьинвеста» постоянно откладывалась? Что произойдет сейчас, когда, по всей видимости, приватизации «Связьинвеста» не будет вообще?

Реорганизация «Связьинвеста» по схеме, предложенной МЭРТ, на наш взгляд, оптимальный вариант. Если скупка «Ростелекома» и других МРК проводилась «КИТ-Финанс» в интересах «Газпрома», то контроль над новой компанией может остаться у государства. В любом случае даже без «Газпрома» у государства будет блокирующий пакет.

При таком раскладе у силовых ведомств, которые, напомним, активней всего препятствовали приватизации «Связьинвеста», возражений быть не должно.

Кроме того реорганизация увеличит суммарную капитализацию всех МРК, а, значит, и самого «Связьинвеста».

Не стоит забывать и про то, что сейчас региональные телекомы медленно, но сдают свои позиции альтернативным операторам. Объединение пойдет на пользу в борьбе за клиента, в борьбе за рубль.

**Сколько должны стоить «префы»?**

Очень важный вопрос реорганизации «Связьинвеста» - по какому коэффициенту будут обмениваться привилегированные акции ее «дочек». Логично, что для всех «префов» должен быть установлен одинаковый коэффициент.

Сейчас для телекомов он колеблется от 0.444 у «Ростелекома» до 1.017 у «Дальсвязи». Стремительный рост привилегированных акций «Ростелекома» во многом обусловлен именно громадным дисконтом к «обычке».

	цена прив. акций	цена обык. акций	отношение
Ростелеком	81.70	184.10	0.444
Уралсвязьинформ	1.15	1.572	0.732
Сибирьтелеком	2.117	2.636	0.803
Волгателеком	106.00	129.00	0.822
СЗТ	29.49	39.50	0.747
Центртелеком	14.70	18.39	0.799
ЮТК	3.415	3.93	0.871
Дальсвязь	96.50	95.85	1.017
<b>среднее</b>			<b>0.779</b>

Данные ММВБ на 15.12.06. Расчеты YAROVOIY.COM

На данный момент привилегированные акции к обыкновенным в среднем относятся как 0.779 к 1.

На наш взгляд, при конвертации будет установлен коэффициент в диапазоне 0.75-0.90. Наиболее вероятным видится дисконт в 20 %.

**Как оценить? Что покупать?**

Но самый главный вопрос, как будут оценены операторы связи, что будет поставлено во главу угла. Мы провели сравнительный анализ телекомов, посчитав, что основной упор при расчете будет сделан на мультипликатор P/Bv (отношение капитализации компании к чистым активам). Остальным коэффициентам (P/S, P/E, EV/EBITDA) был установлен меньший вес.

«Ростелеком» получил премию в 10 % перед остальными операторами за лидирующее положение в отрасли и возможность получить самый большой пакет в объединенной компании.

При расчете справедливой стоимости акций «Центртелекома» и ЮТК учтены их большие долговые нагрузки. Таргеты были скорректированы на 5 % и 10 % соответственно.

Для расчета стоимости привилегированных акций был взят коэффициент 0.8.

*Стоит учитывать, что если реорганизации «Связьинвеста» не будет, таргеты будут понижены. В наименее выгодном положении окажется «Ростелеком».*

	цена об. акций, 15.12	цена пр. акций, 15.12	P/S	P/E	EV/EBITDA	P/Bv	справ. стоим. об. акций	справ. стоим. пр. акций
Ростелеком	184.10	81.70	2.6	154.0	17.2	2.9	104.16	83.33
Урси	1.572	1.15	1.7	17.6	9.7	2.6	2.06	1.65
Сибирьтелеком	2.636	2.117	1.3	12.2	7.1	3.8	4.50	3.60
Волгателеком	129.00	106.00	1.6	12.6	6.8	2.0	235.66	188.53
Центртелеком	18.39	14.70	1.3	82.6	8.9	3.0	15.89	12.71
СЗТ	39.50	29.49	1.7	17.5	8.1	1.4	64.63	51.70
ЮТК	3.93	3.415	0.8	19.9	9.5	1.4	6.11	4.89
Дальсвязь	95.85	96.50	1.1	11.6	6.5	1.6	213.13	170.51
<b>среднее</b>			<b>1.5</b>	<b>41.0</b>	<b>9.2</b>	<b>2.4</b>		

Данные ММВБ, компаний. Расчеты YAROVOIY.COM

### Рекомендации

Для большинства телекомов выставлена рекомендация «Покупать». Только «Ростелекому», который сейчас переоценен рынком, была дана рекомендация «Продавать». Его привилегированные акции торгуется около справедливой цены. Большой коэффициент обмена «префов» повысит потенциал роста всех привилегированных акций.

Наиболее выгодное вложение - обыкновенные акции «Дальсвязи». «Дальсвязь» по всем коэффициентам недооценена.

	спр. цена,	потенциал роста, %	рекомендация
Ростелеком	104.16	-43.4	Продавать
Ростелеком-п	83.33	+2.0	Держать
Урси	2.06	+31.1	Покупать
Урси-п	1.65	+43.3	Покупать
Сибирьтелеком	4.50	+70.5	Покупать
Сибирьтелеком-п	3.60	+69.9	Покупать
Волгателеком	235.66	+82.7	Покупать
Волгателеком-п	188.53	+77.9	Покупать
Центртелеком	15.89	-13.6	Держать
Центртелеком-п	12.71	-13.5	Держать
СЗТ	64.63	+63.6	Покупать
СЗТ-п	51.70	+75.3	Покупать
ЮТК	6.11	+55.6	Покупать
ЮТК-п	4.89	+43.2	Покупать
Дальсвязь	213.13	+122.4	Покупать
Дальсвязь-п	170.51	+76.7	Покупать

Расчеты YAROVOIY.COM

## **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 подписчиков портала Yarovoiy.com. Рекомендации и мнения, высказанные в данной публикации, не являются предложением покупки либо продажи ценных бумаг. Ни сайт <http://Yarovoiy.com>, ни кто-либо из его представителей не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования данной публикации или ее содержания.

Copyright HTTP://YAROVOIY.COM 2005-2006 ©