



ВымпелКом

ПОВЫШЕНИЕ СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ



ПОКУПАТЬ
85%
потенциал
роста
25 апреля 2008 г.

▲ Повышение справедливой стоимости, несмотря на приобретение компании Голден Телеком

Мы повышаем справедливую стоимость компании ВымпелКом с 42,1 долл. США за акцию до 54,4 долл. США за акцию в связи с переоценкой перспектив роста среднего дохода на абонента (ARPU) и среднего трафика на абонента (MOU) в России.

▲ Потенциал роста MOU и ARPU повышается, так как фиксированная связь - не альтернатива сотовой

Проникновение фиксированной связи в России составляет 32 линии на 100 человек. Данный показатель растет медленно. Это говорит о том, что россияне более охотно пользуются сотовой связью. Таким образом, очевидна прямая связь между ВВП на душу населения и интенсивностью использования услуг телефонной связи. На наш взгляд MOU в России обладает потенциалом более чем двукратного увеличения. В 2007 г. ARPU ВымпелКома составил 12,6 долл. США. На наш взгляд, этот показатель может достигнуть 26 или даже до 32-34 долл. США, что окажет непосредственное, положительное влияние на выручку и прибыль компании.

▲ Отсутствие конкуренции предполагает высокую рентабельность

Мы ожидаем, что правительство не будет ужесточать правовое регулирование телекоммуникационного рынка, по крайней мере, до IPO Мегафона (которое, как ожидается, состоится через 2 года), а, возможно, и дольше. Следовательно, цены на услуги и норма EBITDA будут оставаться на высоком уровне, а рост числа операторов виртуальных мобильных сетей связи (MVNO) не предвидится.

▲ Действительное проникновение сотовой связи составляет всего около 70%

На наш взгляд, двойной учет абонентов свидетельствует о том, что российский рынок сотовой связи будет расти на протяжении следующих 5 лет а, возможно и дольше. За этим может последовать экспансия российских операторов на рынки сотовой связи стран СНГ. Объем рынка СНГ лишь немного меньше российского.

▲ Вымпелком переплатил за Голден Телеком, однако акции ВымпелКома по-прежнему обладают потенциалом роста

На наш взгляд, за Голден Телеком ВымпелКом заплатил цену, в 2-3 раза превышающую стоимость этой компании. Однако мы полагаем, что ВымпелКом сможет «переварить» эту покупку с минимальными последствиями и вскоре вновь начнет генерировать избыточный денежный поток. По коэффициенту EV/абонент Вымпелком (562 долл. США) выглядит недооцененным на 15% по сравнению с международными аналогами (медиана составляет 644 долл. США). Большинство международных аналогов уже преодолели пик роста, поэтому для оценки компании мы предпочитаем использовать метод дисконтирования денежных потоков.

Старший аналитик: **Филип Таунсенд**
Младший аналитик: **Кирилл Клоков**
(+7495) 2230885 townsend_p@metropol.ru

Клиентские операции:

Лондон (+44020) 74396881
Москва (+7495) 9333303

Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Справедливая стоимость (обыкн.), долл. США	54,4
Текущая цена (обыкн.), долл. США	29,4
Рыночная капитализация, млн. долл. США	30 154
EV, млн. долл. США	32 205
Bloomberg	VIP US
Выпущенные обыкновенные акции, млн.	1 025
Максимум за 52 недели, долл. США:	45,5
Минимум за 52 недели, долл. США:	18,0
В свободном обращении, %	27,4%
Средний дневной оборот, млн. долл. США	109,1
Динамика роста цен за последние:	
1 месяц	-5,1
3 месяца	-13,2
12 месяцев	52,7

Оценка и финансовые показатели

	Выручка, млн. долл. США	EBITDA, млн. долл. США	Норма EBITDA, %	Чистая прибыль, млн. долл. США	P/E(x)	EV/EBITDA(x)	EV/Выручка(x)
2007	7 171	3 597	50%	1 404	21,5	9,0	4,5
2008E	10 768	4 968	46%	2 008	15,0	6,5	3,0
2009E	13 852	6 297	45%	2 716	11,1	5,1	2,3
2010E	17 152	7 793	45%	3 556	8,5	4,1	1,9

Инвестиционный сценарий

В связи с хорошими финансовыми показателями компании ВымпелКом за полный 2007 г., а также на основе информации полученной в ходе нашей встречи с представителями компании и переоценкой перспектив роста ARPU и MOU в России мы повышаем справедливую стоимость акций компании ВымпелКом с 42,1 долл. США до 54,4 долл. США

В России отношение к услугам фиксированной связи иное, чем в западных странах. Так, тарифы на местную сотовую связь составляют всего треть и даже менее от аналогичных тарифов в странах ЕС. В отличие от жителей ЕС, россияне в большей степени предпочитают пользоваться сотовой связью, нежели фиксированной, о чем свидетельствует низкое проникновение фиксированной связи в России (32 линии на 100 человек по состоянию на конец 2007 г.) В странах ЕС совокупный объем голосового трафика на абонента в месяц (MOU) составляет 430-400 минут, при этом на сотовую связь приходится приблизительно треть этого трафика. В связи с недостаточным финансированием количество фиксированных линий в России растет медленно. Существует прямая зависимость между объемом ВВП на душу населения и интенсивностью пользования услугами связи. В 2007 г. годовой рост доходов населения составил приблизительно 12%, что говорит о вероятном увеличении интенсивности пользования услугами связи. Однако на наш взгляд, среднестатистический житель России настолько привык пользоваться своим мобильным телефоном, что даже с увеличением количества доступных линий фиксированной связи он по-прежнему будет предпочитать пользоваться сотовой связью. Таким образом, ожидаемый рост интенсивности пользования услугами телефонии, на наш взгляд, будет относиться скорее к сотовой связи, нежели к фиксированной. В 2007 г. MOU ВымпелКома увеличился на 31% в годовом исчислении и составил в среднем 192 минуты в месяц, что уже выше аналогичного среднего показателя компании Vodafone (140 минут). Тем не менее, мы полагаем, что в будущем по мере роста доходов россиян данный показатель может удвоиться.

ARPU ВымпелКома в 2007 г. увеличился приблизительно на 31% в годовом исчислении за счет роста MOU (также на 31% в годовом исчислении). Мы полагаем, что в связи с низкой конкуренцией, а также благодаря тому, что давление на телекоммуникационный рынок со стороны регулятора минимально, рост ARPU и MOU продолжится. В марте 2007 г. ARPU Vodafone в Великобритании составил 46 долл. США, тогда как аналогичный показатель ВымпелКома был равен 12,6 долл. США.

Российский ВВП на душу населения, скорректированный с учетом паритета покупательной способности (14 300 долл. США) близок по величине к польскому (16 400 долл. США). На наш взгляд, принимая во внимание двойной учет абонентов, к 2010 г. ВымпелКом достаточно легко сможет увеличить свой ARPU до уровня Польши (20,1 долл. США). Мы используем данный показатель в нашей модели, однако в реальности, на наш взгляд, он может быть, по меньшей мере, на 25% выше и составить 26 долл. США, если принять во внимание лишь тот факт, что тот объем трафика, который в ЕС является фиксированным, в России компенсируется за счет трафика мобильной связи. Однако если учесть также разницу в ВВП на душу населения (и предположить, что официальные данные по неуплате налогов верны), то ARPU ВымпелКома в 2010 г. может быть еще на 30% выше и составить 32-34 долл. США. Таким образом, наша базовая модель по-прежнему остается более чем консервативной, и мы оставляем за собой возможность изменения ряда расчетов в будущем в сторону повышения.

Наконец, потенциал роста ARPU в России усиливается за счет того, что мобильный телефон все еще рассматривается как аксессуар, указывающий на статус его владельца. Стоит напомнить, что на российском рынке не распространены субсидии на покупку мобильного телефона со стороны

оператора связи. По расчетам Mobile Research Group, к концу 2007 г. доля мобильных телефонов, купленных россиянами в кредит, составила 35% от совокупного объема продаж сотовых телефонов. Более того, доля дорогих мобильных телефонов (цена, на которые превышает 200 долл. США) в объеме продаж увеличилась с 31,8% в 1П 2006 г. до 40% в 1П 2007 г.

Мы ожидаем, что в долгосрочной перспективе тарифы на местную сотовую связь в России будут повышаться. В данный момент их уровень составляет 30% или менее от среднего уровня по странам ЕС. Повышение тарифов может стать еще одним фактором роста ARPU.

Имеющиеся данные подтверждают наше мнение о том, что глава ВымпелКома, г-н Изосимов, продолжает быть слишком осторожным в своих прогнозах по росту проникновения сотовой связи и ARPU в России. По мнению менеджмента ВымпелКома, в 2008 г. рост ARPU компании будет двузначным, скорее всего, ближе к нижней границе. На наш взгляд, такой прогноз слишком консервативен. В 2007 г. менеджмент компании ожидал рост ARPU на уровне 5-6% в год, тогда как в действительности рост составил 31%.

Кроме этого, руководство компании не рассчитывало на дальнейший рост уровня проникновения сотовой связи. Такая оценка оказалось неверной. И менеджмент Евросети, и генеральный директор МТС, г-н Меламед, полагают, что действительный уровень проникновения сотовой связи в России составляет приблизительно 68-70%, тогда как номинальный равен 120%. Уровень действительного проникновения говорит о том, что российский рынок сотовой связи имеет в запасе, по крайней мере, 5 лет роста.

Мы продолжаем положительно оценивать потенциал развития сотовой связи в странах СНГ. В Казахстане, где доля ВымпелКома на рынке сотовой связи составляет 47%, номинальное проникновение сотовой связи составило 82,5% в 2007 г., что указывает на значительный потенциал роста ARPU.

Мы также ожидаем значительного роста проникновения сотовой связи в Узбекистане: с 22% до 60% в период с 2007 по 2010 гг.

Рост рынка сотовой связи, наблюдаемый в России, позволяет ВымпелКому не предпринимать значительных мер по сокращению расходов. Тем не менее, мы полагаем, что норма EBITDA компании может превысить прогнозируемые нами значения. Примером может послужить ситуация с CosmOte (Греция): рентабельность операций этой компании на албанском рынке сотовой связи - находившемся на той же стадии развития, что и российский - составила свыше 50%.

По международным стандартам акции компаний ВымпелКом и МТС выглядят недооцененными. На основе мультипликатора EV/абонент МТС торгуется по 328 долл. США, и хотя мультипликатор EV/абонент ВымпелКома составляет 562 долл. США, медиана для группы международных аналогов этих компаний составляет 644 долл. США, а среднее значение – 603 долл. США. МТС стоит 51% от медианы EV/абонент международных аналогов, а ВымпелКом - 87,3%. Принимая во внимание тот факт, что большинство развитых рынков уже достигли своей зрелости, а также то, что большинство компаний на этих рынках ищут новые возможности для роста, мы полагаем, что МТС и ВымпелКом могут торговаться с премией, а не с дисконтом к международным аналогам. Обе компании предоставляют возможность инвесторам играть на развивающихся рынках. Необходимо отметить, что среди двух перечисленных компаний мы предпочитаем МТС, однако обе компании, на наш взгляд, обладают значительным потенциалом роста.

Риски

ВымпелКом приобрел Голден Телеком по 105 долл. США за акцию, оценив совокупную стоимость компании, таким образом, в 4,3 млрд. долл. США, что в 2,1 раза выше значения, рассматриваемого нами в качестве справедливой стоимости данного актива - 51,4 долл. США за акцию. Обычно ВымпелКом приобретает прочих операторов связи по 5-8х прогнозируемой EBITDA приобретаемой компании. При цене в 5х EBITDA Голден Телеком был бы оценен в 54,9 долл. США за акцию, а при 8х EBITDA – в 87,8 долл. США за акцию - на 16,4% ниже действительной цены покупки, что лишь еще раз подчеркивает тот факт, что ВымпелКом заплатил слишком много.

Мы полагаем, что купив Голден Телеком, руководство ВымпелКома, известное своим консервативным подходом к ведению дел, перестраховалось, опасаясь насыщения рынка сотовой связи. Мы полагаем, что российский рынок сотовой связи преодолеет пик роста лишь через 5 лет или позднее. Клиентами ВымпелКома являются лишь 4% от базы корпоративных абонентов региона, в котором функционирует компания. Компания ВымпелКом изначально была ориентирована, прежде всего, на физических лиц. В связи с этим менеджмент компании был обеспокоен низким количеством корпоративных клиентов в абонентской базе компании и искал способ увеличить этот показатель, что и воплотилось в покупке компании Голден Телеком.

Мы обеспокоены перспективами развития Голден Телекома и сомневаемся в том, что объединение компаний приведет к синергетическому эффекту и позволит ВымпелКому снизить затраты. Мы ожидаем, что норма EBITDA Голден Телекома снизится до 20%-ного уровня из-за расходов на стоительные работы и снижения выручки в расчете на абонента, так как в регионах (за исключением Москвы) доходы корпоративных клиентов, как правило, значительно ниже. Норма EBITDA COLT и схожих международных компаний составляет приблизительно 16-18% и, на наш взгляд, Голден Телеком в этом отношении ничем не отличается. По заявлениям менеджмента Голден Телекома, в будущем компания сможет сравниться по размерам со Связьинвестом, при этом норма EBITDA компании будет составлять 32-33%. Мы полагаем, что все это маловероятно.

Любое сокращение нормы EBITDA участников группы компаний ВымпелКом, особенно если это будет Голден Телеком, может быть воспринято фондовым рынком как негативный фактор.

Мы также не исключаем возникновения конфликтов между руководителями двух компаний. Основная часть существующего руководства Голден Телекома перешла в компанию из Global Telesystems, которая достигла успеха в маркетинговых ухищрениях, связанных с ситуацией 2000 г. на европейском телекоммуникационном рынке, однако не смогла воплотить в жизнь обещанное. Последние заявления менеджмента Голден Телекома говорят об излишнем оптимизме в оценках, что также было характерно для Global Telesystems.

Кроме того, в истории существует лишь несколько примеров, когда компании, изначально специализирующейся на сотовой связи удалось достичь успеха в фиксированной связи. Лучшие результаты показала покупка Japan Telecom со стороны Vodafone, однако и эта сделка потребовала значительных усилий менеджмента и нескольких лет, для того чтобы доказать свою успешность.

Несмотря на то, что на наш взгляд, цена покупки Голден Телекома была завышена, данная сделка не окажет серьезного негативного эффекта на ВымпелКом, чей избыточный поток денежных средств составляет 1,5 млрд. долл. США.

Существует несколько мнений относительно того, какой эффект на телекоммуникационный рынок окажет IPO МегаФона, которое может состояться в 2П 2009 г. Необходимо отметить, что СТ Mobile, дочерняя компания Альфа групп, недавно передала 25,1% акций компании МегаФон номинальному владельцу - компании Иркол. В случае, если Альфа полностью выйдет из состава акционеров МегаФона, IPO МегаФона во 2П 2009 г. станет еще более вероятным. Мы ожидаем, что IPO МегаФона окажет некоторое негативное влияние на цену акций компании ВымпелКом, так как инвесторы могут переключить свое внимание на новую компанию в секторе по техническим причинам.

Единственную серьезную обеспокоенность может вызвать усиление давления на телекоммуникационный сектор со стороны регулятора, особенно после IPO МегаФона. Однако, эффект от усиления конкуренции проявится лишь через некоторое время. Кроме того, мы полагаем, что российский рынок еще далек от преодоления пика своего роста, и что ARPU в России может увеличиться в два раза, поэтому негативное влияние данного события в любом случае будет ограниченным.

Игорь Рубин

Зам. начальника брокерского
подразделения
Телефон: (+7495) 9333883
E-mail: rubin_i@metropol.ru

Филип Таунсенд

Начальник аналитического отдела
Телефон: (+7495) 2230885
E-mail: townsend_p@metropol.ru

Хок Саншайн

Зам. Ген. Директора по инвестиционно-
банковской деятельности
Телефон: (+7495) 9333307
E-mail: hawksunshine@metropol.ru

Александр Захаров

Зам. начальника брокерского подразделения
Телефон: (+7495) 9333306
E-mail: zakharov_av@metropol.ru

Аналитический отдел

Филип Таунсенд

Старший аналитик
Телекоммуникации

Телефон (+7495) 2230885
E-mail townsend_p@metropol.ru

Алексей Кокин

Старший аналитик
Нефтегазовая промышленность

Телефон (+7495) 9333316
E-mail kokin_a@metropol.ru

Сергей Васин

Аналитик
Телекоммуникации и Медиа

Телефон (+7495) 9333316
E-mail vasin_s@metropol.ru

Александр Назаров

Старший аналитик
Нефтегазовая промышленность

Телефон (+7495) 2230889
E-mail nazarov_a@metropol.ru

Кирилл Клоков

Младший аналитик
Телекоммуникации

Телефон (+7495) 9333316
E-mail klokov_k@metropol.ru

Наталья Шутова

Младший аналитик
Нефтегазовая промышленность

Телефон (+7495) 9333316
E-mail shutova_n@metropol.ru

Марк Рубинштейн

Старший аналитик
Банковский сектор

Телефон (+7495) 2230886
E-mail rubinstein@metropol.ru

Александр Еремин

Младший аналитик
Нефтегазовая промышленность

Телефон (+7495) 9333316
E-mail eremin_a@metropol.ru

Надежда Тимохова

Младший Аналитик
Банковский сектор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail timohova_n@metropol.ru

Крис Пирсон

Старший аналитик
Металлургия

Телефон (+7495) 9333316
E-mail pearson@metropol-uk.com

Лейла Шарифуллина

Младший Аналитик
Банковский сектор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail sharifullina_l@metropol.ru

Максим Худалов

Старший аналитик
Металлургия

Телефон (+7495) 9333316
E-mail khudalov_m@metropol.ru

Дмитрий Терехов

Старший аналитик
Электроэнергетика

Телефон (+7495) 9333316
E-mail terehov_d@metropol.ru

Виктор Куликов

Младший аналитик
Металлургия

Телефон (+7495) 9333316
E-mail kulikov_v@metropol.ru

Светлана Гризан

Аналитик
Электроэнергетика

Телефон (+7495) 9333316
E-mail grizan_s@metropol.ru

Айрат Халиков

Младший аналитик
Металлургия

Телефон (+7495) 9333316
E-mail halikov_a@metropol.ru

Ирина Прокопьева

Аналитик
Потребительские товары

Телефон (+7495) 9333316
E-mail prokopyeva_i@metropol.ru

Эндрю Дэвид Риск

Редактор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail risk_a@metropol.ru

Александр Кондратьев

Дизайнер

Телефон (+7495) 9333316
E-mail kondratiev_a@metropol.ru

Илья Глотин

Редактор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail glotin_i@metropol.ru

Виктория Шишкина

Переводчик

Телефон (+7495) 9333316
E-mail shishkina_v@metropol.ru

Джулиан Филлипс

Редактор

Телефон (+7495) 9333316
E-mail phillips_j@metropol.ru

Роман Резанов

Переводчик

Телефон (+7495) 9333316
E-mail rezanov_r@metropol.ru

Биржевые операции

Москва
Лондон

Телефон (+7495) 9333883
Телефон (+44207) 4396881

Клиентские операции

Москва
Лондон

Телефон (+7495) 9333303
Телефон (+44207) 4396881

Адреса

Москва

ИФК Метрополь
Головной Офис
Москва, 119049
Донская улица, д. 13
стр.1

Лондон

Metropol UK Limited
Princes House
38 Jermyn Street
London
SW1Y 6DN