



Сравнение российских операторов связи с крупнейшими операторами Западной Европы

Краткая версия

Старший аналитик: **Филип Таунсенд**

Аналитик: **Сергей Васин**

Младший Аналитик: **Кирилл Клоков**

Телефон: **+7 (495) 933-3316**

E-mail: **townsend_p@metropol.ru**

Дата: **3 сентября 2008 г.**

▲ Взаимосвязь между развитием рынков фиксированной и сотовой связи в Западной Европе и России

В данном отчете мы рассматриваем взаимосвязь между развитием рынков фиксированной и сотовой связи в Западной Европе и России. Нашей целью является изучение поведения акций на рынках Западной Европы и России во время, с нашей точки зрения, аналогичных периодов развития их рынков связи. В частности, мы рассматриваем положительные изменения операционной структуры крупнейших западноевропейских операторов во время периода бурного развития в 1993-1998 гг. В течение данного периода, произошли изменения в регулировании отрасли, что заставило ведущих операторов Западной Европы подготовиться к жесткой конкуренции. Это привело к модернизации сетей связи, сокращению расходов и росту рентабельности компаний.

Теоретически, нам стоит ожидать повторения в России аналогичной ситуации, которая будет базироваться как на ожидаемом увеличении тарифов и последующем росте капвложений, так и на потенциальной реструктуризации Связьинвеста. Не учитывая данные факторы, сокращение расходов и концентрация на новых, высокорентабельных нерегулируемых услугах, таких как сотовая связь и широкополосный доступ в Интернет, дадут возможность создать прочную базу для развития российских региональных операторов. Анализ рынков Западной Европы и России показал на наличие сильной корреляции между поведением акций на рынках ценных бумаг и фундаментальными показателями компаний. Однако, если до 2008 г. такая корреляция существовала на рынках и фиксированной и сотовой связи, то после 2008 г. она исчезла.

▲ После того как в 2000 г. лопнул «мыльный пузырь» акций телекоммуникационных компаний, цены большей части акций европейских операторов остаются достаточно низкими

Мы рассматриваем период, последовавший за либерализацией рынка фиксированной телефонии и взрывом «пузыря» акций телекоммуникационных компаний в 2000 г., когда эмоции возобладали над реальностью, но позднее реальность расставила все на свои места. Крупные операторы фиксированной и сотовой связи спекулировали на тему беспроводной связи третьего поколения (3G), и говоря о потенциальных возможностях 3G, приравнивали их к возможностям фиксированной связи. По большей части, плоды 15-летнего стремительного роста рынка телефонии пропали в связи со спекуляциями на эту тему, а крупные западноевропейские операторы погрязли в долгах, распродали свои ключевые активы и так и не оправались от последствий.

▲ В настоящее время ситуация в России является иной

До 2008 г. колебания цен акций российских региональных операторов хорошо коррелировали с их фундаментальными показателями. Улучшение фундаментальных показателей вело к повышению цен акций компании, что становится очевидным при рассмотрении отдельно взятых компаний.

Состояние Баланса ЦентрТелекома было самым неблагоприятным по отрасли, поэтому возможность финансирования увеличенного объема капвложений без ущерба для показателей Баланса и Отчета о прибылях и убытках вызывала сомнения. Данное положение дел отразилось на ценах акций компании. В это же время цены акций других региональных операторов коррелировали с увеличивающимися объемами выручки и улучшающимися фундаментальными показателями.

Однако в настоящее время цены акций региональных операторов, также как и цены компаний МТС и ВымпелКом, больше зависят от внешних факторов или, как это было в случае со спекуляциями на тему 3G в Западной Европе в 2000 г., от эмоций. Непокойная ситуация на внешнем рынке, связанная с обвалом рынка ипотечного кредитования в США, «пузырем недвижимости» в Великобритании, комментариями Путина касательно компании Мечел, а также недавней международной реакцией на действия России в конфликте с Грузией, судя по всему, оказывает негативное влияние на цены акций региональных операторов, а также компаний МТС и ВымпелКом. На наш взгляд, данная ситуация является иррациональной.

▲ Прогнозы фундаментальных показателей сектора очень хорошие – акции операторов недооценены

В то время как неспокойная ситуация на международных рынках является актуальной темой, мы рекомендуем инвесторам заглянуть в будущее и воспользоваться низкими ценами на рынке. Мы рекомендуем «Покупать» акции большинства компании в секторе телекоммуникаций, за исключением Ростелекома, цены акций которого, по нашему мнению подняты спекулятивным путем. Более детальная информация представлена в наших отчетах по каждой конкретной компании.

Инвестиционный сценарий и выводы

В данном отчете мы рассматриваем взаимосвязь между развитием рынков фиксированной и сотовой связи в Западной Европе и России. Нашей целью является изучение параллелей между поведением их акций во время, с нашей точки зрения, аналогичных периодов развития западноевропейских и российских рынков связи. В частности, мы рассматриваем положительные изменения операционной структуры крупнейших западноевропейских операторов во время периода бурного развития в 1993-1998 гг. В течение данного периода, произошли изменения в регулировании отрасли, что заставило ведущих операторов Западной Европы подготовиться к жесткой конкуренции. Это привело к модернизации сетей связи, сокращению расходов и росту рентабельности компаний.

Мы также рассматриваем период, последовавший за либерализацией рынка фиксированной телефонии и взрывом «пузыря» на рынке акций телекоммуникационных компаний в 2000 г., когда эмоции возобладали над реальностью, но позднее реальность расставила все на свои места. Крупные операторы фиксированной и сотовой связи спекулировали на тему беспроводной связи третьего поколения (3G), говоря о потенциальных возможностях 3G и приравнивая их к возможностям фиксированной связи. По большей части, плоды 15-летнего стремительного роста рынка телефонии пропали в связи со спекуляциями на эту тему, а крупные западноевропейские операторы погрязли в долгах, распродали свои ключевые активы и так и не оправились от последствий.

Очевидным становится то, что поведение акций на рынках ценных бумаг и связанные с ним существенные улучшения фундаментальных показателей оказывают прямое влияние на механизмы управления компаний. Стоит отметить, что изменения объемов капвложений и свободного денежного потока, влияние которых приписывалось неудовлетворительному положению дел на рынке акций российских региональных операторов фиксированной связи, судя по всему, не оказывает никакого влияния на цены акций западноевропейских крупных операторов. Мы ставим под вопрос логичность предположения о том, что ситуация в России отлична от Западной Европы.

Также очевидным является то, что в период бурного роста, цены акций компаний с более эффективным руководством (например, Telefonica и Portugal Telecom) и компаний с менее эффективным руководством (France Telecom и Deutsche Telekom) являются практически одинаковыми. Растущий рынок позволил расти ценам акций всех игроков. Однако во время спада, последовавшего за разрывом «пузыря», фундаментальные показатели компаний, допустивших меньшее количество промахов, таких как Telefonica и Portugal Telecom, были выше показателей компаний, допустивших большее количество ошибок, таких как BT, France Telecom и Deutsche Telekom.

До 2008 г. колебания цен акций российских региональных операторов хорошо коррелировали с их фундаментальными показателями. Улучшение фундаментальных показателей вело к повышению цен акций компании. Отметим, что состояние Баланса ЦентрТелекома было самым неблагоприятным по отрасли, поэтому возможность увеличения объема капвложений вызывала сомнения, что отразилось на ценах акций компании.

Проведя аналогию, можно сделать вывод, что реальные и потенциальные изменения, которые оказывают влияние на российских региональных операторов, и которые, на наш взгляд, будут оказывать влияние в будущем, должны, в итоге, привести к росту цен на акции сектора. Мы думаем, что оптимизация структуры тарифов на услуги фиксированной связи для региональных операторов, потенциальная реструктуризация Связьинвеста,

концентрация внимания на нерегулируемых услугах, таких как широкополосный доступ в Интернет и сотовая связь, а также сокращение расходов, повлияют на рост цен акций.

Однако в настоящее время цены акций региональных операторов, также как и цены компаний МТС и ВымпелКом, больше зависят от внешних факторов или, как это было в случае со спекуляциями на тему 3G в Западной Европе в 2000 г., от эмоций. Непокойная ситуация на внешнем рынке, связанная с обвалом рынка ипотечного кредитования в США, «пузырем недвижимости» в Великобритании, комментариями Путина касательно компании Мечел, а также недавней международной реакцией на действия России в конфликте с Грузией, судя по всему, оказывает негативное влияние на цены акций региональных операторов, а также компаний МТС и ВымпелКом, что, на наш взгляд, является иррациональным. На самом деле, фундаментальный прогноз сектора кажется стабильным.

В связи с этим, мы рекомендуем инвесторам не обращать внимания на текущую неблагоприятную ситуацию на рынках и извлечь выгоду из сегодняшних низких цен на акции. В то время как события на международной арене могут оказать эффект на цены в краткосрочной перспективе, стоит отметить, что фундаментальные показатели говорят в пользу рекомендации «Покупать» акции всех игроков сектора, за исключением Ростелекома. Мы полагаем, что цены на акции Ростелекома подняты спекулятивным путем. Более детальная информация представлена в наших отчетах по каждой конкретной компании. В рамках оценки методом ДДП, мы считаем, что справедливая стоимость акций МТС составляет 154,7 долл. США за АДР, подразумевая потенциал роста на 128%, справедливая стоимость акций ВымпелКома составляет 54,4 долл. США за АДР, подразумевая потенциал роста на 130%, и в целом по отрасли потенциал роста составляет более 100%. В рамках сравнительного анализа по мультипликаторам российских операторов с их зарубежными аналогами, российские операторы фиксированной и сотовой связи выглядят существенно недооцененными.

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

Сергей Васин

Аналитик
 Телекоммуникации и Медиа

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

Кирилл Клоков

Младший аналитик
 Телекоммуникации

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

Марк Рубинштейн

Старший аналитик
 Банковский сектор

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

Надежда Тимохова

Младший Аналитик
 Банковский сектор

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

Лейла Шарифуллина

Младший Аналитик
 Банковский сектор

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

Михаил Пак

Аналитик
 Специальные ситуации

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

Мария Сулима

Аналитик
 Потребительские товары

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

Ирина Прокопьева

Аналитик
 Потребительские товары

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

Айрат Халиков

Младший аналитик
 Потребительские товары

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

Виктория Шишкина

Переводчик

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

Роман Резанов

Переводчик

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

Алла Чубаковская

Переводчик

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

Алексей Кокин

Старший аналитик
 Нефтегазовая промышленность

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

Александр Назаров

Старший аналитик
 Нефтегазовая промышленность

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

Наталья Шутова

Младший аналитик
 Нефтегазовая промышленность

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

Александр Еремин

Младший аналитик
 Нефтегазовая промышленность

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

Дмитрий Маслов

Младший аналитик
 Нефтегазовая промышленность

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

Крис Пирсон

Старший аналитик
 Металлургия

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

Максим Худалов

Старший аналитик
 Металлургия

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

Виктор Куликов

Младший аналитик
 Металлургия

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

Эндрю Дэвид Риск

Редактор

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

Джулиан Филлипс

Редактор

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

Джоанна Вашек

Редактор

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

Евгений Кудрин

дизайнер

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

Биржевые операции

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

Клиентские операции

Москва Телефон (+7495) 9333303
 Лондон 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