

23.03.2009

МТС – Комстар–ОТС

Предыстория проблемы

Идея объединения операторов сотовой и фиксированной связи была выдвинута в России в феврале 2007 года. В последствие она была воплощена в жизнь в 1 кв. 2008 года в виде консолидации Вымпелкомом другого телекоммуникационного актива мажоритарных акционеров – Голден Телеком – магистрального оператора, делающего акцент на предоставлении услуг дальней связи, передачи данных и Интернет доступа на базе инфраструктуры фиксированной связи. По итогам прошедшего года с момента закрытия сделки менеджмент сотового оператора сдержанно комментирует синергетический эффект от слияния.

В 2008 году пришла очередь второй компании в отрасли посеять зерна сомнения в сознание общественности. И только Мегафон продолжает оставаться в стороне от общей тенденции, проявляя перманентный интерес то к Синтерре, то к акциям МРК.

Свою роль в стремлении МТС выкупить долю Комстар–ОТС может играть возможное создание АФК Системой телекоммуникационного дивизиона, логичной базой которому может стать МТС. Теоретическая основа данному процессу была заложена во 2 пол. 2008 года. В будущую структуру, кроме Комстар–ОТС, могли бы войти Скай Линк и подразделение сотовой связи в Индии, также не стоит сбрасывать со счетов вероятность включения в создаваемый конгломерат той же Синтерры, недавно закрывшей сделку по выкупу доли АФК в МТТ.

Если в случае сделки Вымпелком – Голден Телеком, выигрыш компаний мог бы лежать в плоскости совместного использования инфраструктуры, то в случае Комстар–ОТС – МТС эффект может быть более однозначен.

3G как повод для объединения операторов

Коммерческий запуск сотовым оператором 3G сетей и предложение услуг мобильного WiMax, претендующего на звание 4G, альтернативным оператором адресовано преимущественно одной и той же целевой аудитории. Позиции Комстар–ОТС наиболее сильны на территории Москвы. В данном аспекте рынок московского региона, с высоким уровнем проникновения ноутбуков и генерацией доходов по отношению к регионам, а также потребностью в высокоскоростном доступе, на котором еще не появились 3G игроки, интересен обеим компаниям. Кроме того, Комстар–ОТС позиционирует услугу мобильного WiMax, как беспроводное дополнение к существующим предложениям проводного и беспроводного Интернет доступа.

Таким образом, работая по отдельности, МТС и Комстар–ОТС в ближайший год – полтора могут вступить в прямую конкуренцию в сегменте мобильного Интернет доступа и передачи данных. В то же время, предоставление широкого пакета услуг под единым брендом может позволить избежать конфликта интересов и выработать комплексные предложения как ПК пользователям, так и GSM абонентам.

Дополнительной мотивацией для объединения может стать возможность перегрузки GSM частот в результате выделения данного диапазона на территории московского региона под развертывание 3G сетей. Это может привести, кроме монтажа дополнительного оборудования, к необходимости частичной перенастройки базовых станций. При этом последствия данных шагов для качества связи пока однозначно не определены.

Перед объединением операторам предстоит решить ряд вопросов:

Несмотря на потенциальные выигрыши от объединения компаний, механизм сделки может зависеть не только от взаимного стремления заинтересованных сторон, но и от внешних факторов, которые пока оставляют больше вопросов, чем дают ответов.

Управление пакетом Связьинвеста 25%+1 акция

Во-первых, во владении Комстар–ОТС находится 25% + 1 акция Связьинвеста. Выкупив данный пакет акций в декабре 2006 года за \$1.3 млрд, компания не смогла извлечь существенной выгоды из своего положения миноритарного акционера государственного холдинга. В результате, в настоящее время по инициативе оператора рассматривается возможность безденежного обмена активами между Комстар–ОТС и государственными структурами. В качестве предмета сделки выступают пакет Связьинвеста (25%+1 акция) со стороны Комстар–ОТС и пятилетней кредит Сбербанка (26.0 млрд руб., ставка – 13.35%), 28% акций МТТС и 51% обыкновенных акций Центрального Телеграфа со стороны государственных структур. Отметим, что на последний актив также претендует одна из дочерних компаний Связьинвеста – Центртелеком.

Коэффициенты обмена и возможные варианты сделки могут быть определены по результатам начатой Ernst&Yuong оценки активов холдинга.

Данный вариант интересен обеим сторонам. Его претворение в жизнь позволит не только Комстар–ОТС избавиться от непрофильного актива, но и Связьинвесту получить окончательный контроль над ключевыми активами, включая Ростелеком. Это может благоприятствовать государственным структурам в проведении долгожданной реструктуризации холдинга по собственному усмотрению, окончательный вариант которой по-прежнему остается тайной для непосвященных. Тем не менее, возможность объединения МРК на базе Ростелекома обретает все более реальные очертания.

В пользу заинтересованности Связьинвеста в получении доли Комстар–ОТС также могут говорить наставления новому Совету директоров государственной компании относительно принятия более активных шагов по реорганизации структуры Связьинвеста, а также технические манипуляции со структурой собственности пакета Ростелекома, ранее принадлежавшего УК Лидер. Кроме того, данному ходу отчасти благоприятствует внешняя конъюнктура – дешевизна активов и увеличение переговорной силы государственных структур.

Проведение независимой оценки Комстар–ОТС

Во-вторых, принимать окончательное решение по объединению компаний предстоит миноритарным акционерам МТС и Комстар–ОТС. Это может подразумевать проведение независимой оценки альтернативного оператора и установление премии к рыночной цене бумаг Комстар–ОТС порядка 20% – 25%, однако текущая ситуация может подразумевать и более высокую премию относительно сегодняшних уровней. В периоды последних замедлений ведущих экономик средние премии к рыночным ценам за контрольные блоки акций публичных компаний в сделках M&A составляли в районе 41% в 1998 году и около 58% в 2001 году. (Источник: *Mergerstat*). Тем не менее, проведение независимой оценки едва ли возможно без положительного завершения первого пункта.

Мы полагаем, что в ходе потенциальной консолидации активов права миноритарных акционеров Комстар–ОТС не могут быть ущемлены, поскольку АФК Система заинтересована в увеличении стоимости активов, а последние перестановки в руководстве АФК могут способствовать практике более прозрачных схем работы с инвесторами.

Форма оплаты сделки

В-третьих, пока не получили огласки варианты оплаты возможной сделки. В общем случае, с точки зрения Системы, более предпочтительным был вариант оплаты 51% акций Комстар–ОТС за счет дополнительной эмиссии со стороны МТС.

Тем не менее, сегодняшняя ситуация диктует свои правила и приоритетность решения вопросов работы с долговой нагрузкой может повлиять на мнение мажоритарного акционера. При принятии положительного решения сделка может быть финансирована денежными средствами. В пользу данного варианта развития событий говорят сохранение интереса МТС к размещению облигационных займов на сумму 30 млрд руб. в течении 2009 года, а также появившиеся комментарии относительно возможности переноса сроков выплат по синдицированному кредиту со 2 кв. 2009 года в размере \$630 млн на 2010 год, при том что оператор не стоит перед острой проблемой ликвидности. В результате, МТС сможет держать в оперативном резерве до \$1.5 млрд.

Механизм совместной операционной деятельности не озвучен

В-четвертых, не озвучен механизм дальнейшей интеграции операторов с точки зрения операционной деятельности, в том числе использования инфраструктуры и совместного обслуживания абонентов – слияние баз пользователей. Это осложняет возможность оценить потенциальный синергетический эффект от объединения МТС и Комстар–ОТС, поскольку, с нашей точки зрения, основной выигрыш может лежать в совместном развитии и предложении услуг мобильного Интернет доступа абонентам.

Посылка может быть ложной

Наконец, желание МТС сохранить маневренность в свободных средствах на 2009 год может иметь более прозаичную основу, чем выкуп доли Комстар–ОТС.

С одной стороны, заявления С. Иванова о возможности снижения тарифов на услуги мобильной связи крупными компаниями в текущем году, и И. Щеголева, выразившего мнение, что подорожание услуг мобильной связи в 2009 году не коснется значительного числа пользователей, могут снизить гибкость оператора в области тарифной политики. В данном аспекте дополнительные свободные средства могут быть как нельзя вовремя, обеспечив МТС «подушку» безопасности.

С другой стороны, государственная комиссия по радиочастотам (ГКРЧ) приняла положительное решение о возможности тестирования и коммерческого запуска сетей 3G на территории Москвы и Московской области на частотах GSM стандарта – 900/1800 МГц. Развертывание сетей 3G в данном диапазоне может потребовать дополнительных незапланированных затрат на уплотнение собственных частот и закупку оборудования. МТС рассматривает сроки коммерческого запуска сети на горизонте 1 – 1.5 лет, в то время как Вымпелком озвучил более оптимистичные планы – до конца 2009 года. Закрепление на московском рынке 3G может стать приоритетной задачей оператора в текущем году, отодвинув временной горизонт возможного слияния на более поздний период.

Кроме того, в краткосрочной перспективе МТС едва ли сможет получить значительный положительный синергетический эффект от поглощения Комстар–ОТС. Поэтому успешное решение Системой первоочередных задач по работе с задолженностью также потенциально может способствовать переносу сроков закрытия возможной сделки на 2010 год.

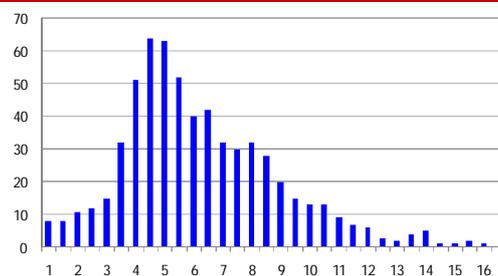
Последовательное разрешение указанных неопределенностей может позволить более четко подходить к оценке стоимости и перспектив вероятной сделки.

Моделирование стоимости акций Комстар-ОТС не дает однозначного ответа на вопрос о возможной цене сделки

Мы проанализировали возможную стоимость компании при различных разумных в текущих условиях внешних параметрах. На основании полученных данных мы предполагаем, что стоимость покупки, в случае ее совершения до конца 2009 года, может не превысить диапазона \$6.31 – \$6.67 за акцию Комстар-ОТС. Тем не менее, еще раз хотелось бы подчеркнуть всю условность подобного рода оценок.

До настоящего времени заинтересованными сторонами было озвучено несколько точек зрения на возможную стоимость Комстар-ОТС. С нашей точки зрения, наиболее рациональной является позиция самой компании – \$5.7 за акцию.

Моделирование стоимости Комстар - ОТС (акция, \$)



Источник: оценки ИК Файненшл Бридж

Устойчивые бизнес и финансовые профили Комстар-ОТС позволяют высоко оценивать перспективы 2009 года для компании

Говоря о Комстар-ОТС, нельзя не отметить сильные стороны оператора как самостоятельной компании.

Мы полагаем, что Комстар-ОТС обладает сильной командой менеджеров и устойчивым бизнес профилем. В настоящее время финансовые и операционные показатели оператора в значительной степени определяются дочерней компанией фиксированной связи – МГТС, которая обеспечивает Комстар-ОТС доминирующее положение на рынке местной связи Москвы, как в корпоративном сегменте, так и среди населения. Данный актив может оказать существенную поддержку стабильности финансового профиля Комстар-ОТС в 2009 году.

Последние приобретения оператором профильных активов существенно усилили положение Комстар-ОТС в регионах в области продвижения высокодоходных услуг. Получение кодов дальней связи может стать катализатором ускорения проникновения компании в регионы, в том числе за счет приобретения локальных игроков, стоимость которых заметно снизилась на фоне общего кризиса.

Оператор характеризуется умеренными показателями долговой нагрузки. Текущее положение компании позволяет обслуживать существующую задолженность и финансировать капитальные расходы без привлечения значительных заимствований. Кроме того, в распоряжении Комстар-ОТС находится 14% собственных акций, рыночная стоимость которых может составлять не менее \$222 млн. Указанный ресурс мог бы потенциально использоваться в качестве свободных средств при проведении возможных сделок M&A в 2009 году.

Прогноз ключевых показателей Комстар – ОТС

Показатели (\$, млн)	2007	9 мес. 2008	2008П	2009П	2010П
Выручка	1 562	1 256	1 641	1 417	1 619
ЕБИТДА	663	519	669	537	649
Чистая прибыль	44	120	139	89	195
Оценка стоимости пакета (25%) Связьинвеста	1 585	1 444		1 008	–
EV/ЕБИТДА			2.86	3.86	3.60
EV/Sales			1.17	1.46	1.44
EV/BVA			0.96	0.99	1.06
P/E			11.45	19.54	10.32
P/ЕБИТДА			2.37	3.25	3.10
P/BVE			0.74	1.86	1.95
Расчетный целевой уровень (\$)				5.73	
Текущая цена (\$)				3.80	
Рекомендация				Покупать	

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж, Thomson

Мы полагаем, что акции Комстар–ОТС могут быть не только спекулятивно интересны на фоне заявлений менеджмента МТС и представителей АФК относительно возможностей слияния операторов, но и интересны как акции самостоятельной компании, активно развивающейся как в сегменте традиционной, так и альтернативной телефонии.

Мы выставляем рекомендацию Покупать по бумагам Комстар–ОТС с расчетным целевым уровнем \$5.73 за акцию. Стоимость компании может реализовать свой скрытый потенциал по мере восстановления рынков. Мы рекомендуем наращивать позиции по бумагам оператора в периоды коррекции рынков и ослабления спекуляций на тему поглощения компании со стороны МТС.

Галанин Алексей,
galanin@finbridge.ru
+7 (495) 956-68-85 доб. 264

Аналитический отдел ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

Алексей Серов	Начальник аналитического отдела Энергетика, стратегия serov@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 217
Ольга Шкред	Макроэкономика, финансовые рынки, банки, стратегия shkred@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 220
Алексей Галанин	Телекоммуникации, металлургия galanin@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 264
Дмитрий Александров	Нефтегазовая промышленность, технический анализ dma@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 247
Екатерина Лощакова	Потребительский сектор lea@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 232

Клиентский департамент ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

Андрей Амелин	Начальник клиентского департамента amelin@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 226
Александр Душек	Зам. Начальника клиентского департамента dushek@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 216
Екатерина Соколовская	Главный специалист e.sokolskaya@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 228
Эльдар Шувалов	Ведущий специалист eldar@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 262
Анна Филатович	Специалист filatovich@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 256

Департамент корпоративных финансов ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

Андрей Иванов	Начальник департамента корпоративных финансов a.ivanov@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 258
----------------------	--

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала.

Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» ответственности не несет.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе.

Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации.

ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж».

Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» запрещено.

© ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж». 2009

This research report is prepared by IC Financial Bridge and is based on the information obtained from official public sources, which are reasonably deemed to be reliable and trustworthy. No special researches were carried out in order to elicit the fact that the information contained herein is inaccurate or incomplete. Analytical summaries and decisions contained herein are only the opinions of our specialists. Neither information nor any opinion expressed in this report constitutes a recommendation, an offer or an invitation to make an offer to buy or sell any securities, other investment or any options, futures or derivatives related to such securities or investments.

This research report does not provide any guarantees or promises of effectiveness (profitability) of your activities on the securities market. IC Financial Bridge is not responsible for any fact of unreliability of the information contained in this document and for any measures taken by you while operating on the securities market on the basis of the above mentioned information.

It is necessary to take into consideration that any income related to such securities or other investments, if any, may fluctuate and that price or value of such securities and investments may rise or fall. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in this report.

No information relating to taxation discussed herein is a tax advice.

Investors are urged to seek tax advice based on their particular circumstances from an independent tax professional.

IC Financial Bridge maintains strict internal policies, which are designed to manage any actual or potential conflicts of interest from harming the interests of investors.

Further information on the securities referred to herein may be obtained from IC Financial Bridge upon request.

This report may not be reproduced, copied nor extracts taken from it, without the express written consent of IC Financial Bridge.

For residents of the United States: IC Financial Bridge is not registered as a broker or dealer with the SEC or NASD in the United States and the information may be distributed in the United States only to persons who by the acceptance hereof confirm that they are a major U.S. institutional investor as defined in Regulation 15a-16 of the Securities Exchange Act of 1934.

For residents of the United Kingdom and rest of Europe: IC Financial Bridge is not registered with the FSA in the United Kingdom. Except as may be otherwise specified herein, this research report is communicated to persons who are qualified as market counterparties or intermediate customers (as defined in the FSA Rules) and is made available to such persons only. The information contained herein is not intended for, and should not be relied upon by, private customers (as defined in the FSA Rules).

Copyright ©, IC Financial Bridge, 2009