



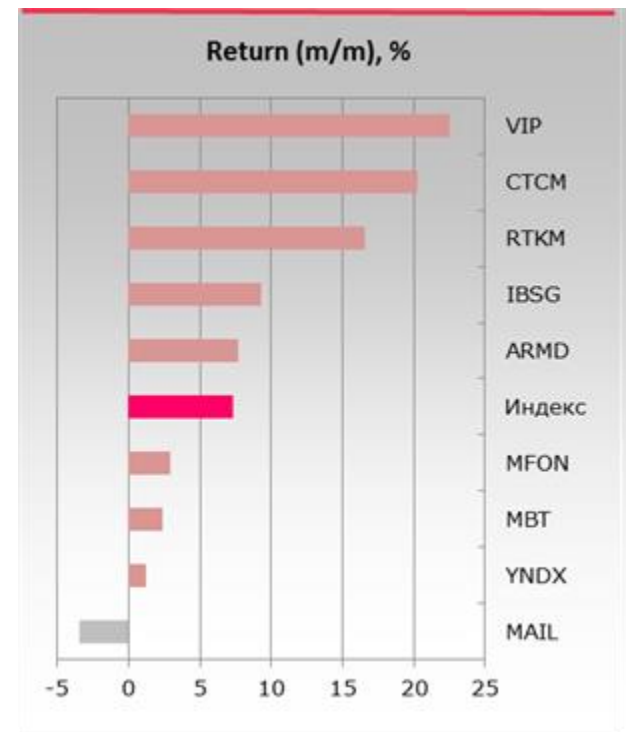
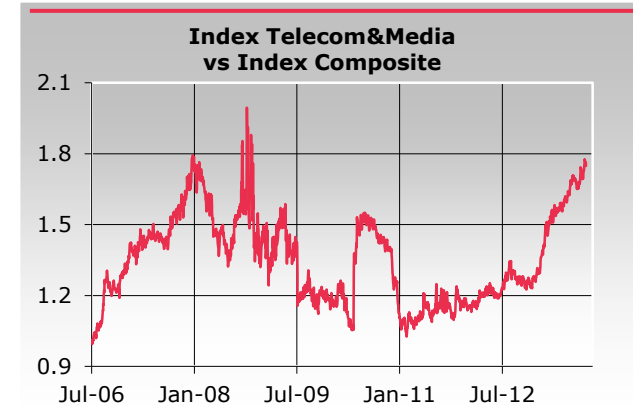
## Телекоммуникации, Медиа и ИТ

По итогам октября индекс *Infin Telecom, Media & IT* повысился на 7,4% на фоне общего укрепления российского фондового рынка. Лучшие результаты продемонстрировали расписки *VimpelCom* (+23%), *СТС Медиа* (+20,5%) и акции *Ростелекома* (+17%). *VimpelCom* отыгрывал включение в базу расчета индекса *Nasdaq-100* и возможную конвертацию «префов» мажоритарным акционером. Акции *СТС Медиа* подорожали на фоне приобретения 50% *Tele2* структурами Ю. Ковальчука. То, что менеджеры *Mail.Ru* (-3,8%) не подтвердили выплату спецдивидендов, несколько «остудило» интерес инвесторов к перекупленным бумагам компании.

### Ситуация в телекоммуникационной отрасли

24 октября ГРЧ отложила решение по вопросу о развертывании сетей LTE на частотах диапазона GSM 1800 МГц и намеревается готовить решение по обязательствам по покрытию территорий не только для этого диапазона, но и для других диапазонов мобильной связи. ГРЧ согласна ввести принцип технейтральности при условии, что операторы примут на себя дополнительные обременения. Так, планируется, что операторы, запускающие сети мобильной связи на частотах менее 1 ГГц, будут обязаны за пять лет покрыть все города и деревни с населением более 1000 человек; в диапазоне от 1 до 2 ГГц, в который включается также и LTE-1800, операторы должны будут покрыть все населенные пункты с числом жителей более 2 тыс. Для частот свыше 2 ГГц (к ним относятся 3G-частоты, 2,1 ГГц и LTE-частоты 2,5-2,7 ГГц) операторы должны будут покрыть населенные пункты с 10 тыс. и более человек. Подчеркнем, что, по информации «Ведомостей», уже на следующем заседании ГРЧ решит вопрос о технологической нейтральности положительно.

**Ростелеком (RTKM.RU):** Октябрь оказался для Ростелекома особенно насыщенным в плане корпоративных новостей. Завершив процесс объединения со Связьинвестом госоператор начал новую реструктуризацию своего бизнеса, о чем подробно мы писали ранее ([Великий передел.pdf](#)). Добавим, что в начале ноября СМИ сообщили, что СП будет создаваться на базе владеющей Теле2 компании «Т2 рус холдинг». Ростелеком оплатит свою долю в СП мобильными активами, а Т2 увеличит уставный капитал в пользу Ростелекома. В итоге структуры Ю. Ковальчука и партнеров, а также ВТБ, владеющие на текущий момент на паритетных началах 100% Т2, снизят свою долю в холдинге до 51-60%, а Ростелеком соответственно получит 40-49%. Позитивным моментом для госоператора является то, что на первом этапе реструктуризации (до конца 2013 г.) на баланс Т2 перейдут несколько «дочек» и Скай Линк с долгом в \$1 млрд., что позволит снизить общий долг Ростелекома примерно на 17%. На втором этапе Т2 будут переданы оставшиеся «дочки» госоператора и пакет лицензий Ростелекома, в частности лицензии на LTE-частоты в диапазоне 2,3-2,4 и 2,6 ГГц. Напомним, что в связи с реструктуризацией бизнеса Ростелеком может объявить об обратном выкупе акций у миноритариев, не согласных с ней и/или не



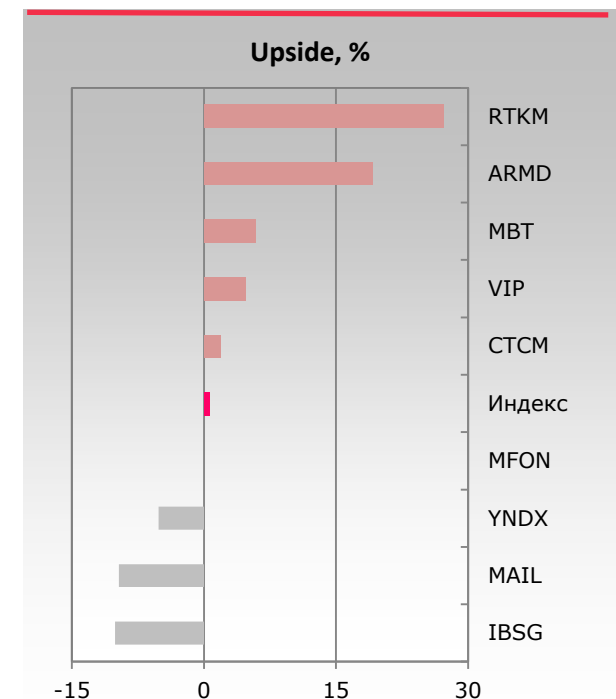
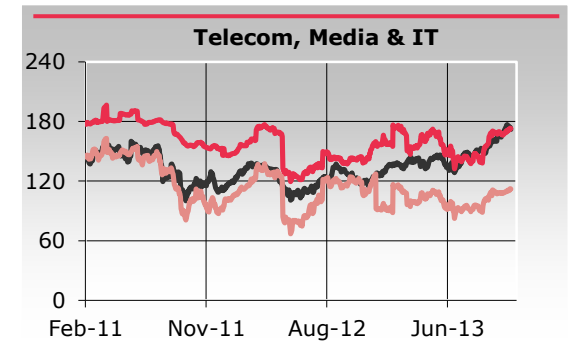
голосовавших по этому вопросу на собрании акционеров. В случае если выкуп акций будет проводиться с премией к рыночной цене, то в спекулятивных целях следует покупать бумаги оператора.

В октябре стало известно, что в 1 кв. 2014 г. Ростелеком намеревается запустить новую поисковую систему «Спутник», которую госоператор активно разрабатывает с 2012 г. По данным СМИ в «Спутник» уже было вложено до \$20 млн. и проиндексировано до половины Рунета. К 2014 г. Рунет будет проиндексирован полностью, а сам поисковик будет продвигаться на государственном уровне, т.е. «Спутник» начнет отвоёвывать часть рынка путем установки его в качестве основного поисковика в госучреждениях. Хотя пресс-секретарь Д. Медведева Н. Тимакова отрицает использование административного рычага для продвижения госпоисковика, это утверждение вызывает сомнения, как и то, что в новом поисковике не предусмотрено никакой фильтрации контента, особенно с учетом того, что ФСБ РФ заявила о намерении максимально контролировать информацию в Рунете. В частности, ФСБ согласовала с Минкомсвязи проект приказа, в соответствии с которым с 1 июля 2014 г. спецслужбы получают 12-часовой доступ к базе хранения Интернет-трафика российских провайдеров.

На наш взгляд, рассчитывать на то, что в среднесрочной перспективе госпоисковик сможет занять сколько-нибудь значимую нишу в российском поисковом сегменте (при условии, что не будет введено цензурирование Рунета по китайской модели), не приходится. Так как, во-первых, рынок поисковых услуг в России можно считать сформированным и поделенным между двумя мажоритарными игроками (Yandex и Google), входящими в четверку крупнейших поисковых компаний мира; во-вторых, развитие поисковых услуг является ресурсоемким видом услуг и с точки зрения необходимых ежегодных вложений (к примеру, Yandex тратит на этот сегмент Рунета до \$100 млн. ежегодно), и с позиций формирования необходимого кадрового состава, способного составить конкуренцию на российском рынке поисковых услуг. СМИ сообщают о том, что в настоящий момент Ростелеком занят агрессивным хедхантингом персонала, пытаясь «переманить» кадры Google, Yandex и Mail.Ru, что неизменно повлечет за собой рост операционных расходов на персонал, которые в последнее время госоператор пытался жестко контролировать.

Также в октябре Ростелеком закрыл сделку по продаже 2,7% своих казначейских акций РФПИ и Deutsche Bank на 7,7 млрд. руб. Акции Ростелекома были оценены в 106,31 руб. за бумагу. Интересным является то, что в рамках сделки стороны подписали опционные соглашения, право на реализацию которых наступает через два года. Если цена акций через два года превысит цену покупки, то у Ростелекома наступит право на исполнение опциона «колл», и инвесторы компенсируют ему апсайд в денежной форме. Если акции упадут в цене, то инвесторы в рамках исполнения опциона «пут» продадут Ростелекому все акции по 109,49 руб. за бумагу. Кроме того, госоператор будет ежемесячно выплачивать инвесторам премию в размере ставки LIBOR+3% годовых, а инвесторы будут возвращать оператору 75% дивидендных выплат на выкупленные акции. Ростелеком также не исключает продажу оставшихся казначейских акций.

Кроме того, в октябре комитет по стратегии Ростелекома одобрил дальнейшую концепцию развития компании на 2014-2018 гг., и хотя она пока не утверждена советом директоров и не согласована Минкомсвязи, тот факт, что стратегия появилась, уже является позитивным для инвесторов. Как и заявлял ранее президент оператора С. Калугин, компания в ближайшие годы отойдет от предоставления услуг



просто фиксированной телефонии и сфокусируется на развитии модели triple play. То есть Ростелеком будет наращивать ШПД (на данный момент, по информации «Ведомостей», у оператора 35 млн. подключенных домохозяйств в РФ, и планируется подключить еще 20 млн.); усилит свои позиции в сегменте IPTV, перейдя на модель TV Everywhere (на текущий момент доля оператора в сегменте IPTV составляет 22% с 20 млн. пользователей); продолжит предоставлять услуги фиксированной телефонии.

Также оператор намерен заключить соглашения с крупными производителями медийного контента для того, чтобы продавать его своим пользователям через собственный видеохостинг. Более того, Ростелеком планирует приобрести не только небольшой банк для развития мобильного банкинга, но и создать внутренний венчурный фонд для осуществления сделок M&A.

Еже одним важным моментом новой стратегии развития является стремление оператора сокращать капитальные затраты. Так, в 2014 г. на CAPEX пойдет до 20% выручки, однако к 2018 г. этот показатель будет снижен до 10% выручки. В целом, стратегия развития оператора нам кажется хорошо взвешенной – компания разумно выбрала сегменты приложения своих усилий, которые уже в данное время генерируют хорошую выручку, и новые для оператора сегменты, которые способны приносить прибыль в будущем (медийный бизнес, продажа контента, мобильный банкинг).

Тем не менее, до ознакомления с финансовой отчетностью оператора за 3 кв. 2013 г., которую он представит 18 ноября, мы сохраняем диапазон справедливой стоимости \$2,6-4,6 за акцию (RV/FV) и подтверждаем **рекомендацию «покупать»** акции Ростелекома.

**МТС (MBT US):** Октябрь оказался относительно спокойным месяцем для МТС. Однако с начала сентября расписки группы выросли в цене на 16%. По нашему мнению, основной причиной роста котировок ГДР МТС стала покупка компанией в период с 5 сентября по 15 октября 6,424 млн. акций на открытом рынке на сумму до \$60 млн. До представления финансовой отчетности 11 ноября мы сохраняем **рекомендацию «держать»** ГДР МТС, диапазон справедливой стоимости - \$14,8-22,5 (RV/FV).

**VimpelCom (VIP US):** Прошедший месяц оказался лучшим в этом году для расписок VimpelCom, которые за последние полтора месяца подорожали почти на 25%. Мы подробно писали о причинах роста ранее ([VimpelCom October 2013.pdf](#)). Отметим, что расписки оператора с 29 октября были включены в базу расчета индекса Nasdaq-100 (крупнейшие 100 компаний, акции которых торгуются на платформе Nasdaq), что уже способствовало притоку инвестиций со стороны институциональных инвесторов, ориентированных на вложения в ИТ-сектор. Так, в день, когда VimpelCom объявил о вхождении в индекс, оборот торгов акциями оператора на Nasdaq составил 7,7 млн. бумаг при среднедневном обороте в прочие дни в объеме 1,57 млн. бумаг. Но долгосрочным катализатором роста это событие не станет в силу того, что показатель free-float VimpelCom остается на самом низком в отрасли уровне (по разным оценкам, от 7,7 до 9,2%).

Из менее приятных новостей можно выделить запланированную реструктуризацию долга итальянского оператора Wind, входящего в состав VimpelCom и генерирующего до 30% выручки группы. Долг Wind на 31 июня 2013 г. составил \$14,1 млрд.; общий долг VimpelCom достиг \$27,386 млрд., чистый долг – \$22,622 млрд. С целью реструктуризации долга VimpelCom намерен привлечь синдицированный кредит на сумму \$3,66 млрд. Напомним, что долговая нагрузка VimpelCom остается самой высокой среди российских операторов и существенным демотивирующим фактором покупки ценных бумаг оператора.

Еще одним настораживающим фактором является инициация внеплановой проверки финансово-хозяйственной деятельности дочерней компании VimpelCom в Узбекистане – Unitel. Причиной проверки ГИС Узбекистана стало то, что Unitel не может использовать 460 построенных в этом году базовых станций, так как не получил от ГИС необходимые для этого разрешения. Причина проверки налоговыми органами Узбекистана не сообщается. Несмотря на то, что узбекская «дочка» VimpelCom приносит пока не более 3% от общей выручки в квартал, в случае развития негативного сценария событий в Узбекистане (по примеру развития событий вокруг узбекской «дочки» МТС - Уздунробита) оператор рискует потерять на списаниях и резервах под возможные судебные выплаты до \$800 млн.

До ознакомления с финансовой отчетностью оператора за 3 кв. 2013 г. 07 ноября мы сохраняем **рекомендацию «покупать»** и подтверждаем диапазон справедливой стоимости АДР VimpelCom на уровне \$9,2-14,8 за бумагу (RV/FV).

### Ситуация в отрасли

В октябре правительство одобрило законопроект Минкомсвязи, согласно которому будут введены новые льготы для российских ИТ-компаний, в частности будет снижен порог численности сотрудников компании с 30 до семи человек для получения права претендовать на льготы, а страховые взносы по льготной ставке составят не базовые 30%, а 14%. Минкомсвязи рассчитывает на то, что это позволит активно развивать высокотехнологичные стартапы и создать до 25 тыс. новых рабочих мест. Стоит подчеркнуть, что в последние два года наблюдается возросший интерес венчурных компаний к российским технологичным стартапам. Так, по данным РБК и РwC, по итогам 2012 г. объем венчурных инвестиций в российские ИТ-компании вырос более чем на 50% по сравнению с 2011 г. и составил \$910,6 млн.

Однако участники ИТ-рынка уверены, что введенных льгот недостаточно, требуется сделать сам механизм предоставления льгот «прозрачным и предсказуемым» и четко определить, какие виды деятельности будут приравнены к продаже ПО и, следовательно, какие компании смогут получить льготы. Кроме того, под действие данного закона не подпадают российские Интернет-компании, основной сегмент выручки которых составляет реклама. Однако представители Минкомсвязи не исключают, что для Интернет-компаний подобные льготы могут быть введены в будущем.

**Mail.Ru (MAIL LI):** В октябре группа представила промежуточные неаудированные результаты финансовой деятельности за 3 кв. 2013 г., а именно данные по выручке за отчетный период. Здесь стоит отметить, что основными причинами роста выручки (а именно контекстной рекламы) стали сотрудничество с Yandex и развитие адресной рекламы. Однако на пресс-конференции по итогам финансовой отчетности за 3 кв. 2013 г. топ-менеджеры компании подчеркнули, что в силу замедления экономического роста в России спрос на рекламу, а соответственно и выручка от нее в 4 кв. 2013 г. могут снизиться. При этом компания оставила без изменений прогноз по выручке в 2013 г. на уровне 27-29%, прогноз по рентабельности EBITDA – на уровне 53-54%.

В октябре Mail.Ru продала в ходе SPO 2,4 млн. акций Qiwi на сумму \$72,3 млн., снизив свою долю в Qiwi до 10,4%. Напомним, что уже на 30 сентября 2013 г. остаток денежных средств и их эквивалентов на

счетах Mail.Ru составил 26,089 млн. руб. Однако во время пресс-конференции топ-менеджеры группы не подтвердили ожидаемую рынком выплату спецдивидендов, которые, по сути, являлись единственным триггером роста котировок Mail.Ru в последнее время.

Несмотря на то, что финотчетность была радушно принята участниками рынка, мы не видим возможности на основе столь скудных данных пересматривать справедливую стоимость (\$24,0-32,4 RV/FV) и изменять **рекомендацию «продавать»** по распискам Mail.Ru.

**Yandex Group (YNDX US):** В октябре группа представила новую модель CPA (с оплатой за действие) сотрудничества с Интернет-магазинами. В ноябре покупатели смогут осуществлять покупки прямо на сайте «Яндекс.Маркет», а ритейлеры будут платить комиссию в размере 1% от суммы покупки. CPA-модель позволит Yandex упростить выбор и покупку товара. Со временем Yandex планирует ввести безналичную систему расчетов, возможность доставки товаров различными грузоперевозчиками, а также перейдет на аукционную систему сотрудничества с ритейлерами, которая, в свою очередь, позволит ритейлерам в зависимости от размера комиссии продвигаться в выдаче результатов и получать определенный объем трафика, а Yandex – увеличить взимаемую комиссию.

Кроме того, в октябре Yandex сообщил о покупке одного из самых популярных ресурсов Рунета – кинематографической базы с элементами социальной сети «КиноПоиск». Сумма покупки не разглашается, однако она по методу оценки по цене сделки с идентичными товарами может составлять \$60-90 млн. Синергия двух бизнесов позволит быстрее развивать «КиноПоиск» с помощью ресурсов Yandex и увеличить его капитализацию, а также нарастить базу пользователей Yandex и со временем предоставить новые услуги для аудитории «КиноПоиск».

В октябре группа отчиталась по US GAAP за 3 кв. 2013 г. Отчетность оказалась стабильно хорошей. Консолидированная выручка компании выросла на 40% г/г до 10,2 млрд. руб., без учета выручки от «Яндекс.Деньги» рост показателя составил 43%. Основным источником выручки стал 82-процентный рост выручки от контекстной рекламы, которым отчасти группа обязана контракту с Mail.Ru на размещение контекстной рекламы на страницах Yandex. Однако условия данного контракта, как предполагается, привели к снижению показателя EBITDA в силу того, что Yandex, видимо, предложил Mail.Ru более выгодные условия по сравнению с другими партнерами.

Операционная прибыль увеличилась на 28% г/г до 3,2 млрд. руб. Рентабельность по операционной прибыли достигла 31,8%. Скачок прибыли объясняется одноразовыми платежами за сервис «Яндекс.Деньги», 75% которого были проданы в этом году Сбербанку. Скорректированный показатель EBITDA также повысился на 28% г/г до 4,4 млрд. руб., рентабельность EBITDA составила 43,2%. Чистая прибыль компании за отчетный период подскочила на 117% г/г до 5 млрд. руб. Скорректированная чистая прибыль составила 3,2 млрд. руб., повысившись на 41% г/г. Рентабельность по чистой прибыли достигла 48,6%.

В рамках программы обратного выкупа Yandex выкупил 6,6 млн. акций из 12 млн. запланированных к выкупу, программа buy-back должна завершиться в марте 2014 г. По состоянию на 30 сентября 2013 г. остаток денежных средств и их эквивалентов на счетах группы составил 31,8 млрд. руб. На пресс-конференции по итогам финотчетности за 3 кв. 2013 г. топ-менеджеры компании не сообщили о

намерении произвести дивидендные выплаты в ближайшее время. Yandex пока остается верен своему принципу: инвесторы получили возможность «заработать» на взрывном в этом году росте котировок расписок группы (с начала года +90,5%). Это, на наш взгляд, исключает возможность выплаты дивидендов в ближайшее время. Кроме того, желание компании остаться на поисковом рынке Турции и последовательные приобретения ряда российских высокотехнологичных компаний и сервисов подтверждает намерение компании продолжить неорганический рост, что будет требовать дополнительные инвестиции. А на фоне ухудшающейся экономической конъюнктуры компания, скорее всего, предпочтет удерживать солидную денежную «подушку безопасности». Мы сохраняем **рекомендацию «продавать»** АДР Yandex до тех пор, пока их рыночная цена не войдет в диапазон справедливой стоимости \$25,0-34,0 (RV/FV).

В свете отчетности российских Интернет-компаний хотелось бы отметить, что, по данным The Washington Post, в последнее время в развитых странах отмечается существенное увеличение спроса на услуги в сфере облачных технологий. И Yandex и Mail.Ru уже начали развивать облачные технологии на базе своих сервисов, и вполне вероятно, что в будущем данный сегмент займет одно из первых мест в структуре выручки обеих компаний. ■

---

**Мария Шиповских, [shipovskikh@infina.ru](mailto:shipovskikh@infina.ru)**

Данный обзор имеет информационное назначение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Информация, содержащаяся в данном обзоре, не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в вышеприведенных материалах, а также за операции с упоминающимися ценными бумагами. ЗАО фондовый центр «Инфина» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию или исправлять возможные неточности.