

Дивидендные акции: новый шанс для покупки

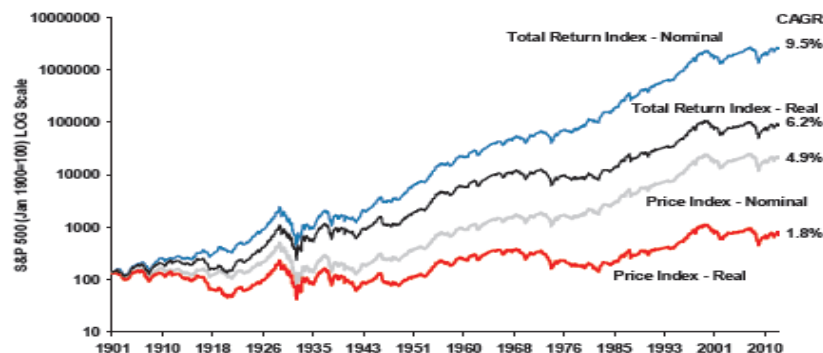
Дивидендные акции: защитная стратегия на волатильных рынках

- Коррекция рынка в октябре-ноябре стала следствием чрезмерных опасений инвесторов относительно способностей властей США решить проблему Fiscal Cliff, а также очередного витка проблем в Еврозоне;
- В результате коррекции многие дивидендные бумаги вернулись на привлекательные для покупки уровни;
- Мы ожидаем роста рынка в ближайшие 3-6 месяцев, поскольку Fiscal Cliff, скорее всего, будет отсрочен до лета-осени 2013 г., после получения Грецией нового транша европейские проблемы на некоторое время отойдут на задний план, а Китай может начать новый цикл стимулирования экономики;
- Дата ближайшего отсечения по большинству дивидендных бумаг приходится на март-май 2013 г.;
- Предлагаемая нами корзина может принести свыше 30% на горизонте 4-6 месяцев, а при негативном сценарии потери будут существенно меньше, чем при инвестировании в индекс;
- Наша прошлая дивидендная корзина (2011/2012 гг.) принесла 17.6% в долларах за 5 месяцев;
- Основные риски:
 - ✓ глубокое падение рынка в ответ на полномасштабный Fiscal Cliff «по графику», выход страны из Еврозоны или иное аналогичное по силе негативное событие;
 - ✓ сильное повышение налогов на дивиденды не только в США, но и в Европе;

Дивиденды – существенная часть дохода от инвестирования

США

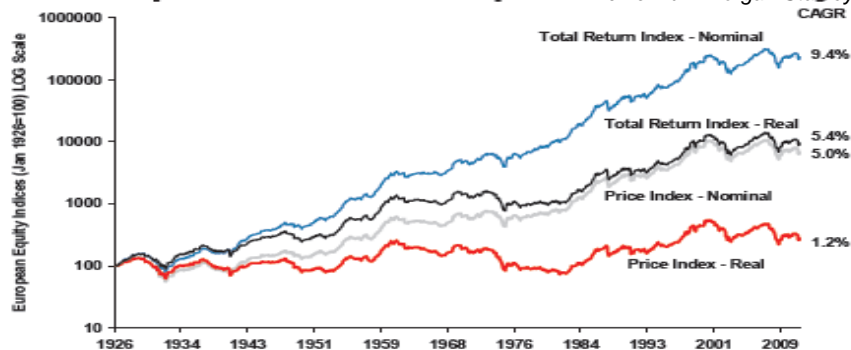
Средняя годовая отдача от инвестиций в фондовый рынок США в долгосрочном периоде составила 9.5%, из которых только 4.9 п.п. пришлось на рост курсовой стоимости



Источник: Morgan Stanley

Европа

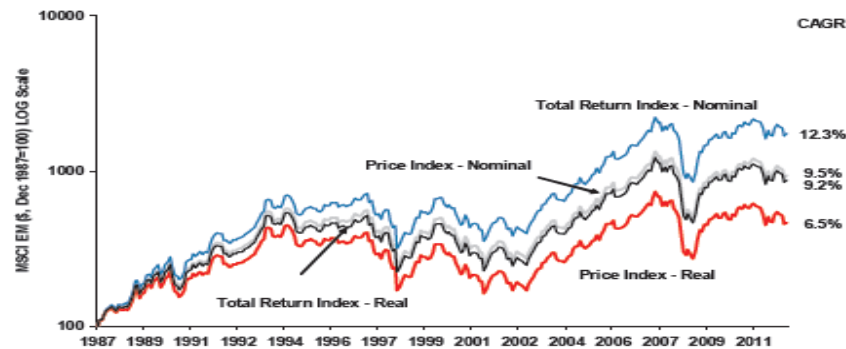
Средняя годовая отдача от инвестиций в европейские акции в долгосрочном периоде составила 9.4%, из которых рост курсовой стоимости обеспечил только 5.0 п.п.



Источник: Morgan Stanley

Развивающиеся рынки

Средняя годовая отдача от инвестиций в развивающиеся рынки акций за последнюю четверть века составила 12.3%, из которых 9.5 п.п. было получено за счет роста цен



Источник: Morgan Stanley

Дивидендная корзина: позитивный сценарий

Дивидендная корзина: при оптимистичном сценарии доходность может превысить 30%

	Вес	Тикер	Биржа	Отрасль	Страна	Валюта	Текущая цена*	Целевая цена**	Потенциал роста	Дивидендная доходность	Совокупный доход
Deutsche Telekom	15%	DTE	GR	Телеком	Германия	EUR	8.25	10.00	21.3	8.5	29.8
Tele2	15%	TEL2B	SS	Телеком	Швеция	SEK	114.00	130.00	14.0	11.6	25.6
Belgacom	5%	BELG	BB	Телеком	Бельгия	EUR	22.13	23.00	4.0	11.3	15.2
МТС (локальный)	20%	MTSS	RX	Телеком	Россия	RUB	233.69	282.85	21.0	7.8	28.8
Telefonica Brazil	15%	VIVT4	BZ	Телеком	Бразилия	BRL	48.00	57.00	18.8	8.1	26.9
Turk Telecom	10%	TTKOM	TI	Телеком	Турция	TRY	6.44	8.06	25.2	10.2	35.4
Сургутнефтегаз (прив.)	20%	SNGSP	RX	Нефть	Россия	RUB	18.92	26.25	38.8	8.7	47.5
Портфель	100%								22.8	9.1	31.9

* Цена закрытия сессии 20 ноября 2012 г.

** медианная целевая цена согласно Bloomberg с корректировками Arbat Capital

Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Дивидендная корзина: пессимистичный сценарий

Дивидендная корзина: при пессимистичном сценарии дивиденды нивелируют убыток от курсовой переоценки

	Вес	Тикер	Биржа	Отрасль	Страна	Валюта	Текущая цена*	Целевая цена**	Потенциал роста	Дивидендная доходность	Совокупный доход
Deutsche Telekom	15%	DTE	GR	Телеком	Германия	EUR	8.25	6.80	-17.5	8.5	-9.0
Tele2	15%	TEL2B	SS	Телеком	Швеция	SEK	114.00	100.00	-12.3	11.6	-0.7
Belgacom	5%	BELG	BB	Телеком	Бельгия	EUR	22.13	20.00	-9.6	11.3	1.6
МТС (локальный)	20%	MTSS	RX	Телеком	Россия	RUB	233.69	215.51	-7.8	7.8	0.0
Telefonica Brazil	15%	VIVT4	BZ	Телеком	Бразилия	BRL	48.00	38.00	-20.8	8.1	-12.7
Turk Telecom	10%	TTKOM	TI	Телеком	Турция	TRY	6.44	6.00	-6.8	10.2	3.4
Сургутнефтегаз (прив.)	20%	SNGSP	RX	Нефть	Россия	RUB	19.93	21.00	5.4	9.4	14.8
Портфель	100%								-9.2	9.2	0.0

* Цена закрытия сессии 20 ноября 2012 г.

** минимальная целевая цена согласно Bloomberg с корректировками Arbat Capital

Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Н.В.: Данный сценарий является умеренно-негативным и не предполагает снижения рынка ниже 1300-1320 пунктов по индексу S&P 500. При более глубоком падении рынков потери от инвестирования в дивидендную корзину могут быть больше.

Наши приоритеты: возможность и желание платить дивиденды

Дивидендная корзина: компании с разумной долговой нагрузкой

Долговая нагрузка	Net Debt / Equity		Net Debt / EBITDA		EBITDA / IntExp		FCF / IntExp	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Deutsche Telekom	1.2	1.2	2.3	2.2	7.2	7.7	2.3	2.6
Tele2	0.7	0.8	1.3	1.2	10.7	12.1	3.9	4.4
Belgacom	0.5	0.6	0.9	1.0	17.4	19.0	6.5	7.1
МТС (локальный)	1.9	1.6	1.3	1.2	10.2	10.6	2.7	3.5
Telefonica Brazil	0.1	0.1	0.3	0.3	30.8	35.2	9.7	13.7
Turk Telecom	0.7	0.7	0.9	0.8	17.7	15.5	7.2	6.7
Сургутнефтегаз (прив.)	<0	<0	<0	<0	<0	<0	<0	<0
Средневзвешенное по портфелю	0.8	0.7	1.0	0.9	12.0	12.9	4.0	4.8

Источник: Bloomberg, Arbat Capital

▪ **Возможность платить**

Большинство компаний в нашей корзине (за исключением DTE) характеризуются невысокой долговой нагрузкой ($\text{Net Debt/EBITDA} < 1.5$, $\text{EBITDA / Int Exp} > 10$), что позволит им платить хорошие дивиденды в будущем даже в случае ухудшения конъюнктуры, агрессивных инвестиций или непредвиденных расходов. Для DTE такой «подушкой безопасности» для будущих дивидендов являются сотовые активы в США.

▪ **Желание платить**

Четыре компании из нашей корзины (МТС, Telefonica Brazil, Turk Telecom, Belgacom) обладают мажоритарным акционером, испытывающим потребность в денежных средствах, что, на наш взгляд, является хорошей гарантией сохранения щедрых дивидендов в будущем даже в случае существенного ухудшения рыночной конъюнктуры.

Наши приоритеты: рыночный момент и фундаментальная оценка

Дивидендная корзина: компании с невысокими мультипликаторами

Оценка	EV/S		EV/EBITDA		P/E		P/B	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Deutsche Telekom	1.3	1.3	4.1	4.3	12.8	13.0	1.1	1.1
Tele2	1.5	1.6	5.9	5.6	12.0	10.4	2.7	2.8
Belgacom	1.4	1.5	5.1	5.3	10.8	11.6	2.4	2.5
МТС (локальный)	1.8	1.7	4.2	4.1	10.7	8.5	4.1	3.5
Telefonica Brazil	1.5	1.4	4.4	4.1	10.3	9.5	1.8	1.6
Turk Telecom	2.1	2.0	5.2	4.9	8.4	8.2	3.4	3.2
Сургутнефтегаз (прив.)	0.7	0.5	2.0	1.7	5.4	5.3	0.6	0.5
Средневзвешенное по портфелю	1.4	1.4	4.2	4.0	9.9	9.1	2.2	2.1

Источник: Bloomberg, Arbat Capital

- **Положительный рыночный момент**

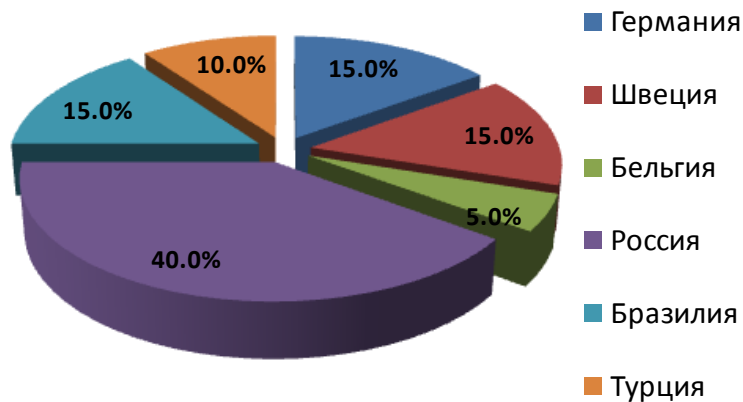
Мы преимущественно отказались от включения в корзину откровенно дешевых, но при этом находящихся в последние 1-2 года в явном «медвежьем» тренде компаний, таких как, например, France Telecom или Газпром, т.к. считаем, что подобные истории в полной мере «выстрелят» только в фазе зрелого «бычьего» рынка, которой в ближайшие годы не предвидится. Большинство компаний в корзине рассматриваются рынком как защитные, торгуются (с учетом выплаченных дивидендов) не ниже уровней начала 2010 г. и, как мы надеемся, будут пользоваться спросом у инвесторов в будущем.

- **Недорогая оценка**

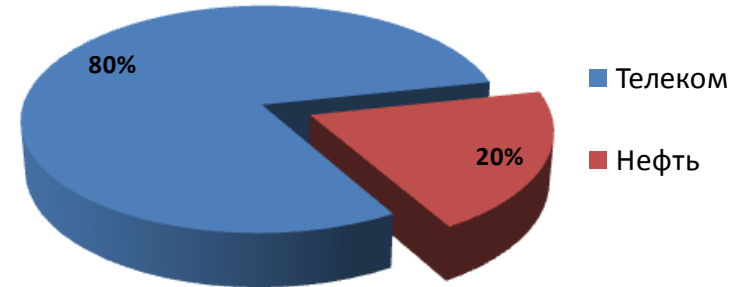
При этом наша дивидендная корзина в целом характеризуется достаточно привлекательными ценовыми мультипликаторами: EV/EBITDA не превышает 4.5, а P/E составляет около 10.

Географическая и отраслевая диверсификация снижает риски

Географическая структура



Отраслевая структура



Источник: Arbat Capital

- Основу нашей дивидендной корзины составляют компании из двух традиционно щедрых на дивиденды отраслей: нефтегазовой и телекоммуникационной. Мы сознательно отказались от «третьего кита» в лице электроэнергетических компаний, поскольку видим для них серьезные риски как со стороны спроса, так и со стороны цен на топливо и государственного регулирования.
- Несмотря на высокую текущую дивидендную доходность, предлагаемую рядом компаний из Франции, Италии и Испании, мы решили не искушать судьбу и ограничили свою экспозицию на Еврозону только двумя компаниями из «северного блока» (DTE и BELG) с относительно умеренной долговой нагрузкой.
- Мы также отказались от включения в корзину акций американских компаний, которые, во-первых, все еще выглядят дороже аналогов из других стран, и, во-вторых, пострадают из-за резкого повышения налога на дивиденды в США в 2013 г.

Дивидендная корзина: технические детали

- **Время покупки/продажи дивидендных акций.**

Ноябрьская коррекция на фондовых рынках привела к существенному (10-20%) снижению котировок ряда дивидендных бумаг, которые вновь оказались на привлекательных, на наш взгляд, для покупки уровнях. Мы полагаем, что нынешние опасения инвесторов относительно fiscal cliff в США являются чрезмерным, т.к. Белый Дом и Конгресс если и не договорятся окончательно по данному вопросу, то хотя бы постараются оттянуть его решение на 6-12 месяцев. При этом мы не думаем, что до весны 2013 г. эстафетную палочку главной «страшилки» для инвесторов вновь перехватит Европа, тогда как со стороны Китая в ближайшие время вообще более вероятны позитивные новости (новые меры стимулирования монетарного или фискального толка). Поэтому мы ждем ралли в ближайшие 4-6 месяцев, по итогам которого (март-май 2013 г.) планируем закрывать длинные позиции в дивидендных бумагах, причем вне зависимости от того, будут к тому времени начислены дивиденды по отдельным бумагам или нет.

- **Хеджирование валютных рисков.**

В состав нашей корзины входят акции, номинированные в шести разных валютах (EUR, GBP, SEK, RUB, BRL, TRY), однако лишь часть этих валют обладает ликвидными фьючерсами. Поскольку хеджирование валютного риска через NDF представляется нам достаточно дорогим, для защиты от сильных колебаний на валютном рынке мы собираемся использовать фьючерс на евро, т.к. именно в этой валюте мы видим наибольшие риски, реализация которых приведет к сильному укреплению доллара США против практически всех остальных валют.

- **Основные риски – несговорчивость политиков в США и Европе и повышение налогов на дивиденды.**

Мы считаем крайне высокой вероятностью того, что все входящие в состав корзины компании в ближайшие 2-3 года продолжат выплачивать высокие дивиденды. Однако даже дивидендные бумаги не смогут проигнорировать глубокое падение фондовых индексов (например, до 1200 пунктов по индексу S&P 500), которое в ближайшие полгода может стать итогом грубых ошибок политиков по обе стороны Атлантики: неспособности хотя бы отсрочить полномасштабный Fiscal Cliff в США и развала Евросоюза в его текущем виде в Европе. Помимо этого, дивидендные бумаги, очевидно, будут себя чувствовать себя весьма неважно и в том случае, если резкое повышение налога на дивиденды будет иметь место не только в США, но и в других регионах мира, прежде всего – в Европе.

Deutsche Telekom.....	11
Tele2.....	12
Belgacom.....	13
МТС.....	14
Telefonica Brasil.....	15
Turk Telecom.....	16
Сургутнефтегаз.....	17
Дивидендная корзина – 2011.....	18

Рыночная капитализация, млрд. \$	45.8
Тикер	DTE
Биржа	GR
Валюта	€
Текущая цена	8.25
Целевая цена	10.00
Потенциал роста	21.3%
Дивиденд на акцию, 2012	0.70
Дивидендная доходность	8.5%
Периодичность	Год
Следующая «отсечка»	17/05/13
Совокупная доходность	29.8%
Уровень риска	средний



Крупнейшие акционеры

Kreditanstalt Fuer Wiederaufbau	17.0
Federal Republic of Germany	15.0
Blackrock	5.72
Blackstone	4.44
Vanguard	0.78

Географическая структура

Германия	45.5
США	28.1
Восточная Европа	14.6
Страны PIIGS	6.7
Западная Европа	5.1

Основные финансовые показатели (млн. €)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Выручка	64 602	62 421	58 653	58 106	57 459
ЕБИТДА	17 335	17 726	20 202	18 084	17 696
Чистая прибыль (норм.)	3 390	1 695	2 851	2 782	2 830
Опер. денежный поток	15 795	14 731	16 214	14 282	13 906
Капитальные расходы	7 604	8 551	8 406	8 176	8 342
Чистый денежный поток	8 191	6 180	7 808	6 106	5 564

Долговая нагрузка (млн. €)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Чистый долг	46 169	47 738	44 569	39 326	37 730
% расходы	2 896	2 849	2 593	2 518	2 302
Средняя ставка %	5.9	5.6	5.2	6.0	6.0
Чистый долг/ ЕБИТДА	2.6	2.6	2.3	2.3	2.2
ЕБИТДА / % расходы	6.0	6.2	7.8	7.2	7.7
(ЧДП - Див) / % расходы	1.7	1.7	2.6	1.1	1.4

Инвестиционный тезис

➤ Deutsche Telekom обладает хорошим запасом прочности по FCF для сохранения дивидендных выплат в текущем объеме, т.к. на дивидендные выплаты традиционно направляется не более 50% FCF. Тем не менее, после волны снижения / отказа от дивидендов в европейской телекоммуникационной отрасли летом-осенью этого года и существенного ухудшения экономической обстановки в Германии ряд брокеров ожидает аналогичных действий от Deutsche Telekom. Если такое решение все же будет принято, то его анонс может произойти 6/7 декабря, когда компания планирует провести День Инвестора.

➤ Deutsche Telekom является одним из двух европейских телекомов, имеющих экспозицию на сотовый рынок США. Но, в отличие от Vodafone, сотовые активы Deutsche Telekom в США представлены не СП, а дочерней компаний T-Mobile USA, которая постепенно теряет конкурентные позиции в борьбе с AT&T и Verizon. Последняя попытка продать T-Mobile USA американской AT&T была заблокирована американской ФАС, однако сделка Softbank по покупке Sprint может существенно расширить круг потенциальных покупателей T-Mobile USA. Если американская «дочка» Deutsche Telekom будет продана, то акционеры с высокой вероятностью получат большие разовые дивиденды.

Дивиденды (млн. €)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Дивиденды	3371	3025	3025	3025	2671
Дивиденд на акцию	0.78	0.70	0.70	0.70	0.62
Див как % от ЧП	99%	178%	106%	109%	94%
Див как % от ЧДП	41%	49%	39%	50%	48%

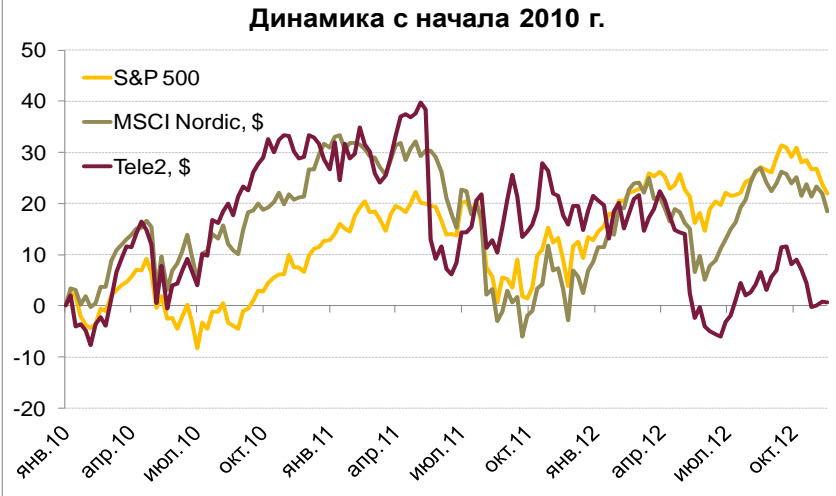
Финансовые коэффициенты

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Маржа ЕБИТДА	26.8	28.4	34.4	31.1	30.8
Маржа ЧП	5.2	2.7	4.9	4.8	4.9
ROE	8.9	4.6	7.8	8.2	8.6
ROIC	4.1	2.0	3.4	3.7	4.0

Кредитные рейтинги

Moody's	Baa1	Stable
S&P	BBB+	Stable
Fitch	BBB+	Stable

Рыночная капитализация, млрд. \$	7.6
Тикер	TEL2B
Биржа	SS
Валюта	SEK
Текущая цена	114.0
Целевая цена	130.0
Потенциал роста	14.0%
Дивиденд на акцию, 2012	13.20
Дивидендная доходность	11.6%
Периодичность	Год
Следующая «отсечка»	14/05/13
Совокупная доходность	25.6%
Уровень риска	низкий



Крупнейшие акционеры

Kinnevik Investment	27.61
Blackrock	5.50
JP Morgan	4.51
Nordea Fonder	3.07
Swedbank Robur Fonder	2.61

Географическая структура

Северная Европа	38.9
Россия и СНГ	29.3
Западная Европа	20.6
Восточная Европа	11.2

Основные финансовые показатели (млн. SEK)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Выручка	39 265	40 164	40 750	43 726	44 841
ЕБИТДА	9 178	10 761	10 724	11 344	12 434
Чистая прибыль (норм.)	4 519	6 535	4 897	4 289	5 167
Опер. денежный поток	9 118	9 610	9 248	7 958	8 815
Капитальные расходы	4 089	3 356	4 323	5 270	5 564
Чистый денежный поток	5 029	6 254	4 925	4 109	4 506

Инвестиционный тезис

➤ Tele2 располагает удачным набором активов на развитых и развивающихся сотовых рынках, равно как и большим опытом работы на зрелых рынках с высокой конкуренцией. Основные операции Tele2 сосредоточены в Швеции (один из немногих до сих пор растущих сотовых рынков в Европе) и России.

➤ В России Tele2 демонстрирует отличный рост абонентской базы на насыщенном рынке при относительно небольших затратах на маркетинг. Однако отсутствие у компании лицензий на строительство сетей 3G/4G, равно как и надежд получить их в будущем, повышает шансы на стратегический альянс или продажу российских активов. Потенциальным покупателем / партнером может выступить «Ростелеком», также являющийся аутсайдером на российском сотовом рынке.

➤ Основным риском для дивидендных выплат Tele2 является усиление ценовой конкуренции на основных рынках, что сильно ударит по прибылям и генерируемому компанией денежному потоку. При совсем негативном сценарии Tele 2 придется отказаться от выплаты специального дивиденда, ограничившись лишь базовым, что будет означать снижение дивидендов до SEK6.50 на акцию.

Долговая нагрузка (млн. SEK)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Чистый долг	1 937	1 792	13 214	15 220	15 536
% расходы	570	511	485	1 060	1 023
Средняя ставка %	9.0	17.4	5.8	7.5	6.7
Чистый долг/ ЕБИТДА	0.6	0.2	0.7	1.3	1.2
ЕБИТДА / % расходы	16.1	21.1	22.1	10.7	12.1
(ЧДП - Див) / % расходы	4.5	-10.2	-1.2	-1.4	-1.4

Дивиденды (млн. SEK)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Дивиденды	2 479	11 441	5 509	5 593	5 932
Дивиденд на акцию	5.85	27.00	13.00	13.20	14.00
Див как % от ЧП	55%	175%	112%	130%	115%
Див как % от ЧДП	49%	183%	112%	136%	132%

Финансовые коэффициенты

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Маржа ЕБИТДА	23.4	26.8	26.3	25.9	27.7
Маржа ЧП	11.5	16.3	12.0	9.8	11.5
ROE	16.0	22.8	19.5	21.3	27.3
ROIC	13.5	21.4	15.0	12.5	15.1

Кредитные рейтинги

Moody's	-	-
S&P	-	-
Fitch	-	-

Рыночная капитализация, млрд. \$	9.5
Тикер	BELG
Биржа	BB
Валюта	€
Текущая цена	22.13
Целевая цена	23.00
Потенциал роста	4.0%
Дивиденд на акцию, 2012	2.49
Дивидендная доходность	11.3%
Периодичность	Полугодие
Следующая «отсечка»	11/12/12
Совокупная доходность	15.2%
Уровень риска	средний



Крупнейшие акционеры

Belgian State	53.51
Belgacom	4.89
Capital Research	1.49
Blackrock	1.00
Deutsche Bank	0.89

Географическая структура

Бельгия	65.8
Международная связь	34.2

Основные финансовые показатели (млн. €)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Выручка	5 922	6 552	6 361	6 404	6 359
ЕБИТДА	2 029	2 419	1 912	1 799	1 765
Чистая прибыль (норм.)	905	914	756	690	659
Опер. денежный поток	1 407	1 666	1 551	1 541	1 488
Капитальные расходы	597	734	757	763	758
Чистый денежный поток	810	932	794	778	729

Долговая нагрузка (млн. €)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Чистый долг	1 855	1 605	1 652	1 677	1 748
% расходы	116	103	113	104	93
Средняя ставка %	4.9	4.7	5.4	6.2	5.4
Чистый долг/ ЕБИТДА	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0
ЕБИТДА / % расходы	17.5	23.5	16.9	17.4	19.0
(ЧДП - Див) / % расходы	0.9	1.9	0.5	-1.7	-0.7

Инвестиционный тезис

➤ Belgacom характеризуется очень крепким финансовым положением, что вкупе с мажоритарным акционером в лице бельгийского государства гарантирует выплату щедрых дивидендов в будущем даже в случае существенного ухудшения экономической ситуации в Еврозоне.

➤ Главной проблемой Belgacom является практически полное отсутствие потенциала органического роста, т.к. исторически компания представлена только на национальном рынке Бельгии, который к текущему моменту является насыщенным практически по всему спектру услуг.

➤ Конкурентная ситуация на бельгийском телекоммуникационном рынке после появления четвертого игрока 3G игрока (Telenet) летом 2011 г. продолжает постепенно ухудшаться, что выливается в дальнейшее падение ARPU в основных сегментах бизнеса

➤ Повышение дивидендов за 2012 г. по итогам сильного 3Q на €0.3 не убедило инвесторов в силе компании, большинство брокеров ожидает снижения дивидендных выплат в 2013-2014 гг. до €1.6-1.8 на акцию.

➤ Текущий размер дивидендов предполагает выплату практически всего FCF, что серьезно ограничивает возможности компании по выходу на новые географические и продуктовые рынки даже в случае смены стратегии на более агрессивную.

Дивиденды (млн. €)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Дивиденды	703	737	737	842	721
Дивиденд на акцию	2.08	2.18	2.18	2.49	2.13
Див как % от ЧП	78%	81%	97%	122%	109%
Див как % от ЧДП	87%	79%	93%	108%	99%

Финансовые коэффициенты

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Маржа ЕБИТДА	34.3	36.9	30.1	28.1	27.8
Маржа ЧП	15.3	13.9	11.9	10.8	10.4
ROE	37.8	32.5	24.5	22.4	21.4
ROIC	21.0	20.1	16.0	14.5	13.7

Кредитные рейтинги

Moody's	A1	Stable
S&P	A	Stable
Fitch	-	-

Рыночная капитализация, млрд. \$	15.3
Тикер	MTSS
Биржа	RX
Валюта	RUB
Текущая цена	233.7
Целевая цена	282.9
Потенциал роста	21.0%
Дивиденд на акцию, 2012	18.30
Дивидендная доходность	7.8%
Периодичность	год
Следующая «отсечка»	13/05/13
Совокупная доходность	28.8%
Уровень риска	низкий



Крупнейшие акционеры

AFK Sistema	50.82
Swedbank Robur Fonder	0.62
Pictet & Cie	0.57
BNP Paribus	0.49
DWS Investment	0.25

Географическая структура

Россия	87.3
Украина	9.4
Туркменистан	1.7
Армения	1.7

Основные финансовые показатели (млн. \$)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Выручка	9 824	11 293	12 319	12 421	12 910
ЕБИТДА	4 462	4 863	5 163	5 171	5 298
Чистая прибыль (норм.)	1 280	1 381	1 444	1 428	1 802
Опер. денежный поток	3 596	3 617	3 849	4 039	4 284
Капитальные расходы	1 942	1 914	2 240	2 650	2 435
Чистый денежный поток	1 654	1 703	1 609	1 389	1 849

Долговая нагрузка (млн. \$)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Чистый долг	5 807	6 233	6 864	6 592	6 061
% расходы	572	777	657	509	499
Средняя ставка %	8.3	10.0	8.3	7.6	7.9
Чистый долг/ ЕБИТДА	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2
ЕБИТДА / % расходы	7.8	6.3	7.9	10.2	10.6
(ЧДП - Див) / % расходы	1.2	0.9	0.8	0.4	0.8

Инвестиционный тезис

➤ Наличие контролирующего акционера в лице АФК «Система» является хорошей гарантией того, что у МТС в ближайшие годы будет не только возможность, но и желание придерживаться прежней щедрой дивидендной политики.

➤ Предстоящее IPO «МегаФона» не приведет к существенному снижению котировок акций МТС, т.к. по заявленному ценовому диапазону инвесторы в массовом порядке не готовы перекладываться в бумаги новой для рынка компании.

➤ Несмотря на события в Узбекистане, повлекшие списание \$1 млрд. по итогам Q2, МТС подтвердила свое намерение выплатить дивиденды за 2012 г. в размере не менее 18.30 руб. на акцию, что будет означать выплату практически всей чистой прибыли по итогам года. Тем самым компания подтвердила свою приверженность щедрым дивидендам, т.к. формально могла исходить из величины чистой прибыли, которая по итогам года вряд ли превысит 35-36 млрд. руб.

➤ Потенциальным риском для дивидендов МТС может стать быстрый рост CapEx при агрессивном строительстве сетей 4G, однако этого в планах менеджмента пока нет.

Дивиденды (млн. \$)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Дивиденды	992	1027	1066	1196	1312
Дивиденд на акцию	0.48	0.50	0.52	0.58	0.64
Див как % от ЧП	77%	74%	74%	84%	73%
Див как % от ЧДП	60%	60%	66%	86%	71%

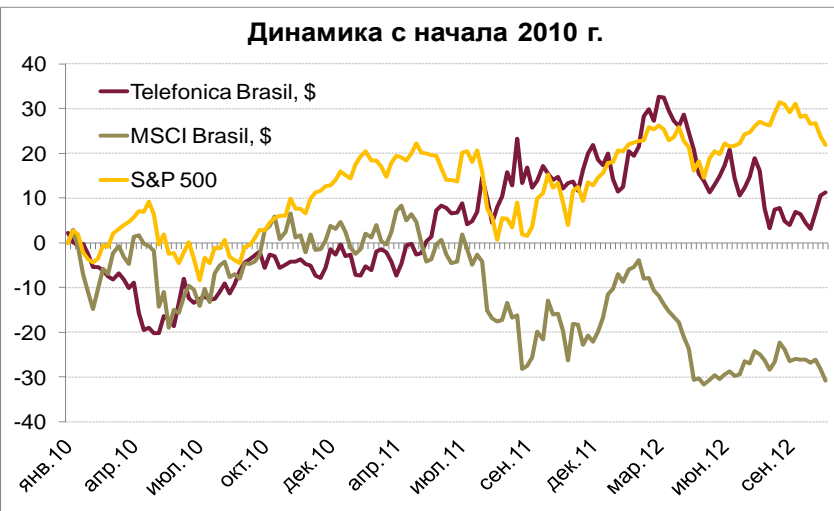
Финансовые коэффициенты

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Маржа ЕБИТДА	45.4	43.1	41.9	41.6	41.0
Маржа ЧП	13.0	12.2	11.7	11.5	14.0
ROE	30.9	42.5	43.7	39.4	44.2
ROIC	14.0	14.9	14.7	13.8	17.3

Кредитные рейтинги

Moody's	Ba2	Stable
S&P	BB	Stable
Fitch	BB+	Stable

Рыночная капитализация, млрд. \$	24.7
Тикер	VIVT4
Биржа	BZ
Валюта	BRL
Текущая цена	48.00
Целевая цена	57.00
Потенциал роста	18.8%
Дивиденд на акцию, 2012	3.89
Дивидендная доходность	8.1%
Периодичность	Квартал
Следующая «отсечка»	26/11/12
Совокупная доходность	26.9%
Уровень риска	средний



Крупнейшие акционеры

Telefonica S.A.	60.69
SP Telecomunicaco Particip	3.90
Blackrock	1.56
Vanguard Group	0.91
CSHG Asset Management	0.55

Географическая структура

Бразилия	100.0
----------	-------

Основные финансовые показатели (млн. BRL)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Выручка	15 796	15 756	29 129	33 763	34 862
ЕБИТДА	5 877	5 457	10 383	11 728	12 215
Чистая прибыль (норм.)	2 187	2 399	4 355	4 649	4 956
Опер. денежный поток	4 414	4 532	8 141	9 733	10 587
Капитальные расходы	2 324	2 126	4 654	6 031	5 826
Чистый денежный поток	2 089	2 406	3 488	3 702	4 762

Долговая нагрузка (млн. BRL)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Чистый долг	1 243	269	3 264	3 479	2 847
% расходы	195	356	485	381	347
Средняя ставка %	5.4	13.3	12.1	11.3	11.0
Чистый долг/ ЕБИТДА	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3
ЕБИТДА / % расходы	30.2	15.3	21.4	30.8	35.2
(ЧДП - Див) / % расходы	-1.8	-2.7	0.5	2.1	5.2

Инвестиционный тезис

➤ Потребность материнской Telefonica в денежных средствах является сильной гарантией того, что Telefonica Brasil в ближайшие годы и далее будет выплачивать более 50% чистого денежного потока в виде дивидендов.

➤ Слабая динамика акций Telefonica Brasil в III квартале 2012 г. была вызвана, главным образом, опасениями смены «правил игры» в телекоммуникационной отрасли Бразилии после аналогичных изменений на поле электроэнергетики, которые оказались преувеличены. Также на котировки давили слабые результаты Q2, которые дали повод говорить о потере компанией своих конкурентных позиций, однако сильные итоги Q3 опровергли этот тезис.

➤ Основным риском для дивидендных выплат Telefonica Brasil является реорганизация всех операций материнской Telefonica в Латинской Америке через «перевешивание» всех региональных активов на баланс Telefonica Brasil, что увеличит долговую нагрузку последней и приведет к сокращению дивидендов до гарантированной дивидендной политикой 25% от ЧП. На наш взгляд, вероятность этого сценария невелика, т.к. тем самым Telefonica сильно понизит качество своего лучшего актива.

➤ Другим риском для дивидендов Telefonica Brasil может стать существенное увеличение CapEx на агрессивное строительство сетей 4G (в июне 2012 г. компания получила федеральную лицензию).

Дивиденды (млн. BRL)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Дивиденды	2 442	3 364	3 268	2 896	2 964
Дивиденд на акцию	3.28	4.52	4.39	3.89	3.98
Див как % от ЧП	112%	140%	75%	62%	60%
Див как % от ЧДП	117%	140%	94%	78%	62%

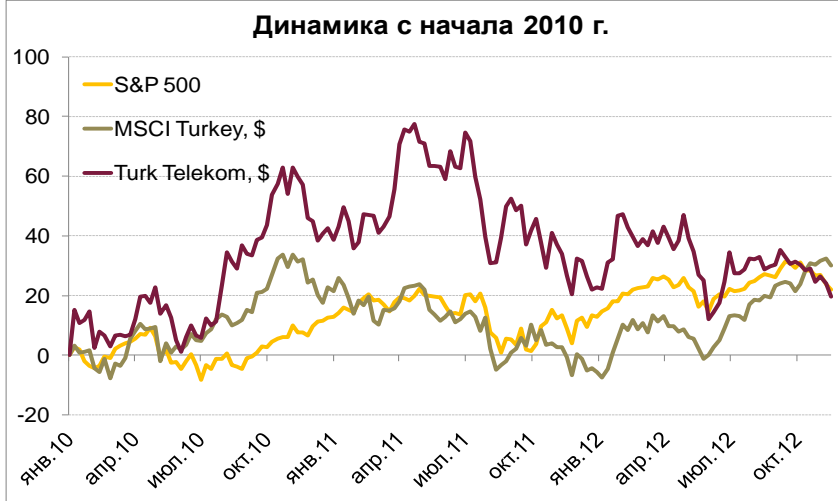
Финансовые коэффициенты

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Маржа ЕБИТДА	37.2	34.6	35.6	34.7	35.0
Маржа ЧП	13.8	15.2	15.0	13.8	14.2
ROE	21.8	22.1	15.8	12.8	16.9
ROIC	17.5	20.6	14.9	11.7	15.3

Кредитные рейтинги

Moody's	Baa1	Stable
S&P	-	-
Fitch	-	-

Рыночная капитализация, млрд. \$	12.5
Тикер	ТТКОМ
Биржа	ТИ
Валюта	TRY
Текущая цена	6.44
Целевая цена	8.06
Потенциал роста	25.2%
Дивиденд на акцию, 2012	0.66
Дивидендная доходность	10.2%
Периодичность	Год
Следующая «отсечка»	27/05/13
Совокупная доходность	35.4%
Уровень риска	средний



Крупнейшие акционеры

Oger Telekomunikasyon	55.00
TC Hazine Mustesarligi	30.00
Capital Research	2.09
Vanguard	0.65
Bank of New York Mellon	0.47

Географическая структура

Турция	100.0
--------	-------

Основные финансовые показатели (млн. TRY)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Выручка	10 568	10 852	11 941	12 610	13 240
ЕБИТДА	3 946	4 370	4 736	5 146	5 345
Чистая прибыль (норм.)	1 832	2 451	2 069	2 683	2 649
Опер. денежный поток	3 252	3 844	3 970	4 155	4 368
Капитальные расходы	2 321	1 805	2 327	2 352	2 241
Чистый денежный поток	931	2 039	1 643	1 803	2 128

Долговая нагрузка (млн. TRY)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Чистый долг	3 220	2 980	4 367	4 442	4 569
% расходы	266	229	238	291	345
Средняя ставка %	7.2	5.6	5.0	6.6	7.7
Чистый долг/ ЕБИТДА	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8
ЕБИТДА / % расходы	14.9	19.1	19.9	17.7	15.5
(ЧДП - Див) / % расходы	-1.6	-0.9	-1.1	-0.7	-0.4

Инвестиционный тезис

➤ Дивидендная политика Turk Telekom предусматривает выплату 100% распределяемой прибыли, так что компания обычно направляет на выплаты практически весь чистый денежный поток.

➤ Turk Telekom занимает практически монопольное положение (90%) на локальном DSL рынке, что потенциально может вызвать интерес антимонопольной службы. Более очевидным негативным моментом является замедление темпов роста DSL рынка в связи с удовлетворением наиболее активного спроса.

➤ Наличие у государства крупного (30%) пакета акций остается среднесрочным фактором давления на котировки Turk Telekom, т.к. в конечном итоге предполагается полный выход государства из компании. Так, слабая динамика акций осенью 2012 г., вероятно, связана с неподтвержденными пока слухами о скорой приватизации 7% капитала через SPO.

➤ Риски со стороны финансового положения и долговой нагрузки для дивидендных выплат крайне низкие. Turk Telekom демонстрирует одну из наиболее высоких в секторе рентабельностей, что обуславливает достаточно дорогую оценку по большинству мультипликаторов и умеренный потенциал роста по цене от текущих уровней.

Дивиденды (млн. TRY)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Дивиденды	1 351	2 244	1 897	2 296	2 471
Дивиденд на акцию	0.39	0.64	0.54	0.66	0.71
Див как % от ЧП	74%	92%	92%	86%	93%
Див как % от ЧДП	145%	110%	115%	127%	116%

Финансовые коэффициенты

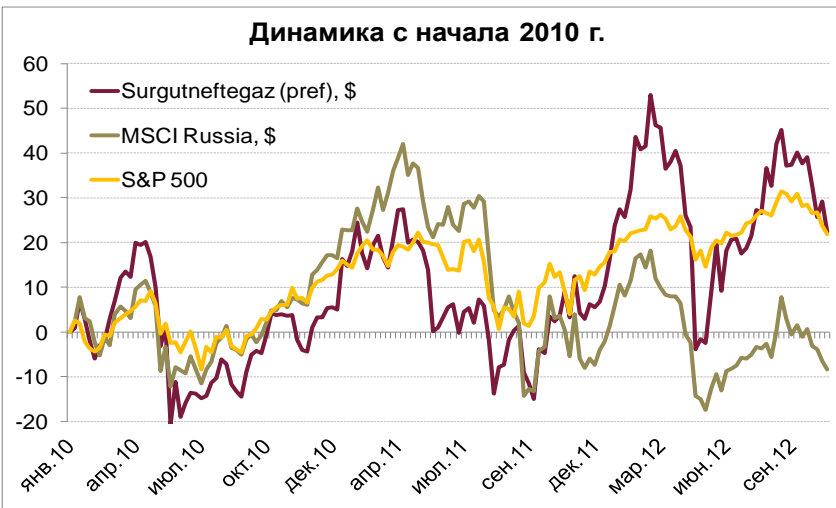
	2009	2010	2011	2012E	2013E
Маржа ЕБИТДА	37.3	40.3	39.7	40.8	40.4
Маржа ЧП	17.3	22.6	17.3	21.3	20.0
ROE	34.8	42.3	34.6	43.4	39.8
ROIC	22.7	27.5	21.4	25.4	23.7

Кредитные рейтинги

Moody's	-	-
S&P	-	-
Fitch	-	-

Сургутнефтегаз (прив.)

Рыночная капитализация, млрд. \$	31.4
Тикер	SNGSP
Биржа	RX
Валюта	RUB
Текущая цена	18.92
Целевая цена	26.25
Потенциал роста	38.8%
Дивиденд на акцию, 2012	1.66
Дивидендная доходность	8.7%
Периодичность	Год
Следующая «отсечка»	14/05/13
Совокупная доходность	47.5%
Уровень риска	Низкий



Крупнейшие акционеры

Россия 100

Географическая структура

Основные финансовые показатели (млн. \$)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Выручка	15 252	19 482	25 677	23 696	25 961
ЕБИТДА	6 055	7 609	9 690	7 807	7 843
Чистая прибыль (норм.)	3 451	4 251	7 999	5 755	5 885
Опер. денежный поток	4 902	6 178	8 289	7 766	7 592
Капитальные расходы	3 922	4 578	5 485	5 175	5 476
Чистый денежный поток	980	1 600	2 804	2 591	2 116

Долговая нагрузка (млн. \$)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Чистый долг	-13 324	-9 306	-11 778	-13 538	-15 031
% расходы	11	0	0	0	0
Средняя ставка %	4.5	-	-	-	-
Чистый долг/ ЕБИТДА	-2.2	-1.2	-1.2	-1.7	-1.9
ЕБИТДА / % расходы	550	-	-	-	-
(ЧДП - Див) / % расходы	30	-	-	-	-

Инвестиционный тезис

➤ Очень закрытая непрозрачная компания с уникальным взглядом на стратегию развития, которая во многом расходится с интересами миноритариев. Стратегия правления заключается в простом увеличении объемов бурения на своих российских месторождениях без выхода за рубеж или поиска новых активов в России.

➤ Несмотря на слабую относительно конкурентов эффективность капитала и абсолютное игнорирование интересов миноритарных акционеров, инвесторов привлекают высокие дивиденды

➤ Избыток прибыли после выплаты дивидендов накапливается на балансе в виде денежных средств и финансовых вложений. Финансовые инвестиции позволяют компании помимо получения гарантированных процентных прибылей (уже немногим менее \$1 млрд. в год) записывать прибыль от переоценки в случае ослабления рубля под действием низких цен на нефть.

➤ Существует потенциал для роста котировок после ожидаемого перехода на отчетность по МСФО, т.к. прозрачность компании должна повыситься.

Дивиденды (млн. \$)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Дивиденды	732	887	1 293	1 151	1 177
Дивиденд на акцию	0.03	0.04	0.07	0.05	0.05
Див как % от ЧП	21%	21%	16%	20%	20%
Див как % от ЧДП	66%	46%	48%	45%	56%

Финансовые коэффициенты

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Маржа ЕБИТДА	40.0	39.1	37.7	32.9	30.2
Маржа ЧП	22.6	21.8	31.1	24.2	22.7
ROE	8.7	9.9	17.1	10.8	9.9
ROIC	12.4	11.6	20.7	15.1	14.9

Кредитные рейтинги

Moody's	-	-
S&P	-	-
Fitch	-	-

Наша корзина дивидендных акций, сформированная в ноябре 2011 г., менее чем за полгода принесла 17.6% в долларах США

В своей стратегии на IV квартал 2011 г. – I квартал 2012 г., опубликованной в ноябре 2011 г., мы в числе прочего рекомендовали купить корзину дивидендных акций. В начале апреля 2012 г., ожидая коррекции на мировых фондовых рынках в свете европейских проблем, мы приняли решение закрыть сделку и продать дивидендные бумаги, что принесло прибыль в 17.6% в долларах США (54.9% годовых).

	Вес	Страна	Цена покупки (09/11/11), \$	Цена продажи (06/04/12), \$	Начисленные дивиденды*			Доходность, %		
					Дивиденд, \$ на акцию	Периодичность	Дата отсечки	Без учета дивидендов	Только дивиденды	С учетом дивидендов
Нефть и газ	40%									
Husky Energy (ord)	15%	Канада	24.2	24.5	0.3	квартал	2 мар 12	1.0	1.2	2.2
Surgutneftegaz (pref)	15%	Россия	0.49	0.66	-	год	-	35.7	-	35.7
TNK-BP (ord)	10%	Россия	2.73	3.19	-	полугодие	-	16.9	-	16.9
Инфраструктура	15%									
Energy Transfer (ord)	10%	США	37.0	46.6	0.9	квартал	3 фев 12	25.9	2.4	28.3
Kinder Morgan (ord)	5%	США	74.1	82.5	1.2	квартал	27 янв 12	11.5	1.6	13.0
Телекоммуникации	45%									
Deutsche Telekom (ord)	10%	Германия	12.4	11.5	-	год	-	-6.7	-	-6.7
Verizon (ord)	5%	США	36.9	37.7	0.5	квартал	5 апр 12	2.1	1.4	3.4
Windstream (ord)	10%	США	11.8	11.5	0.3	квартал	28 мар 12	-2.5	2.1	-0.3
MTS (ADR)	15%	Россия	13.3	18.4	-	год	-	38.2	-	38.2
СТС-Media (ord)	5%	Россия	9.7	11.1	0.1	квартал	13 мар 12	14.8	1.3	16.2
Итого	100%							16.0	1.6	17.6
Только Россия								30.1	0.1	30.0
Мир без России								4.5	2.8	7.3

* за период с 09/11/11 по 06/04/12

Disclaimer

Предлагаемая Вашему вниманию Презентация, учитывая конфиденциальный характер информации, предназначена исключительно для сведения клиентов группы компаний «Арбат Капитал», и не предназначена для дальнейшего распространения, воспроизведения, а также не является ни предложением по продаже, ни условием к предложению о покупке ценных бумаг, активов, инвестиционных услуг, консультационных услуг или любых других обязательных предложений для осуществления какой-либо деятельности. Ни этот документ, ни одна из его частей не могут быть скопированы или распространены с помощью рекламы, связей с общественностью, новостных служб, торгов или любых других (частных) средств массовой информации.

Информация, представленная в презентации, получена специалистами группы компаний «Арбат Капитал» из открытых источников, которые рассматриваются как надежные. Группа компаний «Арбат Капитал» не имеет возможности произвести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящей презентации, но должен провести анализ финансового положения компаний, указанных в настоящей презентации и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Любой потенциальный инвестор должен осознавать, что операции на рынке ценных бумаг могут повлечь финансовые потери. Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантирует и не определяет получение таких же результатов в будущем. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящей публикации, могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений процентных ставок.

Все цифровые и расчетные данные в настоящем материале приведены без каких-либо обязательств и исключительно в качестве примера финансовых параметров. Ни при каких обстоятельствах группа компаний «Арбат Капитал» не несет ответственности ни за какие убытки, включая реальный ущерб и упущенную выгоду, возникшие в связи с использованием настоящей публикации или её содержания.