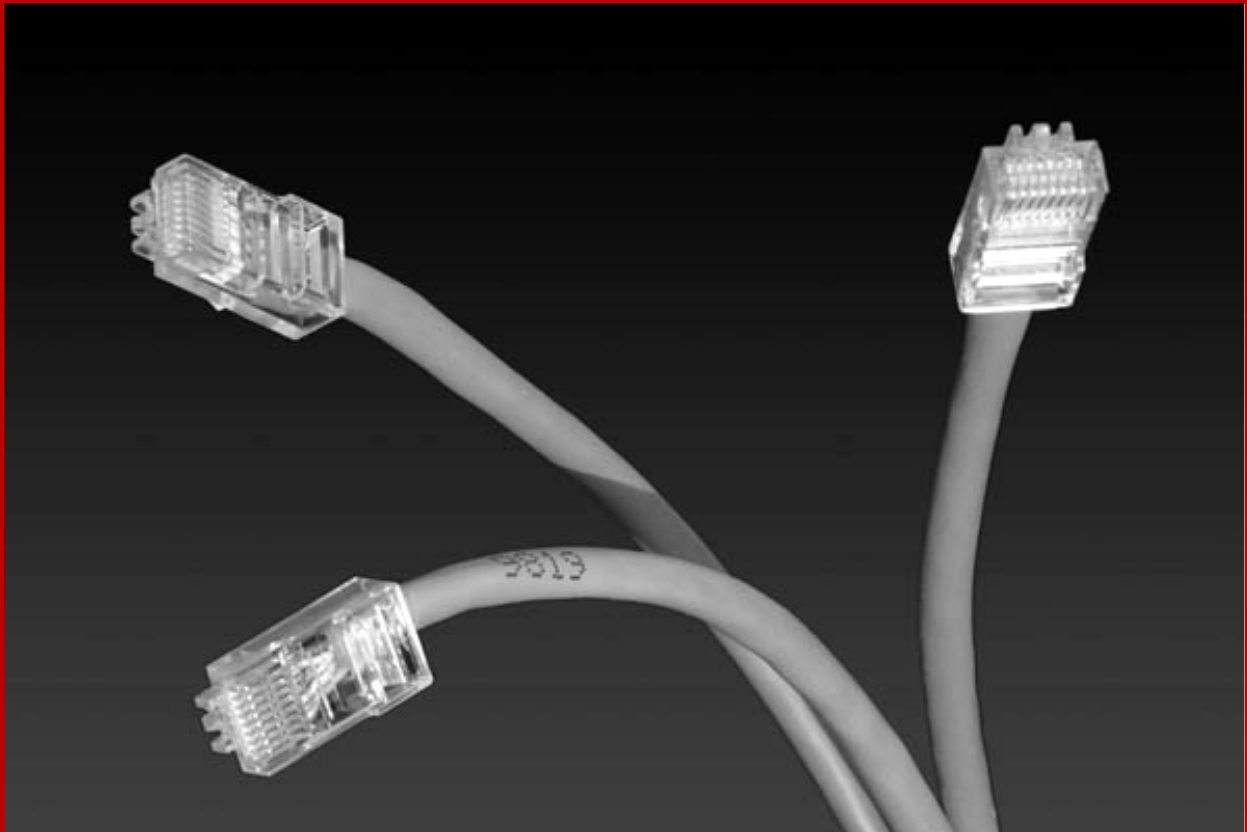




Региональные компании связи



Широкополосный вызов

Со второй половины 90-х годов инвесторы ожидают решения правительства относительно дальнейшей судьбы телекоммуникационного холдинга. В прошлом году к идеям «оставить все как есть» или приватизировать прибавился еще один вариант развития событий – переход всех компаний, входящих в Связьинвест, на единую акцию и создание федерального оператора фиксированной связи.

Котировки операторов связи всегда позитивно реагировали на новости, свидетельствующие о скором преобразовании Связьинвеста и, наоборот, акции дешевели, когда становилось ясно, что дальнейшие перспективы холдинга туманны. Однако, на наш взгляд, сейчас нельзя однозначно утверждать, что реорганизация Связьинвеста непременно приведет к положительным сдвигам в бизнесе межрегиональных операторов.

В случае приватизации Связьинвеста и перехода региональных компаний в частные руки есть вероятность развития событий по сценарию МГТС. Получив доступ к инфраструктуре МРК, новые владельцы разделят бизнес на «традиционный» и «альтернативный» сегменты. Менее рентабельный и более регулируемый сегмент местной связи останется у МРК, тогда как более интересные услуги с высокой добавленной стоимостью будут развиваться альтернативными компаниями, входящими в структуру бизнеса новых владельцев. Так сейчас в Москве все преимущества от доступа к «последней миле» получает не МГТС, а МТУ-Интел – «дочка» Комстара, развивающая «альтернативный» сегмент услуг связи.

Вариант создания единого оператора связи на базе компаний, входящих в Связьинвест, таит в себе как плюсы, так и минусы. С одной стороны появление телекоммуникационного монстра открывает новые возможности, недоступные для нынешних региональных операторов. Среди плюсов можно перечислить рост совокупных финансовых ресурсов, возможность внедрения различных проектов в федеральном масштабе и, как следствие, повышение конкурентоспособности в борьбе за рынок с альтернативными операторами. С другой стороны, такое укрупнение наверняка негативно скажется на эффективности ведения бизнеса и принятии оперативных решений.

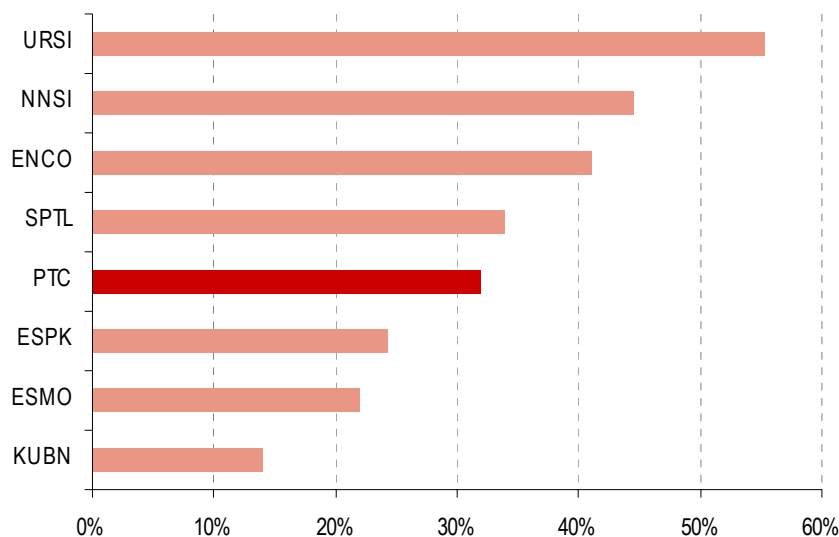
Какой бы вариант реорганизации Связьинвеста ни был принят в будущем, сейчас перспективы холдинга все также туманны, как и в предыдущие годы. Не исключено, что волевым решением правительство все же решит закончить эпопею «приватизация Связьинвеста» уже в этом году. Однако велика вероятность того, что глобальные изменения в российской отрасли фиксированной связи будут отложены до президентских выборов в 2008 году.

В данном обзоре мы попытались, на сколько это возможно, абстрагироваться от темы приватизации Связьинвеста и сосредоточиться на перспективах российского сектора фиксированной связи. Если раньше региональные операторы связи фактически занимали монопольное положение, то на данном этапе развития телекоммуникационного сектора им потребуется приложить немалые усилия для того, чтобы занять достойное место на рынке высокодоходных услуг. Сейчас у МРК есть серьезное преимущество – построенная инфраструктура и отсутствие сильных конкурентов, что позволяет в короткие сроки занять большую часть регионального рынка широкополосного доступа.

Те из них, кто упустит время сейчас, рискуют безнадежно отстать от альтернативных операторов уже в ближайшем будущем. Мы считаем, что по итогам текущего года станет ясно, кто из региональных компаний связи готов успешно развиваться в условиях жесткой борьбы, а кто обречен остаться компанией связи прошлого века.

В прошлом году российский сектор фиксированной связи показал исключительно высокую динамику роста капитализации. Причиной стремительного роста стала скупка акций Ростелекома и МРК, проводимая рядом заинтересованных сторон. Наверняка столь значительные суммы тратились исходя из определенных ожиданий дальнейшей судьбы Связьинвеста.

Динамика котировок МРК за 12 мес.



Источник: РТС

В данном исследовании межрегиональных компаний связи мы не принимали в расчет вероятность того или иного исхода реорганизации Связьинвеста как и сроков, когда данные изменения станут возможны.

Учитывая все события, произошедшие в секторе фиксированной связи в прошлом году (изменение взаиморасчетов МРК с Ростелекомом, введение принципа СРР) и проанализировав повышение тарифов на услуги местной связи в феврале текущего года, мы внесли изменения в нашу модель оценки стоимости МРК. Однако рост капитализации МРК в прошлом году привел к тому, что практически все компании уже достигли своих справедливых уровней или же превысили их.

Согласно нашей новой оценке, существенным потенциалом роста капитализации на данный момент обладает лишь Дальсвязь, акции которой мы рекомендуем к покупке.

		Цена \$	МСар млн. \$	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралсвязьинформ	URSI	0.061	1 970	0.061	0%	держать
Сибирьтелеком	ENCO	0.11	1 321	0.112	2%	держать
Центртелеком	ESMO	0.77	1 215	0.58	-25%	продавать
Дальсвязь	ESPK	3.90	373	5.48	40%	покупать
Волгателеком	NNSI	5.75	1 414	6.53	14%	держать
ЮТК	KUBN	0.176	520	0.177	1%	держать
СЗТ	SPTL	1.525	1 344	1.34	-12%	продавать

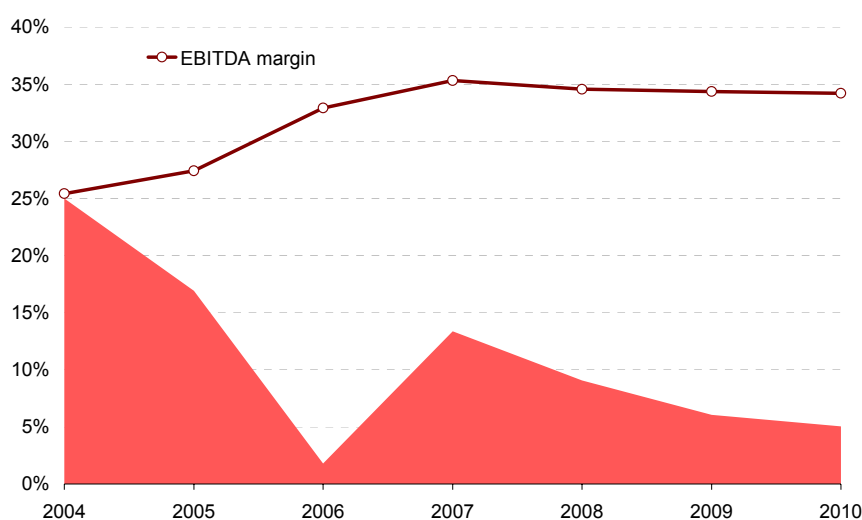
Хороший год

Изменения системы взаиморасчетов привели к росту рентабельности МРК

В целом, 2006 год можно назвать успешным для российских операторов фиксированной связи. Изменения, произошедшие в отрасли, стимулировали развитие нерегулируемых услуг связи и положительно сказались на росте рентабельности МРК.

С начала прошлого года кардинально изменилась система взаиморасчетов между МРК и Ростелекомом. Региональные операторы перестали получать свою часть доходов от услуг дальней связи, которые теперь полностью идут Ростелекому (или другому оператору дальней связи). С другой стороны и расходы, связанные с оказанием международной/междугородной связи, теперь ложатся на оператора дальней связи. Этими изменениями объясняется низкий рост выручки МРК в 2006 году и заметное повышение их рентабельности.

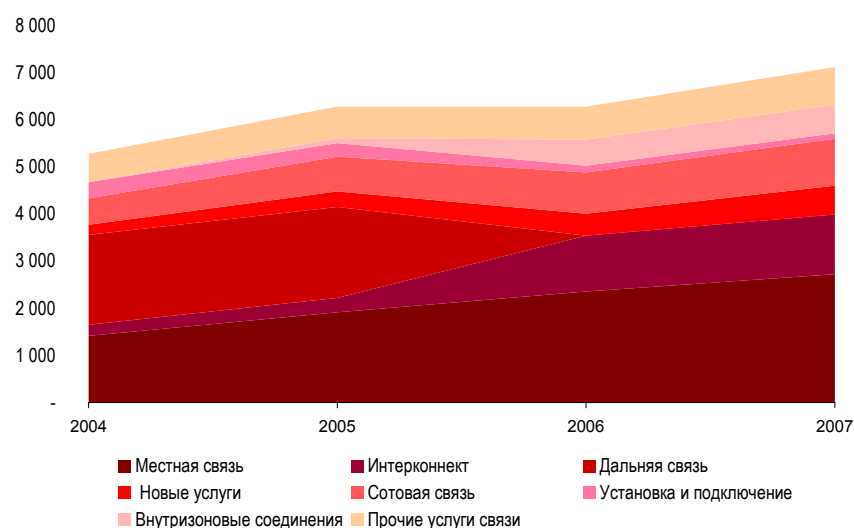
Темпы роста доходов МРК



Источник: данные компаний, оценка Банка Москвы

Чтобы компенсировать потерю доходов от услуг дальней связи, региональные операторы активно взялись за развитие нерегулируемых услуг связи с высокой добавленной стоимостью и достигли в этом направлении определенных успехов.

Изменение структуры доходов МРК, млн. \$



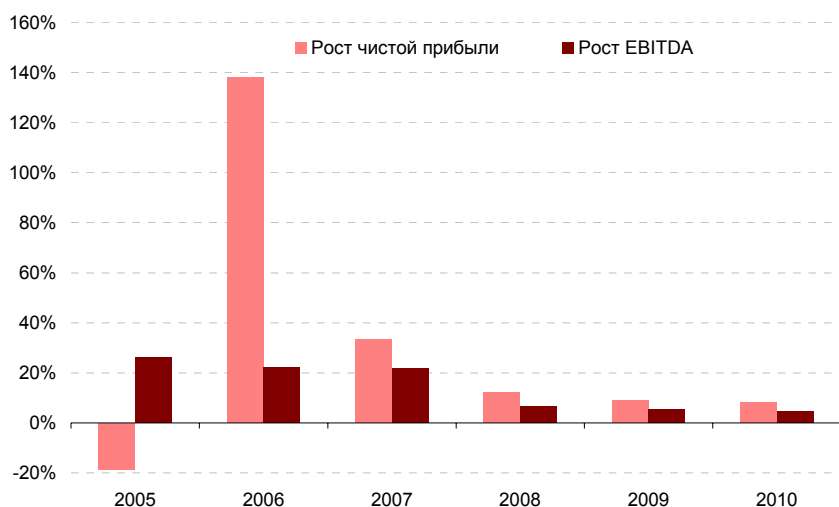
Источник: данные компаний, оценка Банка Москвы

Перед МРК стояла серьезная задача компенсировать ту часть доходов, которая приходилась на услуги дальней связи, или 31% всех доходов операторов (по итогам 2005 года). Нельзя сказать, что МРК справились с этой задачей исключительно за счет развития «новых услуг» - наоборот, большая часть была компенсирована за счет роста доходов от интерконнекта и внутризональной связи. Тем не менее, потеря «простых» доходов от дальней связи заставила МРК активнее взяться за нерегулируемые услуги – в частности развитие широкополосного доступа.

Другой причиной заметного роста выручки операторов фиксированной связи стало вступление в силу с 1 июля 2006 года поправки в закон «О связи», вводящей принцип «платит звонящий».

В соответствии с принципом CPP (calling party pays, или «платит звонящий») Федеральная служба по тарифам установила компенсацию за звонки с фиксированного телефона на мобильный в размере 1,5 руб. за минуту, из которых 95 коп. достается сотовым операторам, а остальное (за вычетом НДС) — фиксированным. По оценкам генерального директора Связьинвеста, введение данного принципа должно было принести операторам фиксированной связи порядка 1,2 млрд руб. ежегодно. На деле цифры оказались значительно выше. Так только в третьем квартале прошлого года выручка от звонков с фиксированного на мобильный телефон составила 2,8 млрд руб. Если предположить, что объем трафика в этом направлении существенно не изменится, то благодаря принципу CPP ежегодно МРК будут получать более 11 млрд руб., из которых 7 млрд руб. достанется сотовым операторам, а 4 млрд руб. за вычетом НДС пойдет МРК. А 11 млрд руб. – это уже 7% от совокупной выручки МРК в прошлом году.

Динамика финансовых показателей МРК

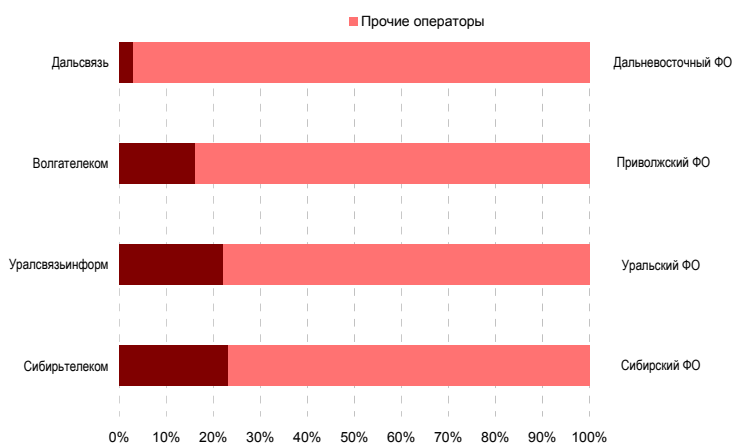


Источник: данные компаний, оценка Банка Москвы

До последнего времени похвастать заметной долей доходов от нерегулируемых услуг в структуре всех доходов могли лишь те МРК, кто успел развить собственный бизнес сотовой связи. Среди них Уралсвязьинформ, Сибирьтелеком, Волгателеком и в меньшей степени Дальсвязь. Услуги мобильной связи приносили региональным операторам до трети всех доходов и позволяли демонстрировать хорошие результаты на фоне замедления роста традиционных услуг связи.

Прошлый год стал переломным для российского рынка мобильной связи. Уровень проникновения превысил 100%, что сказалось на темпах роста сектора. Сейчас уже можно говорить, что основная борьба между сотовыми операторами за привлечение абонентов закончилась. На новом этапе роста прибыли можно будет достичь за счет снижения издержек и стимулирования существующих абонентов тратить больше на мобильную связь.

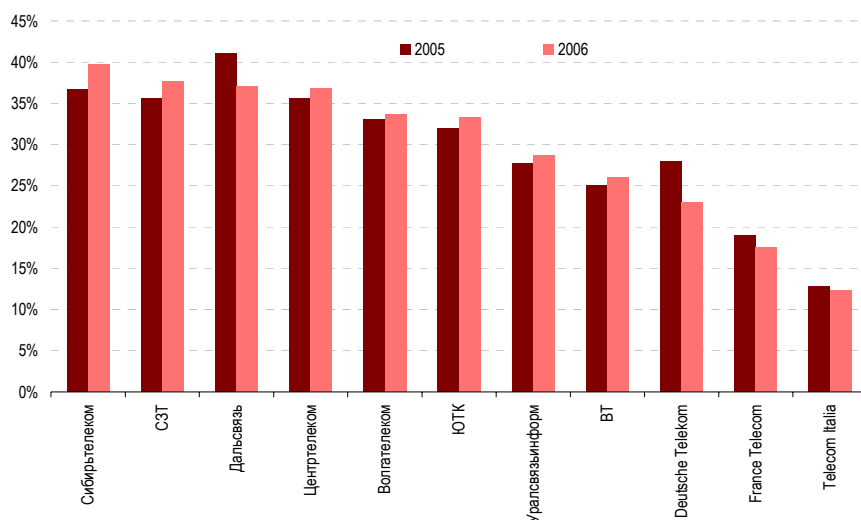
Доли МРК на рынке мобильной связи



Источник: данные компаний, оценка Банка Москвы

Помимо поиска новых источников доходов повысить рентабельность региональных операторов может повышение контроля над затратами. Львиная доля всех расходов МРК приходится на персонал, однако особых успехов в борьбе за снижение этой статьи затрат региональные компании не достигли. Среди всех МРК можно выделить только двух операторов: Уралсвязьинформ, отношение затрат на персонал к доходам которого максимально приближено к уровню западных операторов, и Дальсвязь – единственная компания которой удалось достичь в прошлом году снижения расходов на персонал в абсолютном значении.

Отношение затрат на персонал к выручке



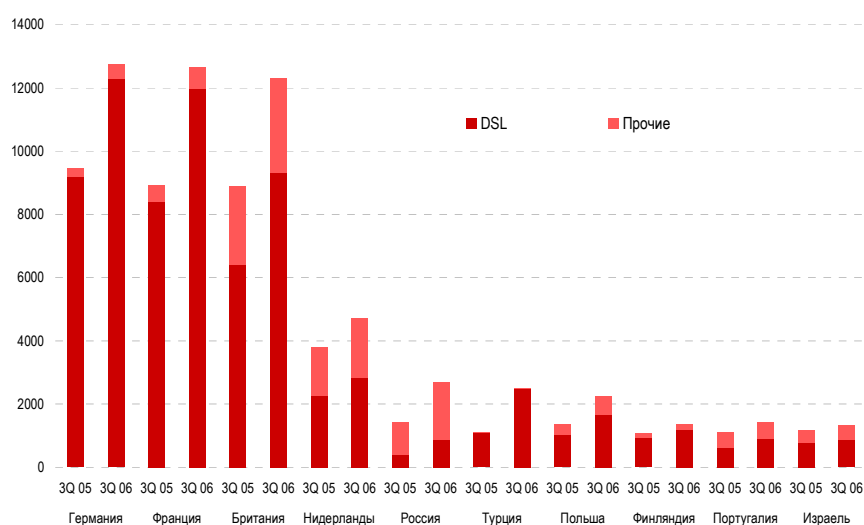
Источник: данные компаний, оценка Банка Москвы

Рынок широкополосного доступа: хорошие перспективы, высокая конкуренция

На смену бурному развитию сотовой связи приходит новый вид услуг связи – широкополосный доступ в Интернет. То, что именно это направление станет в ближайшее время основным драйвером развития региональных операторов, сомнений нет ни у кого. Если традиционная голосовая связь неуклонно утрачивает свои позиции, то доступ Интернет и связанные с ним услуги пребывают в состоянии подъема.

Более 4/5 мирового рынка ШД приходится на долю 30 стран-участников ОЭСР. Поэтому динамику этого нового рынка лучше всего характеризует статистика данной организации. В год рыночного запуска ШД (1998 г.) его проникновение в странах ОЭСР составило 0.06%, в 2000 году – 1.3%, в июне 2006 года – 15.5%. Среднегодовые темпы прироста абонентской базы ШД в 2002-2005 гг. составили 47%.

Количество абонентов широкополосного доступа, чел.



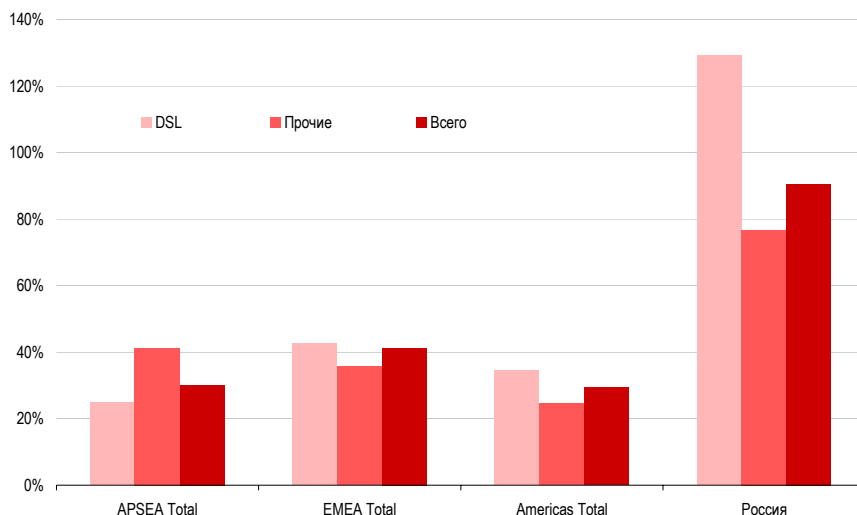
Источник: Point Topic

Если первоначально широкополосные линии обеспечивали преимущественно быстрый Интернет, то примерно с 2003 года всё больше провайдеров предлагает конвергентный пакет – доступ в Интернет, телевидение и телефонию. В 2005 году «тройная игра» (triple play) стала стандартным предложением многих операторов и провайдеров. По оценкам J'son & Partners, в 2006 году общее количество IPTV-абонентов в мире превысило 5,5 миллионов. Развитие услуг на базе широкополосного доступа (VoIP/IPTV/VoD) стимулирует рост ARPL (средний доход с одной линии). Пока абонентская плата составляет большую часть доходов по сравнению с «дополнительными услугами»; однако в период 2006-2010 гг. эта тенденция изменится.

Российский рынок широкополосного доступа является средней моделью между американским и европейским рынками. Если в Европе доминирует технология DSL, а в Америке наоборот более распространен высокоскоростной Интернет с использованием инфраструктуры кабельного телевидения, то в России эти технологии представлены примерно одинаково. Несмотря на то, что пока перевес на стороне операторов кабельного телевидения с применением технологий Ethernet и HFC, темпы распространения DSL в России выше.

Именно развитие широкополосного доступа по технологии DSL является главным приоритетом региональных операторов связи. Выбор в пользу DSL объясняется, что только эта технология позволяет обеспечить высокую скорость передачи данным по медным проводам. Наличие у МРК уже построенной инфраструктуры и «последней мили» дает им большое конкурентное преимущество на стадии начального распространения услуг широкополосного доступа.

Темпы увеличения количества абонентов широкополосного доступа по регионам

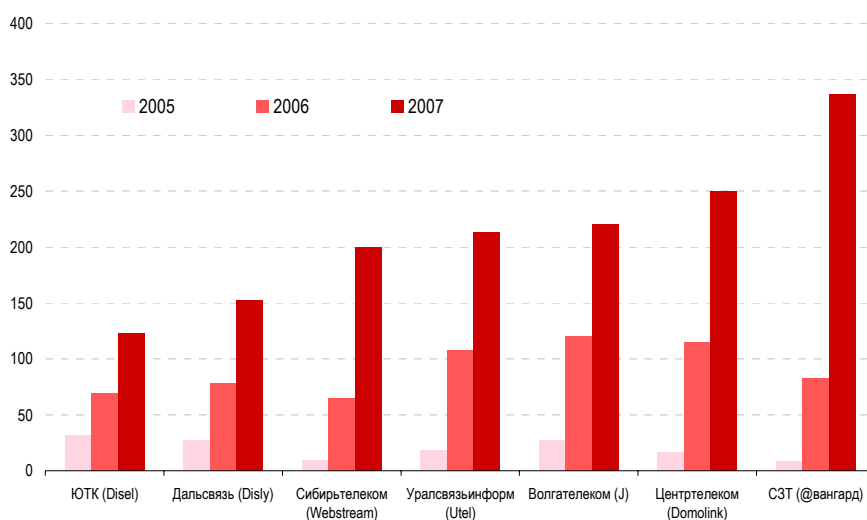


Источник: Point Topic

По оценкам рейтингового агентства Fitch, потенциальная аудитория услуг широкополосного доступа в России составляет до 10% населения. В прошлом году более 70% доходов рынка доступа в Интернет пришлось на услуги широкополосного доступа. Каждый год доля услуг в доходах отрасли, начиная с 2004, увеличивалась на 1%. В 2004 году она составила 2%, в 2005 – 3%, в 2006 - 4%.

В силу своих особенностей услуга широкополосного доступа не сможет достигнуть того же уровня проникновения, что мобильная связь, но между развитием этих двух услуг, на наш взгляд, можно найти много общего. Как и в случае с мобильной связью, распространение услуг ШПД начиналось с Москвы, постепенно распространяясь на другие крупные города России.

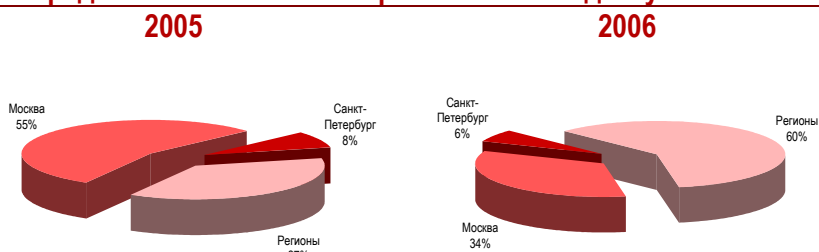
Количество абонентов широкополосного доступа, тыс. чел.



Источник: данные компаний, оценка Банка Москвы

В 2006 году доля регионов в доходах от услуг ШПД впервые превысила доли Москвы и Санкт-Петербурга. Мы считаем, что, начиная с 2007 года, именно регионы будут обеспечивать основной прирост количества пользователей широкополосного доступа. Большая часть новых абонентов придется на МРК, однако такая ситуация продлится лишь до тех пор, пока серьезные игроки не двинутся из столицы в регионы, как это было с развитием мобильной связи. А этот процесс в массовом порядке может начаться уже в текущем году.

Распределение абонентов широкополосного доступа в России



Источник: iKS-Consulting

В 2002 году типичная скорость доступа по линии DSL в зоне ОЭСР составляла 256 кбит/с. В 2004 году средняя скорость, предлагаемая большинством операторов, находилась в диапазоне от 512 кбит/с до 1 мбит/с. Наиболее продвинутые операторы обеспечивали 3-4 мбит/с в Америке (SBC, Bell Canada), 9-10 мбит/с в Европе (Belgacom, TeliaSonera) и 47-50 мбит/с в Японии и Корее (NTT, Korea Telecom). В настоящее время нормой для обеспечения triple play считается скорость не ниже 50 мбит/с.

В 2002-2004 годы большинство провайдеров DSL перешло к предложению безлимитных тарифных планов в диапазоне US\$ 25-35 в месяц. На этом уровне ценовая конкуренция, по сути, прекратилась. Соперничество между провайдерами идет по показателям скорости доступа, дополнительных услуг и качества обслуживания.

Что касается российских региональных операторов связи, то уровень услуг широкополосного доступа, предоставляемый ими, находится сейчас на уровне западных стран пятилетней давности. Проанализировав условия предоставления услуг широкополосного доступа межрегиональными компаниями, мы пришли к выводу, что конкурировать с альтернативными операторами им будет сложно.

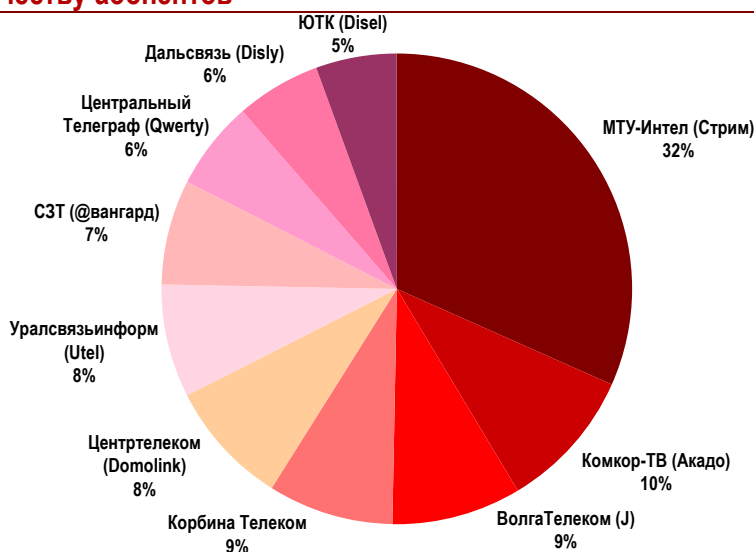
Тарифы региональных операторов на услуги широкополосного доступа, руб.

	Плата за подключение	250 МВ трафика	Безлимитные тарифы				
			64 кбит/с	128 кбит/с	256 кбит/с	512 кбит/с	1024 кбит/с
Центртелеком	350	600	-	900	1200	2000	-
Волгателеком	300	350	1000	2500	-	-	-
Уралсвязьинформ	500-2500	450	-	1200	2000	-	-
Сибирьтелеком	700-1500	400	-	-	-	-	-
ЮТК	2000	500	-	-	-	-	-
Дальсвязь	1520*	430	999	1599	2599	-	-
СЗТ	-	-	500	800	950	1150	1500
МТУ-Интел	-	-	-	210	314	524	655

Источник: данные компаний

Отсутствие безлимитных тарифов и низкая скорость (в среднем 128-256 кбит/с) не позволяют потенциальным клиентам ощутить в полной мере преимущество широкополосного доступа перед коммутируемым. Несмотря на высокую стоимость (1000-2500 руб/мес) и очень низкую скорость (64-128 кбит/с), у Волгателекома все же есть безлимитные предложения. На наш взгляд, именно благодаря этому компании удалось возглавить МРК по количеству абонентов широкополосного доступа. Этой же причиной объясняется второе по количеству абонентов место Центртелекома. С другой стороны, у Сибирьтелекома безлимитный тариф отсутствует вовсе – по итогам 2006 года это единственная компания из семи МРК, не вошедшая в десятку крупнейших операторов широкополосного доступа.

Первая десятка операторов широкополосного доступа по количеству абонентов



Источник: iKS-Consulting

Именно безлимитные тарифы позволили сделать услугу широкополосного доступа массовой в Москве. Пока МРК могут прикрываться нехваткой средств для более динамичного строительства сетей, однако в скором будущем есть опасность безнадежно потерять свое преимущество на перспективном рынке.

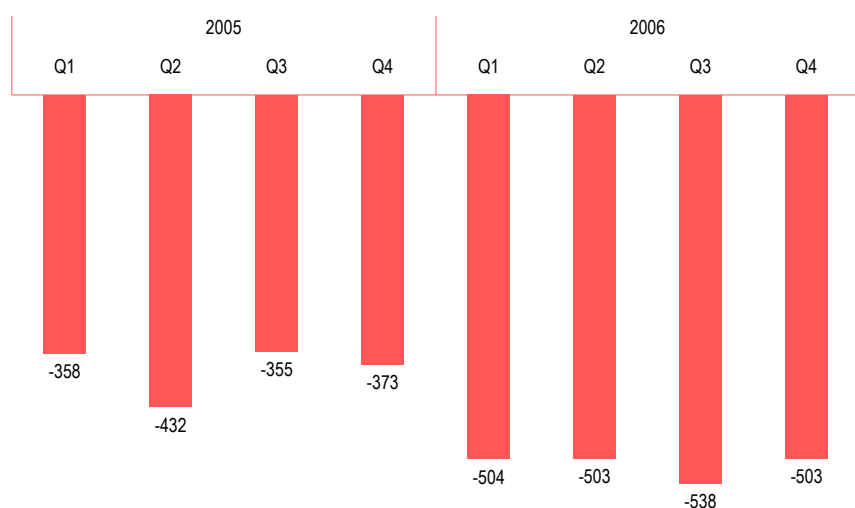
О своих планах активно развивать услуги ШПД в регионах говорят все ведущие альтернативные операторы. Кто-то делает ставку на строительство оптоволоконных сетей, кто-то планирует развивать услуги на основе беспроводных технологий. Однако у МРК уже появляются конкуренты, использующие DSL, что традиционно считалось «привилегией» региональных операторов. Так компания «Цифровые телефонные сети Юг» уже предлагает безлимитный тариф «Джет Форвард» для ADSL-абонентов. Стоимость услуг ЦТС в 1,5 раза меньше, чем у ЮТК (950 руб/мес против 1450 руб/мес), а скорость передачи данных в два раза выше (256 кбит/с против 128 кбит/с). Появление подобных конкурентов может серьезно испортить планы МРК по бурному росту количества абонентов широкополосного доступа.

О серьезной угрозе для МРК со стороны альтернативных операторов свидетельствует нынешнее положение европейского телекоммуникационного гиганта Deutsche Telekom. Как и другие ведущие европейские операторы, Deutsche Telekom сейчас столкнулся с конкуренцией со стороны менее крупных, более маневренных компаний связи, которые делают ставки на развитие Интернета и беспроводных технологий. Гибкий подход к потребностям абонентов со стороны небольших операторов приводит к оттоку потребителей из сети бывших монополистов.

В прошлом году Deutsche Telekom потерял около 2 млн. абонентов фиксированной связи в Германии, выручка в данном сегменте сократилась на 6,6% по сравнению с 2005 годом. Кроме оттока высокая конкуренция приводит к значительному падению цен на телекоммуникационные услуги. Немецкий гигант прикладывает большие усилия для удержания нынешних абонентов в своей сети, и это притом, что инфраструктура Deutsche Telekom существенно превосходит по качеству и возможностям сети российских МРК.

Развитие широкополосного доступа должно предотвратить массовый отток абонентов от услуг фиксированной связи. Однако качество нынешних услуг региональных операторов вызывает сомнения в том, что с приходом более клиентоориентированных операторов у МРК не начнется отток клиентов.

Отток абонентов PSTN сети Deutsche Telekom, тыс. чел.



Источник: Deutsche Telekom

В качестве еще одного примера отставания отечественных операторов традиционных услуг связи от зарубежных коллег может служить видение перспектив конвергентных услуг. Так Deutsche Telekom планирует прекратить предоставлять в нынешнем виде услугу T-One, которая позволяет с помощью одного и того же телефонного аппарата пользоваться и фиксированной, и мобильной связью. Причиной этого является низкий спрос на услугу среди физических лиц. Уралсвязьинформ только планирует активно развивать эту услугу и в этом направлении является пионером среди всех МРК.

Тарифы на местную связь: управляем сами

С февраля текущего года в силу вступил новый порядок тарификации местных звонков. Согласно положению "О государственном регулировании тарифов на услуги общедоступной электросвязи и общедоступной почтовой связи", абонентам предложено три схемы оплаты связи: постоянная (безлимитный тариф), повременная и комбинированная (абонентная плата за лимит времени и оплата выговоренных сверх лимита минут). Кроме того, отдельно выделена обязательная плата за абонентскую линию вне зависимости от выбранного тарифного плана.

Таким образом, впервые со времени создания у межрегиональных компаний связи появился инструмент, позволяющий гибко реагировать на изменения потребностей абонентов. Федеральной службой по тарифам (ФСТ) был установлен максимальный уровень допустимых тарифов, а окончательный их размер устанавливаются сами МРК.

Опасаясь оттока абонентов к операторам мобильной связи и учитывая социальную значимость услуг связи, МРК пошли на существенное снижение своих тарифов по сравнению с максимальным уровнем, установленным ФСТ. Так в большинстве регионов уровень абонентской платы был установлен на 35-50% ниже максимального.

Из всей абонентской базы межрегиональных операторов технической возможностью выбора тарифного плана обладают лишь 62%. Для остальных 38% абонентов система тарификации останется прежней (однако тарифы поднимутся в среднем на 11%).

Что касается процесса перехода на новые тарифы, то на данный момент ясности пока нет. Министр связи Леонид Рейман высказывал свое недовольство по поводу пассивности населения в процессе перехода на новую систему оплаты. Согласно правилам, абоненты, не заявившие о своем выборе, будут автоматически переведены на безлимитный тариф.

По оценке гендиректора Связьинвеста Александра Киселева, тарифы для населения в результате изменений возрастут на 11,5%, что приведет к росту выручки МРК в текущем году на 2-5%. Мы считаем эту оценку весьма консервативной.

По последним данным, свой выбор сделали 45% из числа тех абонентов, кто имеет техническую возможность изменения системы оплаты. Согласно нашей оценке всего с выбором определяются порядка 70-75%. Остальные абоненты попадут на самый дорогой безлимитный тариф.

Мы попытались спрогнозировать, насколько изменятся расценки на услуги местной связи после введения новых правил тарификации. В среднем безлимитный тариф стал дороже на 49%, комбинированный на 21%, а повременный тариф (из расчета, что в среднем MOU составит 200 мин.) наоборот приведет к снижению затрат на услуги связи на 11%.

Рост стоимости услуг местной связи в зависимости от выбранного тарифа

	Тип тарифа			Безлимитный без тех. возможности смены тарифа	Итоговое изменение стоимости услуг местной связи ***
	Безлимитный	Комбинированный *	Повременный **		
Волгателеком	53%	5%	-14%	11%	9%
СЗТ	48%	15%	-10%	13%	22%
Дальсвязь	24%	14%	-9%	14%	10%
Центртелеком	35%	10%	-14%	5%	6%
ЮТК	64%	11%	-11%	12%	15%
Сибирьтелеком	71%	11%	-11%	11%	21%
Уралсвязьинформ	51%	13%	-8%	13%	22%

Источник: оценка Банка Москвы

* исходя из предположения, что MOU не превысит количество включенных в тариф минут

** исходя из предположения, что MOU на повременном тарифе в среднем 100 мин.

*** с учетом предварительных результатов распределения предпочтений населения по тарифам

Гендиректор Связьинвеста Александр Киселев прогнозировал в 2007 году рост совокупной выручки холдинга на уровне не менее чем на 15%. В целом мы согласны с такой оценкой перспектив Связьинвеста в текущем году и предполагаем, что рост может оказаться и выше. Тем не менее, мы расходимся с руководителем Связьинвеста в оценке вклада различных источников доходов холдинга в общий рост выручки. Так Киселев считает, что введение новых тарифных планов обеспечит не более 2-5% роста доходов Связьинвеста, а основной рост доходов придется на развитие нерегулируемых услуг связи.

Мы сомневаемся, что, несмотря на довольно динамичное развитие услуг широкополосного доступа, в 2007 году этот вид услуг станет «локомотивом» роста доходов МРК. Учитывая, что в прошедшем году в среднем доля доходов от нерегулируемых услуг была ниже 10% всей совокупной выручки МРК, в этом году доходы от новых услуг должны увеличиться более чем вдвое для увеличения всей выручки на 10%. Такое развитие событий нам представляется маловероятным.

Таким образом, мы считаем, что по итогам 2007 года все же основной вклад в рост доходов обеспечит именно повышение тарифов на местную связь. Не стоит забывать, что пока у МРК остается значительный запас для повышения тарифов до максимального уровня, установленного ФСТ.

Сравнительный анализ

Падение котировок в конце февраля – начале марта привело к тому, что цена российских операторов фиксированной связи стала смотреться более привлекательно по сравнению с аналогами из развитых и развивающихся стран. Тем не менее, говорить о серьезной недооценке российских компаний по сравнению с зарубежными пока не приходится.

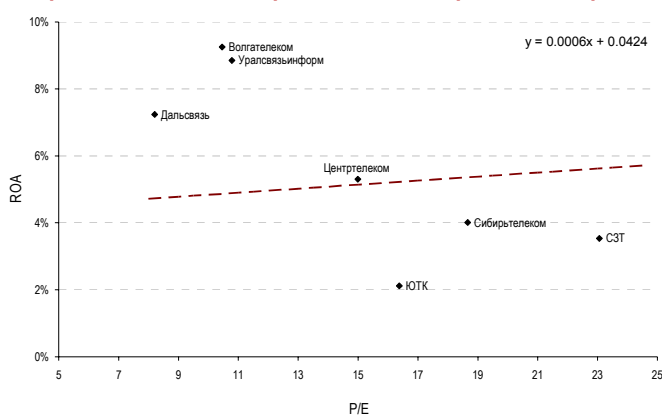
	EBITDA Margin	P/E	P/BV	EV/EBITDA		P/S	P/EBITDA	ROA	ROE
				2006	2007				
Среднее по МРК	33%	14.9	2.2	5.7	4.7	1.3	4.0	6%	14%
Среднее по развитым странам	36.1%	16.5	3.4	5.6	5.5	1.7	5.0	6.0%	21.2%
Среднее по развивающимся странам	36.4%	16.6	2.6	4.8	4.4	1.8	5.0	7.0%	12.9%
Премия (дисконт) к развитым странам		-10%	-35%	2%	-15%	-24%	-19%		
Премия (дисконт) к развивающимся странам		-11%	-14%	19%	6%	-25%	-19%		

Источник: Bloomberg, оценка Банка Москвы

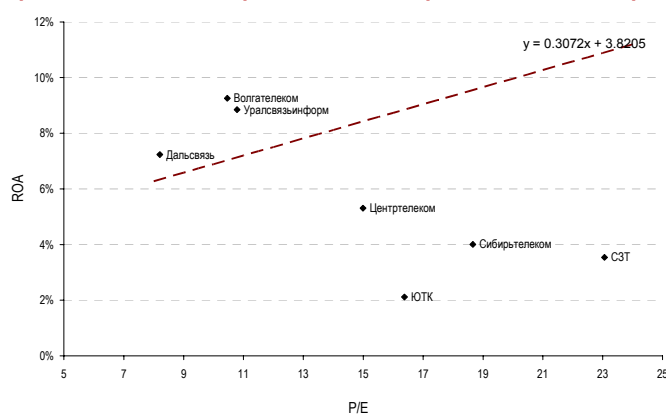
Если рассматривать по отдельности каждого регионального оператора связи, то по сравнению с зарубежными аналогами недооцененными (по показателям рентабельности активов и P/E) выглядят Волгателеком, Уралсвязьинформ и Дальсвязь. При сравнении по показателям рентабельности по EBITDA и P/S недооценен лишь Волгателеком.

Таким образом, исходя из сравнительного анализа, потенциалом роста стоимости обладают лишь несколько компаний сектора.

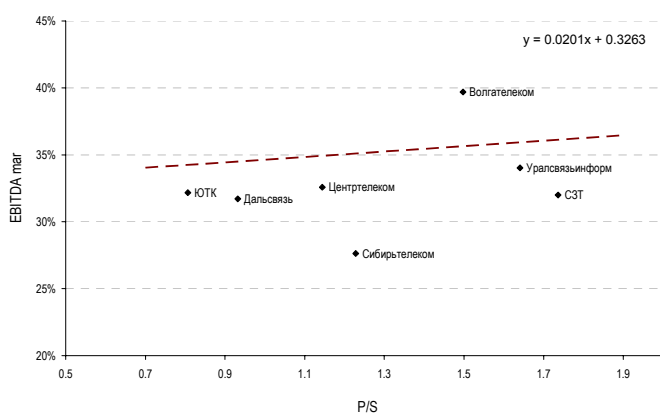
Сравнение с линией тренда компаний развитых стран



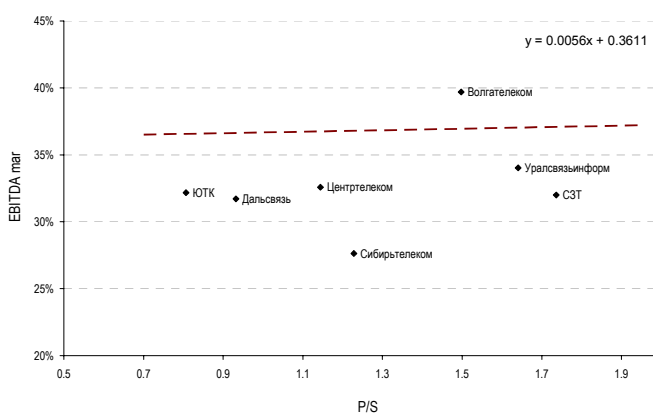
Сравнение с линией тренда компаний развивающихся стран



Сравнение с линией тренда компаний развитых стран



Сравнение с линией тренда компаний развивающихся стран



Оценка компаний

Уралсвязьинформ

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	31 710	33 136	36 748	39 137	41 094	42 738	44 020	45 340
Темп роста (%)		4%	11%	6%	5%	4%	3%	3%
ЕБИТДА	9 397	11 275	13 141	13 933	14 342	14 531	14 967	15 416
Рентабельность (%)	29.6%	34.0%	35.8%	35.6%	34.9%	34.0%	34.0%	34.0%
ЕБИТ	5 478	7 133	8 731	9 432	9 821	10 257	10 565	10 882
Рентабельность (%)	17%	22%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
-Налоги на прибыль	1 067	2 160	2 641	2 853	2 971	3 103	3 196	3 292
НОРАТ	4 411	4 973	6 090	6 579	6 850	7 154	7 369	7 590
+ Амортизация	3 919	4 142	4 410	4 501	4 520	4 274	4 402	4 534
- Капвложения	-5 264	-6 020	-3 975	-4 696	-5 342	-5 983	-6 603	-6 801
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	2 728	804	-318	-745	-109	-165	145	149
Чистый денежный поток	5 794	3 899	6 207	5 639	5 919	5 280	5 312	5 472

Основные предположения

WACC	11.2%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	19.7%
Бета*	1.0
Бета с учетом долга	1.20
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	11.9%
Стоимость долга	11.1%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	8.4%
WACC	11.2%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	26 594
Конечная стоимость	66 684
Приведенная конечная стоимость	39 209
Стоимость денежных потоков	65 803
Текущий чистый долг (наличность)	14 587
Чистая стоимость компании	51 216
Количество акций (млн.)	32299
Стоимость на акцию, руб	1.59
Стоимость на акцию, \$	0.06

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		8.2%	9.2%	10.2%	11.2%	12.2%	13.2%	14.2%
Конечный темп роста (%)	4.5%	2.79	2.33	2.01	1.77	1.59	1.44	1.32
	4.0%	2.53	2.15	1.88	1.67	1.51	1.38	1.27
	3.5%	2.32	2.01	1.77	1.59	1.44	1.32	1.22
	3.0%	2.32	2.01	1.77	1.59	1.44	1.32	1.22
	2.5%	2.15	1.88	1.68	1.52	1.38	1.27	1.18
	2.0%	2.01	1.78	1.59	1.45	1.33	1.23	1.14
	1.5%	1.89	1.68	1.52	1.39	1.28	1.19	1.11

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	31 710	33 136	36 748	39 137	41 094	42 738	44 020	45 340
Операционные расходы	22 313	21 861	23 607	25 204	26 752	28 207	29 053	29 925
Амортизация	3 919	4 142	4 410	4 501	4 520	4 274	4 402	4 534
Операционная прибыль	5 478	7 133	8 731	9 432	9 821	10 257	10 565	10 882
ЕБИТДА	9 397	11 275	13 141	13 933	14 342	14 531	14 967	15 416
Чистые процентные расходы	2 070	- 66	- 73	- 78	- 82	- 85	- 88	- 91
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	3 408	7 199	8 805	9 510	9 904	10 343	10 653	10 972
Налоги на прибыль	1 067	2 160	2 641	2 853	2 971	3 103	3 196	3 292
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	2 341	5 039	6 163	6 657	6 933	7 240	7 457	7 681

Баланс

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	487	1 557	2 572	2 348	2 877	3 419	3 522	4 081
Дебиторская задолженность	1 814	2 179	2 648	2 573	2 702	2 810	2 894	2 981
Запасы	740	599	647	691	733	773	796	820
Прочие оборотные активы	2 888	2 190	2 209	2 352	2 470	2 569	2 646	2 725
Основные средства	45 323	47 201	48 089	49 635	50 456	52 166	54 367	56 634
Прочие внеоборотные активы	3 040	3 213	3 393	3 551	3 662	3 796	3 935	4 079
Итого активы	54 292	56 942	59 558	61 151	62 900	65 533	68 160	71 320
Кредиторская задолженность	4 565	4 492	4 721	4 834	5 131	5 410	5 572	5 739
Краткосрочный долг	1 817	1 737	1 940	2 141	2 272	2 396	2 468	2 542
Прочие краткосрочные обязательства	6 227	6 627	6 615	5 871	5 753	5 556	5 723	5 894
Долгосрочный долг	14 665	15 243	15 067	14 872	14 794	14 958	15 407	15 869
Прочие долгосрочные обязательства	5 545	5 872	6 349	6 794	7 270	7 745	8 254	8 794
Капитал и резервы	21 473	22 972	24 866	26 640	27 680	29 469	30 737	32 482
Итого пассивы	54 292	56 942	59 558	61 151	62 900	65 533	68 160	71 320

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Чистая прибыль	2 341	5 039	6 163	6 657	6 933	7 240	7 457	7 681
Внеоборотные расходы	-	-	-	-	-	-	-	-
Амортизация	3 919	4 142	4 410	4 501	4 520	4 274	4 402	4 534
Изменение оборотного капитала	2 728	804	- 318	- 745	- 109	- 165	145	149
Денежные потоки от операций	8 989	9 985	10 255	10 413	11 344	11 349	12 003	12 364
Капиталовложения	- 5 264	- 6 020	- 3 975	- 4 696	- 5 342	- 5 983	- 6 603	- 6 801
Прочие доходы (инвестиции)	- 5 547	- 173	- 1 503	- 1 508	- 111	- 134	- 139	- 144
Денежные потоки от инвестиций	-10 810	- 6 193	- 5 478	- 6 204	- 5 453	- 6 117	- 6 742	- 6 945
Денежные потоки от фин. деятельности	1 451	- 2 716	- 3 765	- 4 432	- 5 363	- 4 688	- 5 159	- 4 860

Сибирьтелеком

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	27 432	29 443	34 327	38 446	41 137	43 605	45 786	47 617
Темп роста (%)		7%	17%	12%	7%	6%	5%	4%
ЕБИТДА	6 679	8 134	10 545	11 918	12 917	13 954	14 651	15 237
Рентабельность (%)	24.3%	27.6%	30.7%	31.0%	31.4%	32.0%	32.0%	32.0%
ЕБИТ	3 379	4 291	5 719	6 696	7 423	8 406	8 980	9 416
Рентабельность (%)	12%	15%	17%	17%	18%	19%	20%	20%
-Налоги на прибыль	807	871	1 179	1 480	1 663	1 930	2 074	2 181
НОРАТ	2 572	3 420	4 540	5 216	5 759	6 476	6 906	7 235
+ Амортизация	3 300	3 843	4 825	5 222	5 494	5 548	5 672	5 821
- Капвложения	-8 788	-11 400	-8 000	-7 400	-5 920	-6 541	-6 868	-7 143
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	1 413	89	405	666	574	721	189	42
Чистый денежный поток	-1 503	-4 048	1 770	3 704	5 908	6 204	5 899	5 956

Основные предположения

WACC	12.9%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	31.5%
Бэта*	1.5
Бэта с учетом долга	1.97
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	15.8%
Стоимость долга	8.7%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	6.6%
WACC	12.9%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	18 877
Конечная стоимость	60 332
Приведенная конечная стоимость	32 932
Стоимость денежных потоков	51 809
Текущий чистый долг (наличность)	16 605
Чистая стоимость компании	35 204
Количество акций (млн.)	12011.4
Стоимость на акцию, руб	2.93
Стоимость на акцию, \$	0.11

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		9.9%	10.9%	11.9%	12.9%	13.9%	14.9%	15.9%
Конечный темп роста (%)	4.5%	4.72	4.10	3.62	3.24	2.92	2.65	2.42
	4.0%	4.39	3.85	3.43	3.08	2.79	2.54	2.33
	3.5%	4.11	3.63	3.25	2.93	2.67	2.44	2.24
	3.0%	4.11	3.63	3.25	2.93	2.67	2.44	2.24
	2.5%	3.86	3.44	3.09	2.80	2.56	2.34	2.16
	2.0%	3.65	3.27	2.95	2.68	2.45	2.26	2.08
	1.5%	3.45	3.11	2.82	2.57	2.36	2.17	2.01

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	27 432	29 443	34 327	38 446	41 137	43 605	45 786	47 617
Операционные расходы	20 753	21 309	23 782	26 528	28 220	29 652	31 134	32 380
Амортизация	3 300	3 843	4 825	5 222	5 494	5 548	5 672	5 821
Операционная прибыль	3 379	4 291	5 719	6 696	7 423	8 406	8 980	9 416
ЕБИТДА	6 679	8 134	10 545	11 918	12 917	13 954	14 651	15 237
Чистые процентные расходы	957	1 511	1 936	1 907	2 011	2 125	1 943	1 721
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	2 422	2 809	3 804	4 774	5 366	6 226	6 690	7 035
Налоги на прибыль	807	871	1 179	1 480	1 663	1 930	2 074	2 181
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	1 615	1 938	2 625	3 294	3 702	4 296	4 616	4 854

Баланс

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	533	559	824	1 538	1 645	1 744	2 289	2 381
Дебиторская задолженность	1 888	2 122	2 473	2 770	2 964	3 142	3 299	3 561
Запасы	539	525	554	581	580	569	554	665
Прочие оборотные активы	2 428	2 532	2 609	2 730	2 715	2 660	2 793	2 905
Основные средства	31 045	38 602	41 777	43 955	44 380	45 374	46 570	47 891
Прочие внеоборотные активы	3 609	4 001	4 457	4 847	5 198	5 290	5 732	5 842
Итого активы	40 042	48 342	52 694	56 421	57 483	58 779	61 237	63 246
Кредиторская задолженность	3 583	3 678	3 975	4 361	4 639	5 037	5 118	5 323
Краткосрочный долг	739	829	829	829	829	829	829	830
Прочие краткосрочные обязательства	5 170	5 418	5 973	6 690	7 158	7 587	7 967	8 285
Долгосрочный долг	9 291	13 428	14 986	13 809	10 051	5 687	4 265	4 258
Прочие долгосрочные обязательства	4 044	5 753	5 065	5 544	5 896	6 285	6 127	6 390
Капитал и резервы	17 215	19 237	21 866	25 189	28 910	33 354	36 932	38 159
Итого пассивы	40 042	48 342	52 694	56 421	57 483	58 779	61 237	63 246

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Чистая прибыль	1 615	1 938	2 625	3 294	3 702	4 296	4 616	4 854
Внеоборотные расходы	-	- 29	- 21	15	46	55	346	660
Амортизация	3 300	3 843	4 825	5 222	5 494	5 548	5 672	5 821
Изменение оборотного капитала	1 413	89	405	666	574	721	189	42
Денежные потоки от операций	6 328	5 841	7 834	9 197	9 817	10 619	10 824	11 378
Капиталовложения	- 8 788	-11 400	- 8 000	- 7 400	- 5 920	- 6 541	- 6 868	- 7 143
Прочие доходы (инвестиции)	- 685	- 378	- 455	- 405	- 274	- 114	- 438	- 169
Денежные потоки от инвестиций	- 9 473	-11 778	- 8 455	- 7 805	- 6 194	- 6 655	- 7 306	- 7 311
Денежные потоки от фин. деятельности	2 387	4 503	1 827	- 948	- 3 596	- 4 019	- 2 681	- 4 132

Центртелеком

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	28 701	28 386	31 538	35 322	37 795	40 062	41 665	43 331
Темп роста (%)		-1%	11%	12%	7%	6%	4%	4%
ЕБИТДА	7 127	9 248	11 191	11 480	12 170	12 980	13 624	14 256
Рентабельность (%)	24.8%	32.6%	35.5%	32.5%	32.2%	32.4%	32.7%	32.9%
ЕБИТ	2 266	3 977	6 019	6 404	7 023	7 610	8 249	8 721
Рентабельность (%)	8%	14%	19%	18%	19%	19%	20%	20%
-Налоги на прибыль	421	928	1 510	1 670	1 891	2 098	2 358	2 569
НОРАТ	1 846	3 049	4 509	4 734	5 132	5 512	5 891	6 153
+ Амортизация	4 861	5 271	5 172	5 076	5 147	5 370	5 376	5 535
- Капвложения	-5 240	-3 936	-5 512	-6 084	-6 937	-6 490	-6 403	-6 700
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	8 623	-12 011	-25	199	95	64	114	57
Чистый денежный поток	10 089	-7 627	4 144	3 924	3 438	4 456	4 977	5 044

Основные предположения

WACC	13.9%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	36.1%
Бэта*	1.5
Бэта с учетом долга	2.04
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	16.1%
Стоимость долга	13.1%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	10.0%
WACC	13.9%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	16 870
Конечная стоимость	46 330
Приведенная конечная стоимость	24 182
Стоимость денежных потоков	41 052
Текущий чистый долг (наличность)	17 203
Чистая стоимость компании	23 850
Количество акций (млн.)	1578
Стоимость на акцию, руб	15.1
Стоимость на акцию, \$	0.58

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		10.9%	11.9%	12.9%	13.9%	14.9%	15.9%	16.9%
Конечный темп роста (%)	4.5%	23.50	20.71	18.46	16.60	15.02	13.67	12.49
	4.0%	22.05	19.57	17.53	15.82	14.36	13.10	12.00
	3.5%	20.78	18.54	16.68	15.11	13.76	12.58	11.54
	3.0%	20.78	18.54	16.68	15.11	13.76	12.58	11.54
	2.5%	19.65	17.61	15.91	14.46	13.20	12.09	11.11
	2.0%	18.63	16.77	15.21	13.86	12.68	11.64	10.71
	1.5%	17.71	16.01	14.56	13.30	12.20	11.22	10.34

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	28 701	28 386	31 538	35 322	37 795	40 062	41 665	43 331
Операционные расходы	18 048	15 160	16 136	19 074	20 522	21 674	22 541	23 442
Амортизация	4 861	5 271	5 172	5 076	5 147	5 370	5 376	5 535
Операционная прибыль	2 266	3 977	6 019	6 404	7 023	7 610	8 249	8 721
ЕБИТДА	7 127	9 248	11 191	11 480	12 170	12 980	13 624	14 256
Чистые процентные расходы	2 495	883	1 148	1 016	924	843	643	435
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	- 228	3 094	4 871	5 387	6 099	6 768	7 606	8 286
Налоги на прибыль	421	928	1 510	1 670	1 891	2 098	2 358	2 569
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	- 649	2 166	3 361	3 717	4 208	4 670	5 248	5 717

Баланс

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	995	852	1 293	1 943	2 079	2 203	2 292	2 383
Дебиторская задолженность	1 877	2 045	2 272	2 545	2 723	2 887	3 002	3 122
Запасы	514	457	486	575	618	653	679	706
Прочие оборотные активы	1 639	1 646	1 829	2 049	2 192	2 324	2 417	2 513
Основные средства	30 177	30 423	30 763	31 771	33 561	34 681	35 709	36 875
Прочие внеоборотные активы	5 421	5 401	5 645	5 860	6 004	6 134	6 188	6 283
Итого активы	40 622	40 824	42 289	44 743	47 177	48 882	50 287	51 883
Кредиторская задолженность	3 419	2 617	2 697	3 135	3 374	3 563	3 767	3 918
Краткосрочный долг	2 264	2 105	2 126	2 147	2 169	2 190	2 212	2 234
Прочие краткосрочные обязательства	13 512	2 419	2 744	3 073	3 288	3 485	3 625	3 770
Долгосрочный долг	6 825	16 067	14 230	13 013	11 626	10 328	9 047	7 707
Прочие долгосрочные обязательства	3 306	4 053	3 619	4 217	4 537	4 792	4 984	5 311
Капитал и резервы	11 297	13 564	16 875	19 150	22 185	24 524	26 653	28 943
Итого пассивы	40 622	40 824	42 289	44 743	47 177	48 882	50 287	51 883

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Чистая прибыль	- 649	2 166	3 361	3 717	4 208	4 670	5 248	5 717
Внеоборотные расходы	-	-	-	-	-	-	-	-
Амортизация	4 861	5 271	5 172	5 076	5 147	5 370	5 376	5 535
Изменение оборотного капитала	8 623	-12 011	- 25	199	95	64	114	57
Денежные потоки от операций	12 834	- 4 575	8 508	8 992	9 451	10 103	10 737	11 309
Капиталовложения	- 5 240	- 3 936	- 5 512	- 6 084	- 6 937	- 6 490	- 6 403	- 6 700
Прочие доходы (инвестиции)	- 331	- 1 562	- 239	- 220	- 123	- 113	- 79	- 83
Денежные потоки от инвестиций	- 5 571	- 5 498	- 5 751	- 6 304	- 7 060	- 6 603	- 6 483	- 6 783
Денежные потоки от фин. деятельности	- 7 681	9 932	- 2 301	- 2 032	- 2 227	- 3 352	- 4 186	- 4 417

Дальсвязь

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	10 696	10 688	11 695	12 514	13 140	13 797	14 349	14 779
Темп роста (%)		0%	9%	7%	5%	5%	4%	3%
ЕБИТДА	2 406	3 388	3 827	4 105	4 336	4 553	4 735	4 877
Рентабельность (%)	22.5%	31.7%	32.7%	32.8%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
ЕБИТ	1 359	2 250	2 576	2 777	3 037	3 211	3 331	3 395
Рентабельность (%)	13%	21%	22%	22%	23%	23%	23%	23%
-Налоги на прибыль	488	472	556	704	799	866	908	924
НОРАТ	872	1 778	2 019	2 072	2 238	2 345	2 423	2 471
+ Амортизация	1 046	1 138	1 252	1 328	1 299	1 342	1 404	1 482
- Капвложения	-1 504	-2 009	-1 403	-1 627	-1 708	-1 932	-2 152	-2 217
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	483	-471	-170	-115	67	74	64	50
Чистый денежный поток	896	436	1 698	1 659	1 896	1 829	1 739	1 787

Основные предположения

WACC	14.0%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	19.0%
Бэта*	1.5
Бэта с учетом долга	1.78
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	14.8%
Стоимость долга	13.8%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	10.5%
WACC	14.0%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	7 803
Конечная стоимость	16 233
Приведенная конечная стоимость	8 429
Стоимость денежных потоков	16 232
Текущий чистый долг (наличность)	2 419
Чистая стоимость компании	13 812
Количество акций (млн.)	95.6
Стоимость на акцию, руб	144
Стоимость на акцию, \$	5.48

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
Конечный темп роста (%)	4.5%	199.87	181.23	166.34	154.12	143.86	135.09	127.48
	4.0%	190.23	173.67	160.24	149.09	139.63	131.48	124.36
	3.5%	181.75	166.92	154.74	144.50	135.74	128.14	121.46
	3.0%	181.75	166.92	154.74	144.50	135.74	128.14	121.46
	2.5%	174.25	160.88	149.75	140.31	132.17	125.05	118.76
	2.0%	167.57	155.42	145.20	136.46	128.86	122.18	116.24
	1.5%	161.58	150.48	141.05	132.91	125.80	119.50	113.88

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	10 696	10 688	11 695	12 514	13 140	13 797	14 349	14 779
Операционные расходы	7 271	6 078	6 526	7 095	7 424	7 781	8 093	8 335
Амортизация	1 046	1 138	1 252	1 328	1 299	1 342	1 404	1 482
Операционная прибыль	1 359	2 250	2 576	2 777	3 037	3 211	3 331	3 395
ЕБИТДА	2 406	3 388	3 827	4 105	4 336	4 553	4 735	4 877
Чистые процентные расходы	260	564	589	429	373	324	304	315
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	1 099	1 686	1 987	2 348	2 664	2 887	3 027	3 079
Налоги на прибыль	488	472	556	704	799	866	908	924
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	611	1 214	1 431	1 643	1 865	2 021	2 119	2 155

Баланс

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	158	1 518	2 573	2 127	2 234	2 345	2 439	2 512
Дебиторская задолженность	827	1 054	1 154	1 234	1 296	1 361	1 415	1 458
Запасы	383	316	340	369	386	405	421	434
Прочие оборотные активы	563	546	608	651	683	717	746	769
Основные средства	11 048	11 920	12 071	12 370	12 780	13 369	14 118	14 852
Прочие внеоборотные активы	1 149	1 430	1 607	1 679	1 759	1 831	1 923	2 001
Итого активы	14 128	16 783	18 353	18 431	19 138	20 029	21 063	22 025
Кредиторская задолженность	1 902	1 732	1 788	1 944	2 034	2 132	2 217	2 284
Краткосрочный долг	339	133	143	156	163	171	177	183
Прочие краткосрочные обязательства	2 092	1 924	1 871	1 752	1 840	1 932	2 009	2 069
Долгосрочный долг	726	2 779	4 093	3 128	2 628	2 069	2 152	2 217
Прочие долгосрочные обязательства	2 214	2 144	2 200	2 265	2 336	2 413	2 497	2 589
Капитал и резервы	6 856	8 072	8 257	9 186	10 137	11 312	12 010	12 684
Итого пассивы	14 128	16 783	18 353	18 431	19 138	20 029	21 063	22 025

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Чистая прибыль	611	1 214	1 431	1 643	1 865	2 021	2 119	2 155
Внеоборотные расходы	-	-	-	-	-	-	-	-
Амортизация	1 046	1 138	1 252	1 328	1 299	1 342	1 404	1 482
Изменение оборотного капитала	483	- 471	- 170	- 115	67	74	64	50
Денежные потоки от операций	2 140	1 881	2 513	2 857	3 231	3 436	3 587	3 688
Капиталовложения	- 1 504	- 2 009	- 1 403	- 1 627	- 1 708	- 1 932	- 2 152	- 2 217
Прочие доходы (инвестиции)	- 869	- 279	- 179	- 72	- 68	- 84	- 89	- 81
Денежные потоки от инвестиций	- 2 373	- 2 289	- 1 582	- 1 698	- 1 776	- 2 015	- 2 242	- 2 298
Денежные потоки от фин. деятельности	40	1 779	135	- 1 602	- 1 336	- 1 320	- 1 247	- 1 320

Волгателеком

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	23 756	25 457	28 891	30 769	32 308	33 600	34 608	35 646
Темп роста (%)		7%	13%	6%	5%	4%	3%	3%
ЕБИТДА	8 138	10 104	12 007	12 492	12 858	13 238	13 566	13 688
Рентабельность (%)	34.3%	39.7%	41.6%	40.6%	39.8%	39.4%	39.2%	38.4%
ЕБИТ	4 720	6 253	7 873	8 260	8 618	8 936	9 193	9 092
Рентабельность (%)	20%	25%	27%	27%	27%	27%	27%	26%
-Налоги на прибыль	1 392	1 418	1 978	2 077	2 169	2 255	2 323	2 285
НОРАТ	3 329	4 835	5 895	6 184	6 450	6 681	6 870	6 806
+ Амортизация	3 418	3 851	4 134	4 232	4 240	4 303	4 373	4 596
- Капвложения	0	-6 874	-5 778	-5 538	-5 815	-6 048	-6 229	-6 416
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	1 230	-325	654	271	251	195	145	197
Чистый денежный поток	7 976	1 487	4 904	5 148	5 125	5 131	5 159	5 184

Основные предположения

WACC	13.3%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	15.6%
Бэта*	1.5
Бэта с учетом долга	1.73
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	14.6%
Стоимость долга	8.8%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	6.7%
WACC	13.3%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	22 875
Конечная стоимость	50 327
Приведенная конечная стоимость	26 956
Стоимость денежных потоков	49 831
Текущий чистый долг (наличность)	7 617
Чистая стоимость компании	42 214
Количество акций (млн.)	246
Стоимость на акцию, руб	172
Стоимость на акцию, \$	6.53

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		10.3%	11.3%	12.3%	13.3%	14.3%	15.3%	16.3%
Конечный темп роста (%)	4.5%	246.66	220.77	200.59	184.34	170.92	159.60	149.89
	4.0%	233.03	210.34	192.34	177.64	165.36	154.91	145.87
	3.5%	221.22	201.14	184.96	171.58	160.29	150.59	142.15
	3.0%	221.22	201.14	184.96	171.58	160.29	150.59	142.15
	2.5%	210.89	192.97	178.32	166.08	155.64	146.61	138.70
	2.0%	201.77	185.66	172.32	161.05	151.36	142.92	135.48
	1.5%	193.67	179.07	166.86	156.44	147.41	139.50	132.48

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	23 756	25 457	28 891	30 769	32 308	33 600	34 608	35 646
Операционные расходы	13 344	12 874	14 231	15 323	16 348	17 136	17 719	18 536
Амортизация	3 418	3 851	4 134	4 232	4 240	4 303	4 373	4 596
Операционная прибыль	4 720	6 253	7 873	8 260	8 618	8 936	9 193	9 092
ЕБИТДА	8 138	10 104	12 007	12 492	12 858	13 238	13 566	13 688
Чистые процентные расходы	728	1 188	1 280	1 337	1 389	1 420	1 449	1 474
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	3 992	5 065	6 593	6 923	7 230	7 516	7 743	7 618
Налоги на прибыль	1 392	1 418	1 978	2 077	2 169	2 255	2 323	2 285
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	2 601	3 647	4 615	4 846	5 061	5 261	5 420	5 333

Баланс

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	1 339	1 120	2 277	2 015	2 307	2 292	2 076	2 139
Дебиторская задолженность	1 296	1 534	1 575	1 678	1 761	1 832	1 887	1 943
Запасы	544	564	624	672	717	751	777	813
Прочие оборотные активы	1 578	1 680	1 791	1 908	2 003	2 083	2 146	2 210
Основные средства	28 526	30 173	31 818	33 125	34 700	36 445	38 301	40 121
Прочие внеоборотные активы	3 687	4 337	4 656	4 874	5 109	5 353	5 597	5 839
Итого активы	36 970	39 410	42 743	44 271	46 600	48 758	50 785	53 065
Кредиторская задолженность	3 572	3 421	3 782	4 072	4 344	4 554	4 709	4 926
Краткосрочный долг	684	1 411	1 365	1 469	1 568	1 643	1 699	1 777
Прочие краткосрочные обязательства	3 123	3 309	3 756	4 000	4 200	4 368	4 499	4 634
Долгосрочный долг	7 590	8 070	8 956	9 231	9 369	9 408	9 344	9 268
Прочие долгосрочные обязательства	3 223	3 293	3 525	3 621	3 695	3 760	3 810	3 864
Капитал и резервы	18 779	19 905	21 359	21 878	23 424	25 025	26 724	28 596
Итого пассивы	36 970	39 410	42 743	44 271	46 600	48 758	50 785	53 065

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Чистая прибыль	2 601	3 647	4 615	4 846	5 061	5 261	5 420	5 333
Внеоборотные расходы	-	-	-	-	-	-	-	-
Амортизация	3 418	3 851	4 134	4 232	4 240	4 303	4 373	4 596
Изменение оборотного капитала	1 230	- 325	654	271	251	195	145	197
Денежные потоки от операций	7 248	7 173	9 402	9 349	9 552	9 759	9 939	10 126
Капиталовложения	-	- 6 874	- 5 778	- 5 538	- 5 815	- 6 048	- 6 229	- 6 416
Прочие доходы (инвестиции)	- 7 464	725	- 318	- 219	- 235	- 244	- 244	- 242
Денежные потоки от инвестиций	- 7 464	- 6 149	- 6 096	- 5 757	- 6 050	- 6 292	- 6 474	- 6 658
Денежные потоки от фин. деятельности	1 133	- 1 242	- 2 089	- 3 852	- 3 204	- 3 480	- 3 679	- 3 405

ЮТК

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	18 774	16 998	18 753	19 972	21 070	22 124	23 009	23 699
Темп роста (%)		-9%	10%	6%	5%	5%	4%	3%
ЕБИТДА	4 944	5 468	6 625	6 870	7 227	7 411	7 685	7 844
Рентабельность (%)	26.3%	32.2%	35.3%	34.4%	34.3%	33.5%	33.4%	33.1%
ЕБИТ	1 768	2 748	3 699	3 875	3 940	3 960	4 096	4 147
Рентабельность (%)	9%	16%	20%	19%	19%	18%	18%	18%
-Налоги на прибыль	214	326	568	645	700	763	888	961
НОРАТ	1 554	2 422	3 132	3 230	3 240	3 197	3 208	3 186
+ Амортизация	3 176	2 720	2 925	2 996	3 287	3 451	3 589	3 697
- Капвложения	0	-2 380	-2 907	-2 496	-3 477	-3 540	-3 681	-3 792
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	4 979	-3 190	-1 001	-788	-424	215	283	474
Чистый денежный поток	9 708	-427	2 149	2 941	2 626	3 324	3 398	3 565

Основные предположения

WACC	12.5%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	60.1%
Бэта*	1.5
Бэта с учетом долга	2.40
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	17.9%
Стоимость долга	11.7%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	8.9%
WACC	12.5%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	13 272
Конечная стоимость	37 511
Приведенная конечная стоимость	20 812
Стоимость денежных потоков	34 083
Текущий чистый долг (наличность)	20 142
Чистая стоимость компании	13 941
Количество акций (млн.)	2961
Стоимость на акцию, руб	4.7
Стоимость на акцию, \$	0.18

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		9.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%	14.5%	15.5%
Конечный темп роста (%)	4.5%	10.08	8.16	6.72	5.59	4.68	3.92	3.29
	4.0%	9.05	7.40	6.13	5.12	4.30	3.61	3.02
	3.5%	8.17	6.74	5.61	4.70	3.95	3.32	2.77
	3.0%	8.17	6.74	5.61	4.70	3.95	3.32	2.77
	2.5%	7.41	6.15	5.15	4.33	3.64	3.05	2.54
	2.0%	6.76	5.64	4.73	3.98	3.35	2.80	2.33
	1.5%	6.18	5.18	4.36	3.67	3.08	2.58	2.13

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	18 774	16 998	18 753	19 972	21 070	22 124	23 009	23 699
Операционные расходы	11 838	9 305	9 813	10 905	11 631	12 367	12 885	13 343
Амортизация	3 176	2 720	2 925	2 996	3 287	3 451	3 589	3 697
Операционная прибыль	1 768	2 748	3 699	3 875	3 940	3 960	4 096	4 147
ЕБИТДА	4 944	5 468	6 625	6 870	7 227	7 411	7 685	7 844
Чистые процентные расходы	2 611	1 585	1 807	1 725	1 607	1 417	1 137	943
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	- 843	1 163	1 892	2 150	2 333	2 543	2 959	3 204
Налоги на прибыль	214	326	568	645	700	763	888	961
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	- 1 057	837	1 325	1 505	1 633	1 780	2 071	2 243

Баланс

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	772	680	938	999	1 054	1 106	1 150	1 706
Дебиторская задолженность	756	1 676	1 850	1 970	2 078	2 182	2 269	2 337
Запасы	860	484	511	568	605	644	671	695
Прочие оборотные активы	1 288	851	975	1 039	1 096	1 150	1 196	1 232
Основные средства	33 081	32 741	32 723	32 223	32 413	32 501	32 593	32 688
Прочие внеоборотные активы	2 969	3 154	3 416	3 518	3 598	3 668	3 727	3 775
Итого активы	39 727	39 590	40 415	40 327	40 844	41 252	41 617	42 434
Кредиторская задолженность	3 795	3 314	3 495	3 884	4 142	4 405	4 589	4 752
Краткосрочный долг	2 227	2 753	2 823	2 988	2 868	3 049	3 177	3 290
Прочие краткосрочные обязательства	11 185	8 584	7 689	6 750	6 268	6 416	6 673	7 110
Долгосрочный долг	8 455	10 199	10 127	8 987	8 217	6 195	4 096	3 555
Прочие долгосрочные обязательства	4 409	4 249	4 463	4 394	4 389	4 447	4 270	3 794
Капитал и резервы	9 655	10 490	11 818	13 324	14 959	16 740	18 812	19 934
Итого пассивы	39 727	39 590	40 415	40 327	40 844	41 252	41 617	42 434

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Чистая прибыль	- 1 057	837	1 325	1 505	1 633	1 780	2 071	2 243
Внеоборотные расходы	-	-	-	-	-	-	-	-
Амортизация	3 176	2 720	2 925	2 996	3 287	3 451	3 589	3 697
Изменение оборотного капитала	4 979	- 3 190	- 1 001	- 788	- 424	215	283	474
Денежные потоки от операций	7 097	367	3 249	3 713	4 496	5 446	5 943	6 414
Капиталовложения	-	- 2 380	- 2 907	- 2 496	- 3 477	- 3 540	- 3 681	- 3 792
Прочие доходы (инвестиции)	- 2 668	- 185	- 261	- 103	- 80	- 70	- 60	- 48
Денежные потоки от инвестиций	- 2 668	- 2 565	- 3 168	- 2 599	- 3 556	- 3 609	- 3 741	- 3 840
Денежные потоки от фин. деятельности	- 4 124	2 108	215	- 1 043	- 894	- 1 782	- 2 147	- 2 025

Северо-Западный Телеком

Прогноз денежного потока

в млн. руб.	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	20 542	20 396	24 554	27 255	29 162	30 621	31 845	33 119
Темп роста (%)		-1%	20%	11%	7%	5%	4%	4%
ЕБИТДА	5 611	6 528	8 524	9 485	10 236	10 809	11 241	11 691
Рентабельность (%)	27.3%	32.0%	34.7%	34.8%	35.1%	35.3%	35.3%	35.3%
ЕБИТ	2 587	2 798	3 928	4 720	5 362	5 719	6 019	6 271
Рентабельность (%)	13%	14%	16%	17%	18%	19%	19%	19%
-Налоги на прибыль	578	658	978	1 202	1 384	1 488	1 578	1 651
НОРАТ	2 009	2 140	2 950	3 518	3 978	4 231	4 441	4 620
+ Амортизация	3 025	3 730	4 596	4 764	4 874	5 090	5 223	5 420
- Капвложения	0	-5 813	-5 647	-5 451	-5 249	-4 899	-5 414	-5 630
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-2 125	1 874	-11	-254	160	123	108	112
Чистый денежный поток	2 908	1 930	1 888	2 578	3 763	4 544	4 357	4 522

Основные предположения

WACC	13.1%
Конечный темп роста	3.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	17.9%
Бэта*	1.5
Бэта с учетом долга	1.77
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	14.7%
Стоимость долга	7.2%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	5.5%
WACC	13.1%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	15 362
Конечная стоимость	44 840
Приведенная конечная стоимость	24 247
Стоимость денежных потоков	39 609
Текущий чистый долг (наличность)	7 979
Чистая стоимость компании	31 631
Количество акций (млн.)	881
Стоимость на акцию, руб	35.9
Стоимость на акцию, \$	1.34

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		10.1%	11.1%	12.1%	13.1%	14.1%	15.1%	16.1%
Конечный темп роста (%)	4.5%	55.25	48.52	43.33	39.19	35.79	32.93	30.50
	4.0%	51.68	45.81	41.20	37.47	34.36	31.74	29.48
	3.5%	48.59	43.43	39.30	35.91	33.07	30.64	28.53
	3.0%	48.59	43.43	39.30	35.91	33.07	30.64	28.53
	2.5%	45.90	41.32	37.60	34.50	31.88	29.63	27.66
	2.0%	43.54	39.43	36.06	33.22	30.79	28.69	26.84
	1.5%	41.45	37.74	34.66	32.04	29.79	27.82	26.08

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	20 542	20 396	24 554	27 255	29 162	30 621	31 845	33 119
Операционные расходы	14 930	13 868	16 030	17 770	18 926	19 811	20 604	21 428
Амортизация	3 025	3 730	4 596	4 764	4 874	5 090	5 223	5 420
Операционная прибыль	2 587	2 798	3 928	4 720	5 362	5 719	6 019	6 271
ЕБИТДА	5 611	6 528	8 524	9 485	10 236	10 809	11 241	11 691
Чистые процентные расходы	596	603	655	713	749	758	758	766
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	1 990	2 194	3 273	4 007	4 613	4 961	5 261	5 504
Налоги на прибыль	578	658	978	1 202	1 384	1 488	1 578	1 651
Доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	1 412	1 536	2 295	2 805	3 229	3 473	3 683	3 853

Баланс

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	152	510	614	681	875	1 654	2 261	2 881
Дебиторская задолженность	1 182	1 341	1 614	1 792	1 918	2 013	2 094	2 178
Запасы	300	342	395	438	467	489	508	528
Прочие оборотные активы	2 208	1 836	2 210	2 453	2 625	2 756	2 866	2 981
Основные средства	26 643	28 726	29 777	30 464	31 813	32 641	33 876	35 170
Прочие внеоборотные активы	10 398	10 695	12 553	13 488	14 380	14 741	15 326	15 935
Итого активы	40 883	43 449	47 166	49 316	52 077	54 365	56 932	59 674
Кредиторская задолженность	1 614	1 710	1 976	2 191	2 333	2 443	2 540	2 642
Краткосрочный долг	596	304	351	389	415	434	452	470
Прочие краткосрочные обязательства	1 838	3 671	3 929	3 816	4 083	4 287	4 458	4 637
Долгосрочный долг	8 177	8 158	9 330	10 084	10 498	11 023	11 464	11 923
Прочие долгосрочные обязательства	4 981	5 162	5 312	5 474	5 637	5 808	5 990	6 243
Капитал и резервы	23 676	24 444	26 268	27 362	29 110	30 371	32 028	33 760
Итого пассивы	40 883	43 449	47 166	49 316	52 077	54 365	56 932	59 674

Отчет о движении денежных средств

в млн. руб.	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Чистая прибыль	1 412	1 536	2 295	2 805	3 229	3 473	3 683	3 853
Внеоборотные расходы	-	-	-	-	-	-	-	-
Амортизация	3 025	3 730	4 596	4 764	4 874	5 090	5 223	5 420
Изменение оборотного капитала	- 2 125	1 874	- 11	- 254	160	123	108	112
Денежные потоки от операций	2 312	7 140	6 881	7 315	8 263	8 685	9 013	9 385
Капиталовложения	-	- 5 813	- 5 647	- 5 451	- 5 249	- 4 899	- 5 414	- 5 630
Прочие доходы (инвестиции)	- 8 252	- 297	- 1 858	- 935	- 1 867	- 1 380	- 1 629	- 1 693
Денежные потоки от инвестиций	- 8 252	- 6 110	- 7 506	- 6 386	- 7 116	- 6 279	- 7 043	- 7 323
Денежные потоки от фин. деятельности	6 874	- 899	898	- 757	- 878	- 1 497	- 1 386	- 1 391

	EBITDA Margin	P/E	P/BV	EV/EBITDA		P/S	P/EBITDA	ROA	ROE
				2006	2007				
Deutsche Telekom	34%	11.3	1.2	5.0	5.0	1.0	3.1	4%	13%
Telstra	42%	17.3	4.4	5.9	5.7	2.4	5.8	9%	24%
Telekom Austria	40%	17.9	3.3	6.3	6.4	2.1	5.1	5%	15%
Belgacom	46%	18.6	5.3	4.4	4.5	2.0	5.2	17%	43%
BT	28%	9.4	7.7	5.9	5.8	1.3	4.7	6%	0%
France Telecom	39%	11.7	2.3	4.6	4.6	1.1	2.8	6%	28%
Hellenic Telecom	35%	25.1	3.6	4.7	4.3	2.8	8.2	6%	17%
Telecom Italia	43%	15.5	1.8	6.5	6.3	1.5	3.6	4%	15%
NT&T	31%	19.5	1.3	4.3	4.3	0.8	2.8	3%	7%
KPN	41%	14.6	5.4	5.9	5.8	2.0	4.9	7%	34%
Portugal Telecom	38%	13.3	5.1	6.4	6.3	1.9	4.8	6%	42%
Telefonica	40%	17.3	5.2	6.3	6.0	1.7	4.4	7%	38%
Sprint Nextel	29%	16.6	1.0	5.4	5.9	1.3	4.4	2%	5%
AT&T	32%	16.2	1.3	4.7	4.5	2.3	7.4	4%	9%
Verizon	32%	15.7	2.3	5.5	5.2	1.2	3.8	3%	14%
Elisa	29%	23.7	2.9	7.7	7.2	2.5	8.7	7%	12%
Среднее по развитым странам	36%	16.5	3.4	5.6	5.5	1.7	5.0	6%	21%
Telecom Argentina	35%	N/A	6.6	5.0	4.1	1.9	6.0	13%	N/A
Telecomunicacoes de Sao	46%	9.9	2.4	3.2	3.1	1.8	3.9	14%	24%
Tele Norte Leste	40%	10.1	1.3	5.2	5.0	0.7	1.8	4%	14%
Brasil Telecom	29%	12.0	1.2	3.6	3.3	0.8	3.3	0%	2%
Embratel participacoes	17%	N/A	0.9	4.3	4.2	0.8	4.7	-1%	-1%
Empresa nacional de Telecom	39%	17.1	3.2	N/A	N/A	2.1	5.5	9%	19%
CIA Telecomunicacion Chile	51%	N/A	1.3	N/A	N/A	2.1	4.1	1%	3%
Eesti Telekom	41%	19.4	4.8	6.6	6.1	3.8	9.1	22%	24%
Magyar Telekom	39%	13.5	2.0	5.4	5.3	1.6	4.0	7%	15%
Bezeq	33%	22.8	2.3	4.7	4.5	1.5	4.5	3%	8%
Telefonos de Mexico	42%	12.5	3.4	5.4	5.2	2.0	4.9	11%	27%
KT	35%	8.6	1.2	3.5	3.5	0.5	1.5	4%	14%
Ukrtelecom	28%	40.4	2.7	5.5	3.9	3.2	11.2	5%	7%
Среднее по развивающимся странам	36%	16.6	2.6	4.8	4.4	1.8	5.0	7%	13%
Сибирьтелеком	28%	18.7	2.2	6.5	5.0	1.2	4.4	4%	10%
Дальсвязь	32%	8.5	1.4	3.8	3.3	1.0	3.1	7%	15%
Центртелеком	33%	14.1	3.2	5.2	4.3	1.1	3.3	5%	16%
Уралсвязьинформ	34%	11.8	2.8	6.6	5.6	1.8	5.3	9%	22%
ЮТК	32%	16.0	1.6	6.1	5.1	0.8	2.4	2%	8%
СЗТ	32%	23.9	1.6	6.8	5.2	1.8	5.6	4%	6%
Волгателеком	40%	11.3	2.5	4.8	4.1	1.6	4.1	9%	18%
Среднее по МРК	33%	14.9	2.2	5.7	4.7	1.3	4.0	6%	14%
Премия (дисконт) МРК к развитым странам		-10%	-35%	2%	-15%	-24%	-19%		
Премия (дисконт) МРК к развивающимся странам		-11%	-14%	19%	6%	-25%	-19%		

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Нефтехимия и нефтепереработка

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Телекоммуникации

Мусиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Веселова Ольга
Veselova_OV@mmbank.ru

Стратегия

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Банковский сектор

Веселова Ольга
Veselova_OV@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Отдел анализа долговых рынков

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.