Телекоммуникации

Региональные телекомы: в поисках скрытой стоимости

Андрей Богданов (7 095) 795-3613 ABogdanov@alfabank.ru
Светлана Суханова (7 095) 795-3742 SSukhanova@alfabank.ru

23 апреля 2004 г. www.alfabank.ru Москва

Илл. 1. Финансовые и стоимостные показатели межрегиональных компаний связи по МСФО

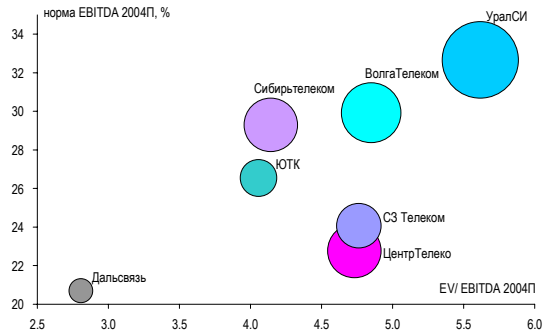
	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			Расчетная цена, обыкн.	Рекомендация	Расчетная цена, привил.	Рекомендация
	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	$		$	
ЦентрТелеком	1,1	1,0	0,9	4,7	4,2	3,5	34	34	18	0,39	ДЕРЖАТЬ	0,29	ДЕРЖАТЬ
С.-Зап. Телеком	1,1	0,9	0,9	4,8	2,8	3,2	17	6	8	0,63	ДЕРЖАТЬ	0,47	ДЕРЖАТЬ
ЮТК	1,1	1,0	0,9	4,0	3,4	3,0	18	16	10	0,14	ПОКУПАТЬ	0,11	ПОКУПАТЬ
ВолгаТелеком	1,4	1,3	1,2	4,8	4,1	3,6	12	10	8	3,45	ДЕРЖАТЬ	2,59	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	1,8	1,5	1,4	5,4	4,2	3,9	12	8	7	0,05	ПОКУПАТЬ	0,04	ПОКУПАТЬ
Сибирьтелеком	1,2	1,1	1,0	4,0	3,4	2,9	6	4	4	0,07	ПОКУПАТЬ	0,05	ПОКУПАТЬ
Дальсвязь	0,6	0,5	0,5	2,8	2,3	1,9	3	5	5	1,97	ПОКУПАТЬ	1,47	ПОКУПАТЬ
Средняя	***1,2***	***1,0***	***1,0***	***4,4***	***3,5***	***3,2***	***15***	***12***	***9***				

Источник: оценка Альфа-Банка

Основные выводы

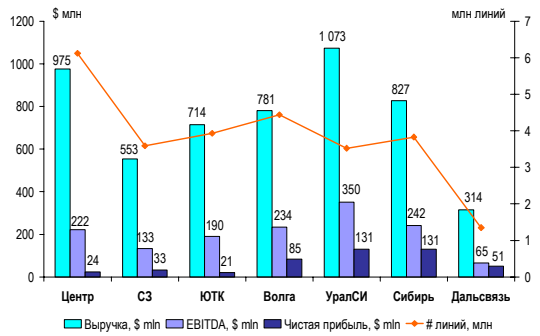
- **Средняя российская семья готова тратить на услуги связи 2,5% своего совокупного дохода.** По нашим оценкам, семьи готовы тратить на услуги связи 2,5% своего совокупного дохода (к 2012 г. – до 2,9%). в 2002 г. на телеком услуги приходилось лишь 1,5% бюджета. Т.о., у компаний связи есть большой потенциал роста выручки.
- **В 2004 г. средняя норма EBITDA по российским МРК составит 27%, что указывает на относительно низкую эффективность их бизнеса по сравнению с аналогичными зарубежными компаниями.** На наш взгляд, основной недостаток компаний связи заключается в их низкой эффективности – на одного занятого в этих компаниях приходится в среднем лишь 85 линий, тогда как в большинстве стран Восточной Европы – 350. в этой ситуации рост расходов на персонал ведет к тому, что показатели рентабельности у российских МРК оказываются ниже, чем у аналогичных зарубежных компаний (по нашим оценкам, в 2004 г. средняя норма EBITDA у МРК составит 27%).
- **Приватизация Связьинвеста будет способствовать росту эффективности региональных компаний связи.** Государство пока не определилось со сроками и механизмом приватизации Связьинвеста. Мы полагаем, что решение все-таки будет принято во второй половине этого или первой половине 2005 г. При возобновлении процесса приватизации Связьинвеста в компанию придет частный собственник, что будет стимулировать ускорение процесса реорганизации. с нашей точки зрения, в целом приватизация Связьинвеста благотворно повлияет на отрасль.
- **Мы рекомендуем инвесторам покупать прежде всего обыкновенные акции Сибирьтелекома и привилегированные Уралсвязьинформа.** После пересмотра наших DCF моделей, мы считаем, что обыкновенные акции Сибирьтелекома и привилегированные Уралсвязьинформа дают оптимальное соотношение качества и потенциала роста (38% и 48%, соответственно).

Илл. 2. Рыночная капитализация МРК



Источник: Bloomberg, оценка Альфа-Банка

Илл. 3. Ключевых показателей МРК в 2004 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

Отдел исследований research@alfabank.ru (095) 795-3676

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилиированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

СОДЕРЖАНИЕ:

Основные положения ... 3

Доходы ... 5

- Рост доходов на 7% в год позволит увеличить потребление телеком услуг ... 5
- Средняя выручка на линию в 2003-06 гг. вырастет на 19-23% ... 9
- Доля доходов от услуг дальней связи снизится в структуре ARPL на 5% к 2006 г. ... 10
- Интернет-услуги и передача данных: к 2012П выручка МРК вырастет на 3-13% ... 12
- Мобильная связь может составлять до 29% выручки МРК ... 13
- Резерв универсального обслуживания: взносы до 3% от выручки телекомов ... 14
- Итоги 2003 г. по РСБУ: выручка выросла, низкие показатели рентабельности ... 15

Затраты, эффективность и развитие ... 17

- Основная проблема – затраты на оплату труда ... 17
- Низкая рентабельность из-за недостаточной эффективности ... 17
- К 2006 г. капитальные вложения снизятся до 20% от выручки ... 18

Риски и катализаторы роста ... 20

- Конкуренция может только усиливаться ... 20
- Корпоративное управление: похвастать нечем ... 21
- Приватизация Связьинвеста – на пользу МРК ... 22
- Среднее соотношение «Чистый долг/EBITDA» – 0,9 ... 23

Оценка стоимости ... 25

- Наш выбор: Сибирьтелеком (обыкн.), Уралсвязьинформ (привил.) ... 25
- МРК входят в группу 20 самых ликвидных компаний 2-го эшелона ... 27
- Дешевые на основе мультипликаторов, при более низких маржах ... 28

Краткие обзоры компаний ... 30

- ЦентрТелеком (*об.* $0,39, ДЕРЖАТЬ; *пр.* $0,29, ДЕРЖАТЬ) ... 31
- Северо-Западный Телеком (об. $0,63, ДЕРЖАТЬ; пр. $0,47, ДЕРЖАТЬ) ... 33
- ЮТК (об. $0,14, ПОКУПАТЬ; пр. $0,11, ПОКУПАТЬ) ... 35
- ВолгаТелеком (об. $3,45, ДЕРЖАТЬ; пр. $2,59, ДЕРЖАТЬ) ... 37
- Уралсвязьинформ (об. $0,05, ПОКУПАТЬ; пр. $0,04, ПОКУПАТЬ) ... 39
- Сибирьтелеком (об. $0,07, ПОКУПАТЬ; пр. $0,05, ПОКУПАТЬ) ... 41
- Дальсвязь (об. $1,97, ПОКУПАТЬ; пр. $1,47, ПОКУПАТЬ) ... 43

Основные положения

Улучшение общеэкономической ситуации позитивно сказывается на бизнесе региональных телекомов

Связь – одна из отраслей, которые больше всего выиграют от сильного роста реальных доходов (2003 г. – +15%, 2004-2005 гг. в среднем +7,4% в год, 2006-2008 гг. – +7,3%) россиян. Связь по своей сути – потребительский сектор, и, следовательно, рост доходов населения и увеличение деловой активности выгодны для предприятий связи, поскольку ведут к росту потребления телекоммуникационных услуг. с другой стороны, укрепление рубля позитивно сказывается на бизнесе региональных телекомов (за исключением расходов на персонал). По нашим расчетам, средняя российская семья готова тратить на телекоммуникационные услуги 2,5% своего совокупного дохода. к 2012 г. этот показатель достигнет 2,86%.

2003-2006 гг. будут периодом активного роста российских компаний связи. Наибольший потенциалом с точки зрения роста расходов населения на связь обладает Уральский регион

По нашим оценкам, средний кумулятивный темп роста выручки у российских межрегиональных компаний связи (МРК) в период 2003-2006 гг. достигнет 19-23% при 4-8% росте числа используемых линий, росте тарифов в среднем на 20% в год, 8-15% росте трафика дальней связи (как международного, так и междугороднего), возрастающей доле мобильного бизнеса МРК (в частности, у Уралсвязьинформа, Сибирьтелекома и ВолгиТелекома), а также Интернет-услуг и услуг по передаче данных. По нашим оценкам, наибольший потенциалом с точки зрения будущего роста расходов населения обладает Уральский регион, за ним следуют Центральный регион, Дальний Восток, Сибирь и Поволжье.

Приватизация Связьинвеста будет способствовать росту эффективности региональных компаний связи

Региональные компании связи низкоэффективны (в 2003 г. на каждого работника МРК приходилось в среднем 85 линий, тогда как в Восточной Европе около 350) и, соответственно, имеют крайне низкий (по сравнению с зарубежными компаниями фиксированной связи) средний показатель нормы EBITDA, который, по нашим оценкам, в 2004 г. составит 27%. Ситуацию усугубляет рост расходов на персонал. Мы, тем не менее, полагаем, что при возобновлении процесса приватизации Связьинвеста (предположительно не позднее 2005 г.) в компанию придет частный собственник, что будет стимулировать ускорение процесса реорганизации. с нашей точки зрения, в целом приватизация благотворно повлияет на отрасль.

В будущем конкуренция на основных рынках МРК может усилиться

На рынке услуг фиксированной связи, которая является основным видом деятельности региональных телекоммуникационных компаний, последние занимают доминирующее положение (большинство компаний имеют на региональном рынке долю порядка 90%; выбивается из этого ряда только Северо-Западный Телеком – 59%). с другой стороны, на рынке фиксированной связи МРК сталкиваются с усиливающейся конкуренцией, особенно в крупных городах своих регионов. Операторы мобильной связи и провайдеры Интернет-услуг угрожают доходам МРК от дальней связи, хотя мы по-прежнему считаем, что эта проблемы реально может встать не раньше 2005-2006 гг. в настоящее время доля МРК на рынке дальней связи варьируется в диапазоне от 90% в Центральном регионе и Дальнем Востоке до 62% в Северо-Западном регионе.

Мы полагаем, что МРК не суждено когда-нибудь стать крупными игроками на рынке мобильной связи, поскольку на нем уже доминируют несколько национальных операторов, имеющих большие возможности для финансирования. Возможно, оптимальным решением для МРК было бы выделение в самостоятельные структуры подразделений мобильной связи после того как они достигнут определенной оценки.

Самая высокая доля заемных средств у ЮТК и ЦентрТелекома

Самое высокое соотношение заемных и собственных средств у ЮТК (в 2004 г. 1,5) и ЦентрТелекома (1,2). у ЮТК этот показатель выше чем даже у операторов мобильной связи. Самое низкое соотношение – у Северо-Западного Телекома (0,5) и ВолгаТелеком (0,6). По нашим оценкам, в 2003-2007 гг. все МРК будут иметь положительный свободный

денежный поток, что позволит им постепенно снижать темп роста заемных средств.

Мы рекомендуем инвесторам покупать прежде всего обыкновенные акции Сибирьтелекома и привилегированные Уралсвязьинформа

Мы рекомендуем инвесторам покупать прежде всего обыкновенные акции Сибирьтелекома и привилегированные Уралсвязьинформа (потенциал роста 38% и 48%, соответственно). Значительным потенциалом роста обладают и акции Дальсвязи (54% от текущей цены), однако по качеству экономических показателей эта компания уступает первым двум. По нашим оценкам, потенциал роста акций ВолгаТелеком, ЦентрТелеком и Северо-Западный Телеком ограничен. Тем не менее, мы планируем держать в поле зрения Северо-Западный Телеком, не лишенный сильных сторон. Во-первых, у компании относительно небольшой долг, во-вторых, на должность генерального директора недавно назначен очень сильный менеджер.

Илл. 4. Справедливая стоимость и рекомендации по акциям МРК

	Обыкновенные акции			Привилегированные акции		
	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	$	%		$	%	
ЦентрТелеком	0,39	-5%	ДЕРЖАТЬ	0,29	-10%	ДЕРЖАТЬ
С.-Зап. Телеком	0,63	0%	ДЕРЖАТЬ	0,47	9%	ДЕРЖАТЬ
ЮТК	0,14	41%	ПОКУПАТЬ	0,11	28%	ПОКУПАТЬ
ВолгаТелеком	3,45	7%	ДЕРЖАТЬ	2,59	7%	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,05	20%	ПОКУПАТЬ	0,04	48%	ПОКУПАТЬ
Сибирьтелеком	0,07	38%	ПОКУПАТЬ	0,05	22%	ПОКУПАТЬ
Дальсвязь	1,97	54%	ПОКУПАТЬ	1,47	41%	ПОКУПАТЬ

Источник: оценка Альфа-Банка

Стоимостная оценка МРК по-прежнему привлекательнее бумаг аналогичных зарубежных компаний

Несмотря на резкий рост курсов акций российских компаний связи с начала года, из оценка по прежнему выглядит привлекательно по сравнению с аналогичными зарубежными компаниями, особенно по таким коэффициентам, как EV/Выручка и EV/EBITDA за 2004-2006 гг. Во-вторых, также как и российские компании-операторы мобильной связи, межрегиональные телекоммуникационные компании позволяют инвесторам «сыграть» на бурном росте отрасли на одном из развивающихся рынков, каковым является Россия. По нашим оценкам, средний кумулятивный темп роста МРК в 2004-2006 гг. составит 11%, что значительно выше аналогичного показателя для целого ряда других рынков, которые мы проанализировали (на втором месте после России идет Латинская Америка, где средние темпы роста выручки в период 2004-2006 гг. прогнозируются на уровне 8% в год).

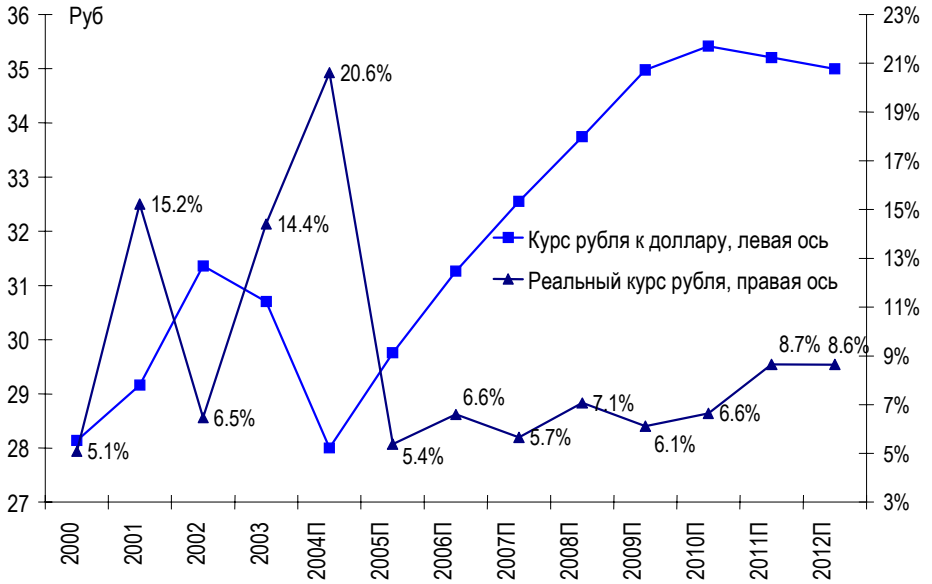
Доходы

Рост доходов на 7% в год позволит увеличить потребление телеком услуг

Связь – одна из отраслей, которые больше всего выигрывают от улучшения экономической ситуации и укрепления рубля

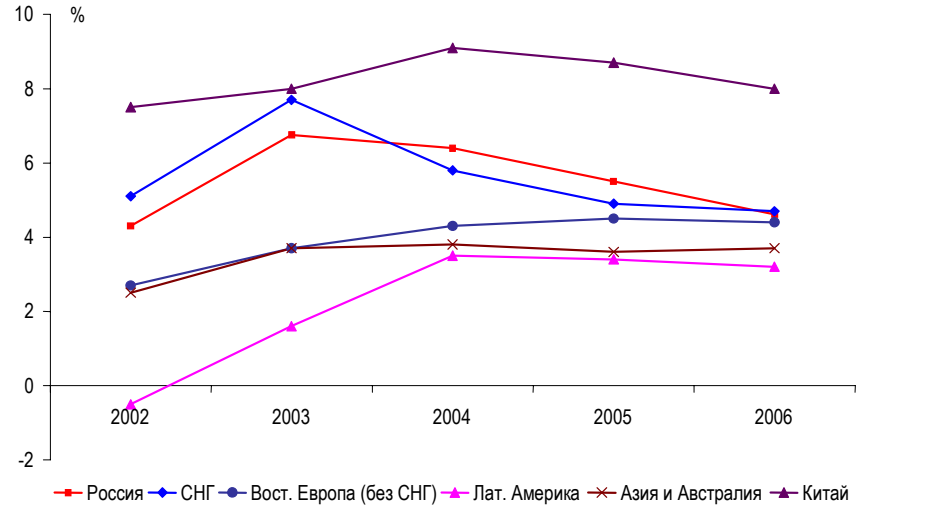
Связь – одна из отраслей, которые больше всего выиграют от сильного роста реальных доходов (2003 г. – +15%, 2004-2005 гг. в среднем +7,4% в год, 2006-2008 гг. – +7,3%) россиян. Связь по своей сути – потребительский сектор, и, следовательно, рост доходов населения и увеличение деловой активности выгодны для предприятий связи, поскольку ведут к росту потребления телекоммуникационных услуг. с другой стороны, укрепление рубля (см. Илл. 5) позитивно сказывается на бизнесе региональных телекомов (за исключением расходов на персонал).

Илл. 5. Динамика реального курса рубля, год-к-году



Источники: ОЭСР, Госкомстат

Илл. 6. Темпы роста ВВП в России и на других развивающихся рынках



Источники: оценка Альфа-Банка, The Economist Intelligence Unit

Улучшение общеэкономической ситуации в России будет способствовать развитию бизнеса российских компаний связи. По прогнозам, начиная с 2004 г., по темпам роста ВВП Россия будет опережать другие страны с развивающейся экономикой (кроме Китая), что подтверждает наш вывод о том, что в долгосрочном плане акции компаний связи будут привлекательным объектом для инвестиций.

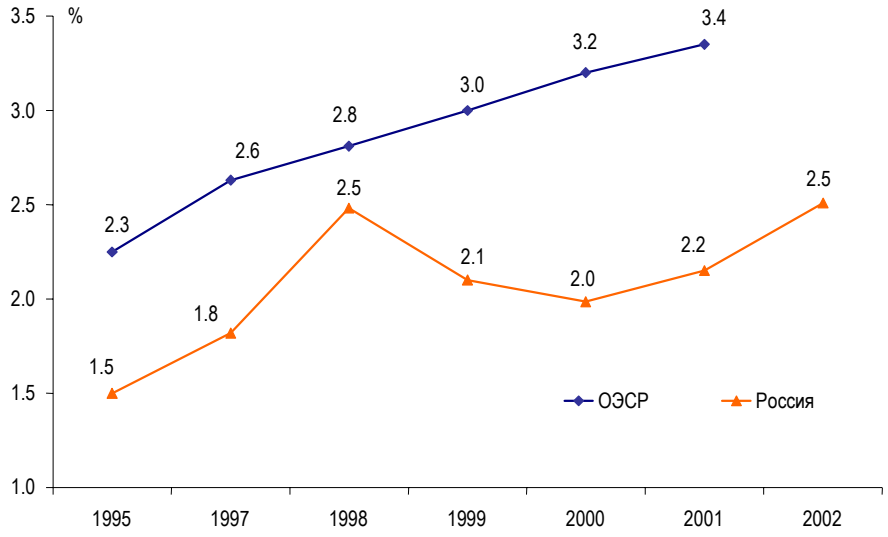
В странах ОЭСР темпы роста доходов от телеком услуг опережают темпы роста экономики

В странах ОЭСР доля выручки телекоммуникационных компаний в ВВП продолжает расти. Если в 1990 г. она составляла 2% ВВП, то в 2001 г. – 3,4% (см. Илл. 7). Даже в 2001 г., несмотря на замедление темпов роста в отрасли, компании связи росли лучше, чем экономика в целом. Понятно, что спад в экономике в странах ОЭСР в указанный период также сказался на замедлении темпов развития бизнеса телекоммуникационных компаний. Несмотря на это, благодаря растущему потреблению услуг связи доля отрасли в ВВП продолжала расти.

Доля выручки отрасли в ВВП по-прежнему низкая, но по темпам роста этого показателя Россия опережает страны ОЭСР

По доле выручки в ВВП российская связь отстает от стран ОЭСР (см. Илл. 7). Особенно низким этот показатель стал после финансового кризиса 1998 г., когда потребители были вынуждены ограничить свои расходы предметами первой необходимости. Тем не по темпам роста доли выручки отрасли в ВВП в 2001-2002 гг. Россия опережала страны ОЭСР (в частности, из-за более низкой точки отсчета).

Илл. 7. Доля выручки компаний связи в ВВП

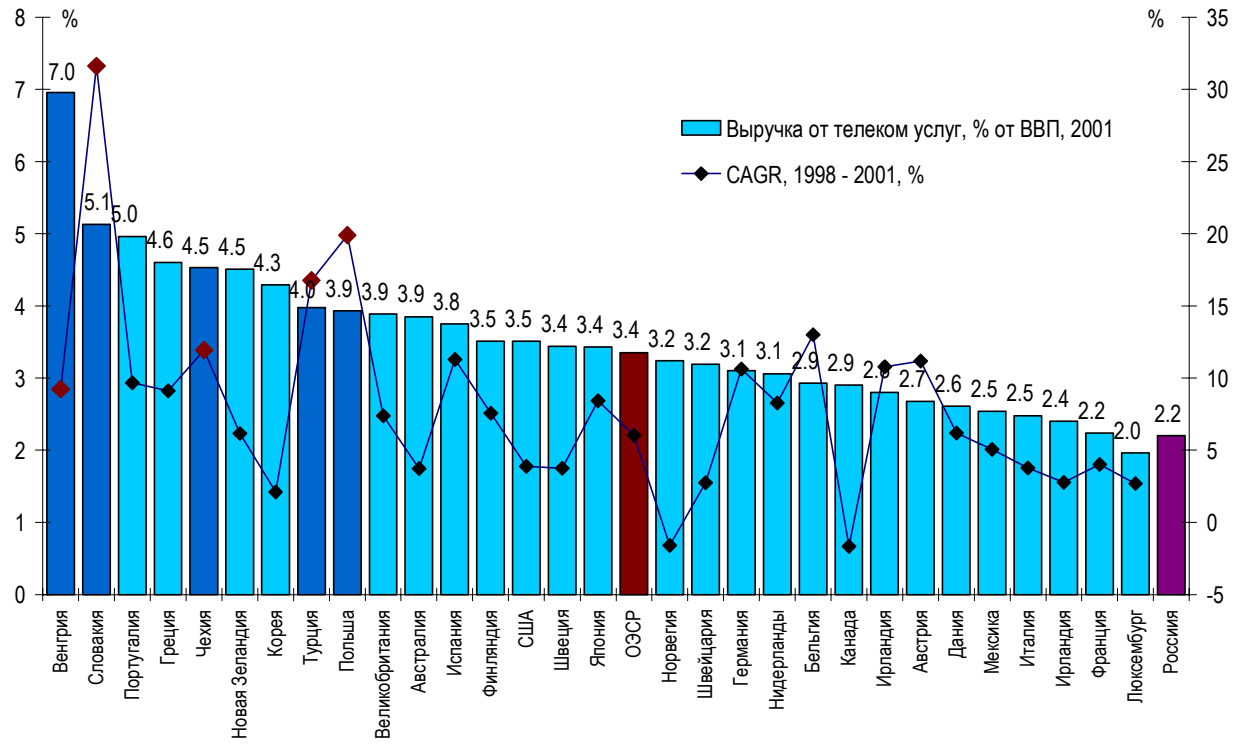


Источники: ОЭСР, Госкомстат

В группе стран с развивающейся экономикой доля выручки компаний связи в ВВП традиционно выше и при этом растет быстрее

В целом, в странах, относимых к развивающимся рынкам, доля выручки компаний связи в ВВП традиционно выше (например, в Венгрии 7%, в Словакии 5,1% по сравнению с 3,4% в целом по ОЭСР) и растет быстрее, чем в западноевропейских странах (см. Илл. 8). Хотя рост начинается с более низкой базы, но тем не менее потенциал роста прибыли у российских компаний связи намного выше. в 2001 г. доля выручки последних в ВВП составляла лишь 2,2%, что на 35% ниже аналогичного среднего показателя по странам ОЭСР (3,4%).

Илл. 8. Доля выручки компаний связи в ВВП



Источники: ОЭСР, Госкомстат

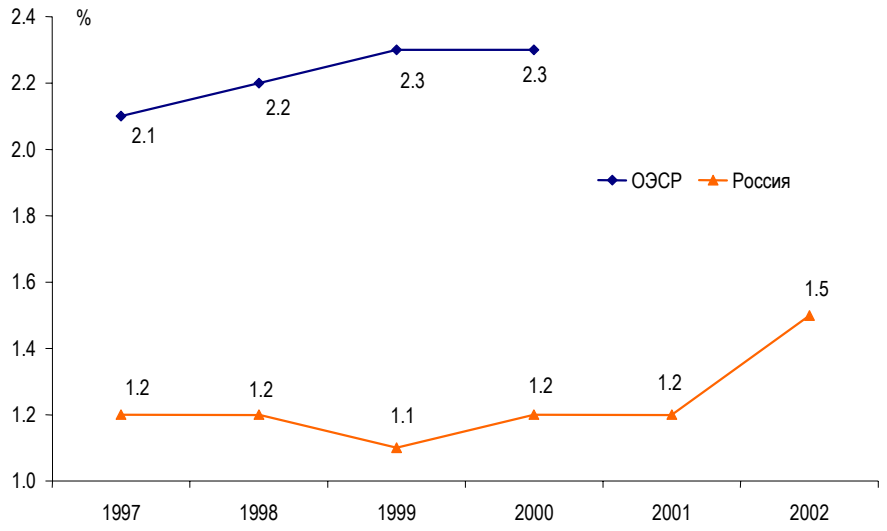
В странах ОЭСР доля расходов на связь в семейном бюджете составляет около 2,25%

Согласно результатам исследования, проведенного в странах ОЭСР в 2001 г., доля расходов на связь в семейном бюджете составляла 2,25%, из которых 90% (т.е. 2% всего бюджета семьи) приходилось на телекоммуникационные услуги. При этом в исследовании отмечается, что с 1995 г. из-за активизации использования Интернет-услуг и мобильной связи, а также в результате либерализации традиционных видов связи темпы роста этого показателя ускоряются. Другой благоприятный для отрасли вывод исследователей заключается в том, что доля расходов на связь в совокупном доходе семьи растет быстрее, чем иные категории расходов.

Средняя российская семья готова тратить на связь 2,5% ее совокупного дохода

По данным Госкомстата, в 2002 г. доля расходов на телекоммуникационные услуги в бюджете средней российской семьи составляла лишь 1,5% (см. Илл. 9). Однако мы считаем, что к таким оценкам и, в частности, к вкладываемому в них смыслу следует относиться крайне осторожно. По нашим оценкам, средняя российская семья готова тратить на телекоммуникационные услуги 2,5% своего дохода. По нашей достаточно консервативной оценке, доля этих расходов в семейном бюджете будет до 2012 г. расти ежегодно на 0,04% и к концу этого периода достигнет 2,86%.

Илл. 9. Доля расходов на связь в бюджете средней семьи



Примечание: Средний показатель по странам ОЭСР без учета Венгрии, Норвегии, Словакии, Швейцарии и Турции
Источники: ОЭСР, Госкомстат

Мы протестировали наши финансовые модели компаний связи с учетом указанных выше новых исходных параметров (подход «сверху-вниз»), а также прогнозируемых нами показателей средней выручки на одного «не бизнес» абонента мобильной и фиксированной связи (см. Илл. 10).

Илл. 10. Расходы на связь в семейном бюджете

		Домохозяйство		Проникновение			Средняя выручка на индивидуального абонента		Свободный остаток
		Доход в месяц	Число членов	Связь	Мобильная	Фиксиров.	Мобильная	Фиксиров.	
		$		$	%	%	$	$	$
Центр	2003П	589	2,7	14,7	23%	22%	12,0	5,1	5,5
	2006П	784	2,7	20,5	52%	25%	8,4	7,5	4,6
Сев.-Запад	2003П	608	2,7	15,2	37%	30%	10,4	5,5	3,0
	2006П	809	2,7	21,2	67%	32%	8,4	7,7	0,2
Юг	2003П	480	3,1	12,0	23%	20%	10,4	6,4	2,9
	2006П	594	3,1	15,6	48%	25%	6,8	8,9	(0,7)
Поволжье	2003П	525	3,0	13,1	19%	20%	10,4	4,9	6,1
	2006П	625	3,0	16,4	49%	24%	7,2	7,3	1,5
Урал	2003П	911	2,7	22,8	17%	21%	13,6	7,8	14,3
	2006П	1 105	2,7	29,0	50%	26%	8,8	10,7	8,5
Сибирь	2003П	389	2,3	9,7	16%	19%	12,8	6,1	3,9
	2006П	485	2,3	12,7	42%	21%	8,1	8,7	1,5
Дал. Восток	2003П	532	2,4	13,3	10%	20%	17,6	9,2	6,2
	2006П	627	2,4	16,4	30%	26%	9,5	12,7	2,6

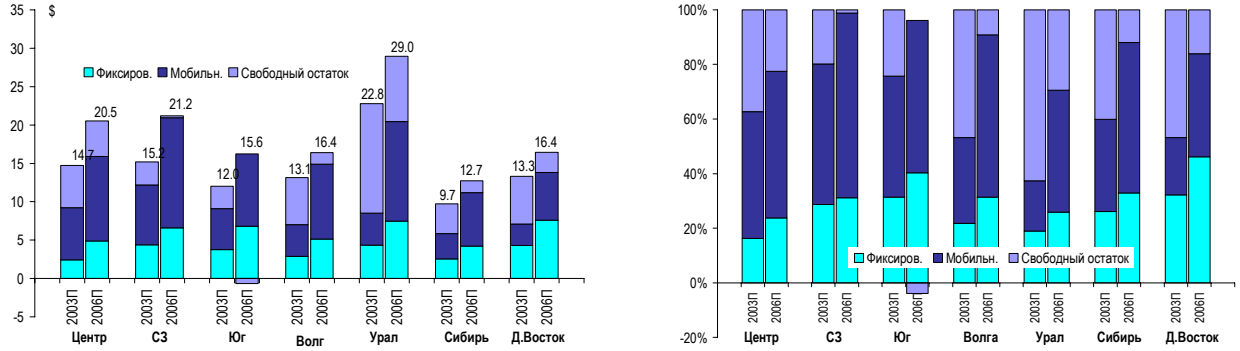
Источники: Госкомстат, отчеты компаний, AC&M, оценка Альфа-Банка

Результаты тестирования модели «сверху вниз» подтверждают наши прогнозы относительно возможного роста выручки у компаний связи

В целом мы видим, что тестирование модели «сверху вниз» подтверждает наши прогнозы «снизу вверх» относительно возможного роста выручки у компаний связи. Следует при этом отметить, что некоторые наши оценки очень консервативны, и поэтому им есть куда расти. Проведенный нами анализ показывает, что «свободный остаток», т.е. превышение потенциальных расходов семьи на телекоммуникационные услуги над фактическими расходами на мобильную и фиксированную связь, будет более значительным в Уральском регионе – $14,3 в 2003 г. и $8,5 в 2006 г., что составляет 63% и 29% семейного бюджета, соответственно. Довольно

весомым «неиспользованный остаток» будет в Сибири, Дальнем Востоке и Центральном регионе (за исключением Москвы). Следовательно, выручка у местных компаний может вырасти. в Южном регионе ситуация иная – «неиспользованный остаток» здесь относительно небольшой, а в отдельные годы фактические расходы на связь могут даже превысить потенциальные. с другой стороны, в этом регионе особенно развит т.н. «серый» сектор экономики, оценить который в цифрах трудно, однако ясно, что увеличение «неиспользованного остатка» здесь отчасти будет как раз следствием существования «серой» экономики.

Илл. 11. Телеком-корзина домохозяйств



Источник: оценка Альфа-Банка

Больше всего тратят на связь в Северо-Западном регионе (расходы на фиксированную связь плюс расходы на мобильную связь, исключая «неиспользованный остаток»): $12 в 2003 г. и $21 в 2006 г. На другом «полюсе» Сибирь, где расходы на связь в семейном бюджете одни из самых низких– $6 в 2003 г. и $11 в 2006 г.

Признавая, что данный тест используется нами как «лакмусовая бумажка» и не претендует на точность, мы, тем не менее, полагаем, что он позволяет увидеть «общую картину» и разумно сопоставить различные предположения.

Средняя выручка на линию в 2003-06 гг. вырастет на 19-23%

Выручка от услуг связи увеличится благодаря росту количества линий и среднему доходу на линию

Выручка от услуг связи региональных телекомов вырастет благодаря увеличению количества линий связи и ARPL (средняя выручка на линию), а ARPL будет расти вследствие увеличения тарифов и эфирного времени.

Илл. 12. Прогноз динамики показателей МРК на 2003П-06П

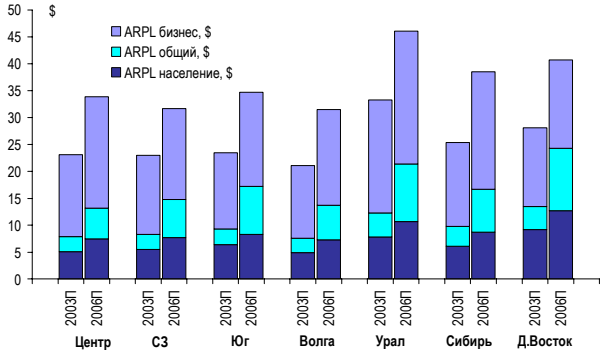
	Выручка от услуг связи (фиксированная связь)	Кол-во линий, всего	Совокупный APRL
Центр Телеком	22%	4%	19%
Северо-Зап. Телеком*	24%	8%	22%
ЮТК	25%	8%	23%
Волгателеком	25%	6%	22%
Уралсвязьинформ	23%	7%	21%
Сибирьтелеком	22%	5%	20%
Дальсвязь	24%	8%	22%

*Примечание: Мы определяем выручку от услуг фиксированной связи как сумму ежемесячной платы, выручки от услуг дальней связи (включая доходы от приземления трафика) и выручки от передачи данных; * с учетом консолидации показателей Ленсвязи и Комисвязи с 2005П*
Источник: оценка Альфа-Банка

Среди МРК наивысший ARPL имеют Дальсвязь и Уралсвязьинформ

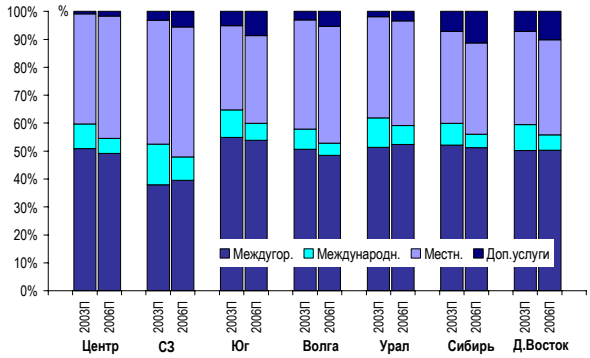
Сейчас наивысший ARPL среди региональных телекомов имеют Уралсвязьинформ и Дальсвязь. Структура ARPL остается нестабильной. Доля ежемесячной платы будет расти одновременно с сокращением выручки от междугородней связи, которая снижается в связи с либерализацией рынка дальней связи и постепенной ликвидацией практики перекрестного субсидирования в секторе.

Илл. 13. ARPL в разбивке по категориям клиентов



Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 14. Структура ARPL (общий)



Примечание: при расчете ARPL мы учитываем только доходы от исходящего международного и междугороднего трафика
Источник: оценка Альфа-Банка

Мы ожидаем, что реальная абонентская плата в 2003П и 2004П будет расти на 17-20% в год

Мы ожидаем что реальная абонентская плата в 2003П и 2004П будет расти на 17-20% в год под влиянием двух важных факторов:

- дальнейший рост тарифов;
- новая процедура расчетов с категориями граждан, имеющих льготы: по новому закону «О связи», начиная с 2005 г. все категории абонентов должны будут полностью оплачивать услуги связи, и только *постфактум* получать компенсацию из соответствующего бюджета.

Последний фактор наверняка поможет сократить объем просроченной задолженности, таким образом положительно отражаясь на выручке. Доходы некоторых компаний могут вырасти – например, более 40% клиентов МГТС пользуются разного рода льготами.

Также согласно новому закону «О связи» с 1 января 2004 г. частные клиенты могут выбирать метод оплаты за услуги проводной связи: либо фиксированная ежемесячная плата, либо поминутная оплата и сокращенный ежемесячный тариф. Хотя это положение ограничит до определенной степени возможность маневра операторов связи, мы не считаем, что оно серьезно скажется на размере выручки.

Доля доходов от услуг дальней связи снизится в структуре ARPL на 5% к 2006 г.

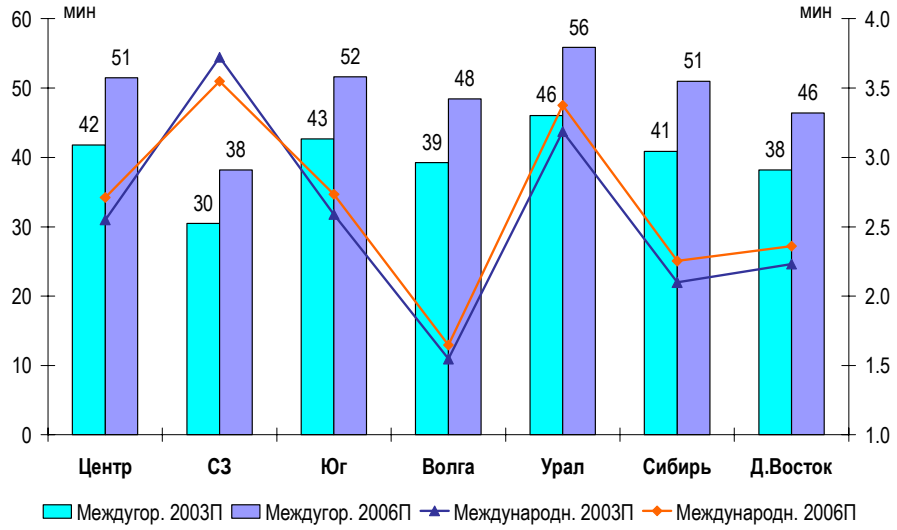
Сейчас доходы от дальней связи составляют до 50% от всей выручки

Раньше в структуре выручки МРК доходы от дальней связи составляли заметную часть, а сейчас их доля выросла до 50%. Таким образом, как отмечалось выше, телекомы выиграли от роста деловой активности в России, которая стимулирует трафик дальней связи.

Наш прогноз CAGR по исходящему междугородному трафику в 2003П-06П – 14,5%, по исходящему международному – 8,5%

Наш прогноз кумулятивный средний рост исходящего междугородного трафика в 2003П-2006П – 14,5%, и исходящего международного трафика – 8,5%. Однако, доля выручки от исходящей дальней связи в ARPL будет сокращаться (Илл. 14) из-за снижения эффективных тарифов дальней связи и увеличения ежемесячной абонентской платы.

Илл. 15. Исходящий ежемесячный трафик дальней связи из расчета на линию, общий



Источник: оценка Альфа-Банка

Либерализация рынка дальней связи ожидается не ранее 2006 г.

Мы не думаем, что либерализация рынка дальней связи произойдет ранее 2006 г. До этого срока все МРК должны передавать весь трафик дальней связи по каналам Ростелекома. Руководство Связьинвеста очень чувствительно к данному вопросу и напрямую дает указания МРК использовать сеть Ростелекома, вместо поиска дырок в законодательстве, позволяющих пользоваться каналами других операторов.

С августа 2003 г. Ростелеком ввел новую систему расчетов с региональными операторами за входящие междугородние звонки. Согласно этой системе, МРК получают компенсацию за приземление и транзит междугороднего трафика, предоставляемые через их сети. Мы подробно обсуждали эту систему в отчете за 10 ноября 2003 г. «Межрегиональные компании связи: выборочный подход».

В наших моделях мы предположили, что объем исходящего трафика междугородней связи превышает объем входящего трафика в Центральном, Южном и Дальневосточном регионах. Выручка от приземления и транзита междугороднего в 2004 г. прогнозируется на уровне 15-27% от выручки от услуг дальней связи и добавит дополнительно 6-10% к совокупной выручке, с постепенным снижением этой доли в дальнейшем. Ожидается, что Ростелеком введет новую систему расчетов за приземление и транзит международного трафика к концу 2004 г. Однако, несмотря на общий положительный эффект этого шага, на размере выручки региональных телекомов он скажется в меньшей степени, так как доходы от международной связи гораздо меньше доходов от междугородней.

VoIP-провайдеры и операторы мобильной связи – две главные угрозы доходам от услуг дальней связи региональных телекомов

Два фактора, по нашему мнению, будут угрожать доходам от услуг дальней связи региональных телекомов: VoIP-провайдеры и операторы мобильной связи. VoIP-провайдеры будут появляться в регионах одновременно с экспансией сетей альтернативных операторов по всей территории России.

Агрессивная экспансия мобильной связи с недавних пор стала широко обсуждаться. Мы считаем, что от нее больше пострадают доходы от услуг междугородней связи (по сравнению с ежемесячной платой), в основном, за счет более выгодных тарифов на сетевой роуминг, которые предлагают операторы мобильной связи. (см. Илл. 16).

ЮТК и Центр Телеком больше других пострадают от канибализации междугородного трафика мобильной связью

Мы считаем, что ЮТК и Центр Телеком больше других пострадают от канибализации мобильной связью междугородного трафика: это скажется на выручке ЮТК от междугороднего трафика, а ориентация компаний Центрального региона на Москву выльется в преобладание исходящих междугородних звонков и, следовательно, в более высокие платежи Ростелекому. По этим причинам мы можем с полным основанием ожидать в корпоративном сегменте постепенного замещения фиксированной связи мобильной. Заметим также, что у Центр Телекома отсутствует лицензия на работу в Москве.

Илл. 16. Сравнение тарифов междугородней связи и сетевого роуминга

		Ростелеком		МТС	Вымпелком	Мегафон
		День $	Вечер $	Внутрисетевой роуминг (исходящие с мобильного на мобильный) $	Внутрисетевой роуминг (исходящие с мобильного на мобильный) $	Внутрисетевой роуминг (все звонки) $
Зона 1	Московский регион	0,09	0,05			
Зона 2	Центральный и Центрально-черноземный регион	0,16	0,09	0,22	0,24	0,24
Зона 3	Северо-Запад и Поволжье	0,20	0,11	0,22	0,24	0,30
Зона 4	Южный регион и Сибирь	0,23	0,14	0,22	0,24	0,30
Зона 5	Алтай/Байкал/ Красноярск	0,26	0,16	0,22	0,24	0,30
Зона 6	Дальний Восток	0,26	0,16	0,22	0,24	0,30

Источник: отчеты компаний

Интернет-услуги и передача данных: к 2012П выручка МРК вырастет на 3-13%

Новые услуги связи – это выгодный бизнес для МРК, т.к. тарифы на них не регулируются государством

Новые услуги связи являются выгодным сегментом рынка для МРК, так как тарифы на эти услуги не регулируются государством. Среди стратегических задач региональных телекомов присутствуют разработка и продвижение таких услуг. Однако, не все добиваются успеха – например, Волгателеком, Сибирьтелеком и Дальсвязь стали лидерами рынка, а Северо-Западный Телеком стал явным аутсайдером (см. далее раздел «Конкуренция»).

Связьинвест при поддержке Министерства по телекоммуникациям (предшественник Министерства транспорта и связи) подготовил пилотный проект по строительству федеральной интеллектуальной сети связи, в котором приняли участие все МРК. Связьинвест ожидает, что внедрение мультисервисной сети поможет развитию малого и среднего бизнеса и использованию ими новых услуг связи, тарифы которых не регулируются государством.

Большинство МРК приступили к разработке мультисервисной сети

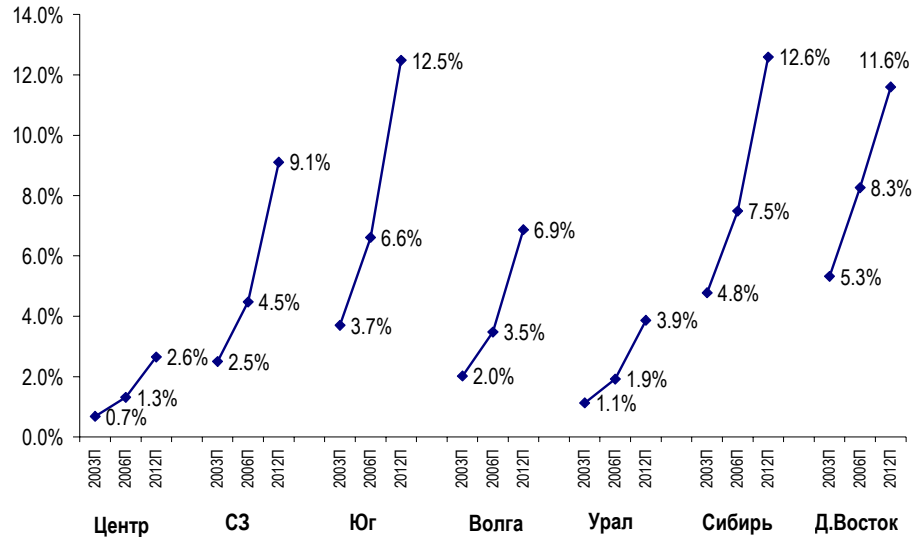
Еще одним приоритетом для большинства МРК является развитие мультисервисной сети. Эта технология позволит МРК переводить абонентов из сети на основе ATM-технологий в новые сети, использующие IP-технологии, сокращая в перспективе затраты компании на расширение сети. Благодаря мультисервисным технологиям можно будет создавать виртуальные клиентские сети (VPN), расширяя, таким образом, спектр услуг, предоставляемых корпоративным клиентам.

Мультисервисные сети также помогут сократить административные и коммерческие расходы, улучшить отчетность и повысить прозрачность в отношениях между филиалами и главным офисом МРК. Некоторые МРК (например, ЮТК, Волгателеком, Сибирьтелеком и Уралсвязьинформ) уже приступили к разработке услуг, основанных на использовании VoIP-карт и телефонных карт.

Наибольшую выручку от услуг передачи данных получат ЮТК, Сибирьтелеком и Дальсвязь

Согласно нашей модели, наибольший доход от услуг передачи данных получат ЮТК, Сибирьтелеком и Дальсвязь (см. Илл. 17), а доход по этой статье Центр Телекома и Уралсвязьинформа будет относительно низкий. Что касается Уралсвязьинформа, то его низкая доля объясняется тем, что у него самые высокие доходы от услуг мобильной связи среди МРК.

Илл. 17. Выручка от услуг передачи данных, % от совокупной выручки МРК



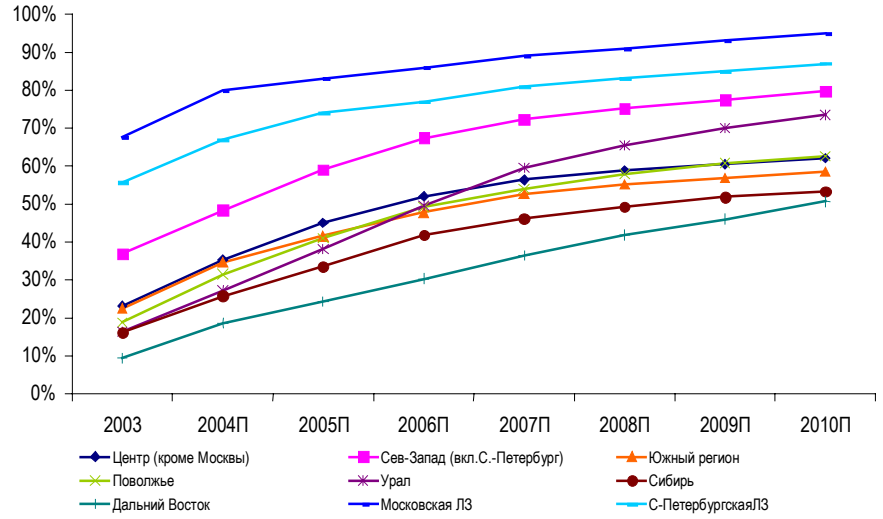
Источник: оценка Альфа-Банка

Мобильная связь может составлять до 29% выручки МРК

До 29% выручки (на примере УралСИ) могут получить МРК от услуг мобильной связи

МРК можно четко разграничить по доле их участия в мобильном бизнесе. Согласно нашим моделям, до 29% выручки (в случае Уралсвязьинформа) могут получить МРК от услуг мобильной связи.

Илл. 18. Проникновение мобильной связи по регионам



Источник: оценка Альфа-Банка

В дальнейшем мы видим два пути, следуя которым МРК могут развивать услуги мобильной связи в обстановке усиления конкуренции с операторами «Большой Тройки» (Вымпелком, МТС и Мегафон):

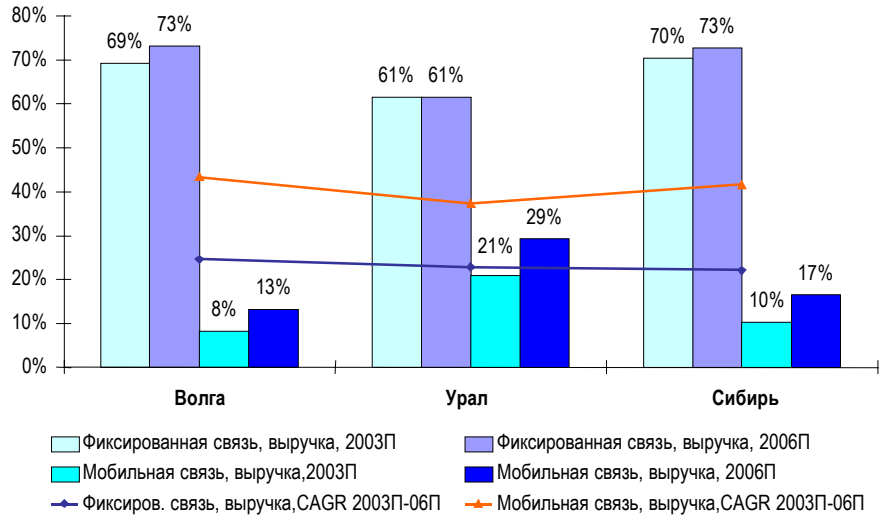
- консолидация услуг мобильной связи нескольких операторов (например, Уралсвязьинформа и Волгателекома);
- разработка региональных 3G лицензий, если Министерство транспорта и связи примет решение выпустить их наряду с федеральными.

Было бы неразумно в краткосрочной перспективе продавать бизнес мобильной связи, пока этот рынок растет текущими темпами

Конечно, еще одним выходом может быть продажа бизнеса мобильной связи ведущим национальным операторам, однако пока рынок этих услуг растет нынешними темпами, это было бы неразумно в краткосрочной перспективе.

На Илл. 19 мы показали выручку от услуг фиксированной и мобильной связи в разбивке по трем МРК, которые имеют мобильный бизнес – Волгателеком, Уралсвязьинформ и Сибирьтелеком.

Илл. 19. Выручка от услуг фиксированной и мобильной связи в разбивке по МРК



Источник: оценка Альфа-Банка

Резерв универсального обслуживания: взносы до 3% от выручки телекомов

С 2005 г. все компании-операторы будут вносить в Резерв универсального обслуживания (РУО) часть выручки (до 3%)

Согласно новому «Закону о связи» на российском рынке создается Резерв универсального обслуживания (РУО). Начиная с 2005 г., все компании-операторы обязаны вносить в этот фонд часть выручки (до 3%), а некоторые компании будут получать из фонда компенсацию за оказание экономически невыгодных, но социально необходимых услуг связи в отдаленных районах (на данный момент приоритетными являются сельская телефония и центры интернет-услуг).

МРК не будут так обременены этими взносами, как операторы мобильной связи и альтернативные операторы

Хотя механизм действия РУО все еще не совсем ясен, мы полагаем, что региональные телекомы, если не станут нетто-получателями средств из фонда, то будут, по крайней мере, не так обременены новыми взносами, как операторы мобильной связи и альтернативные операторы. Этим они обязаны своему доминирующему положению на региональных рынках фиксированной связи.

Илл. 20. Сельская телефонная сеть (СТС)

Регион	СТС % от всего	Цифровизация СТС %	Сельское население % от всего	Плотность населения (чел. на кв. км)
Центр	14%	9%	28%	58,4
Северо-Запад	9%	8%	18%	8,3
Юг	23%	11%	42%	38,9
Волга	16%	10%	29%	30,0
Урал	11%	14%	19%	6,9
Сибирь	19%	11%	29%	3,9
Дальний Восток	14%	6%	24%	1,1

Источники: Отчеты компаний, Связьинвест, Госкомстат

Как видно из Илл. 20, максимальные выгоды от введения РУО могли бы теоретически получить такие регионы, как Центр, Юг, Волга и Сибирь. Тем не менее, на данном этапе невозможно определить реальные выгоды телекомов от этого фонда. в настоящий момент мы не вносим в наши модели МРК никаких корректив, связанных с получением/ внесением средств фонда.

Итоги 2003 г. по РСБУ: выручка выросла, низкие показатели рентабельности

С момента, когда МРК стали публиковать отчетность по МСФО, мы ведем их модели в соответствии МСФО. Тем не менее, мы всегда изучаем итоги МРК по РСБУ, так как они позволяют оценить, тенденции развития в каждой конкретной компании. Два стандарта отчетности имеют большие различия в том, что касается уровня раскрытия данных, методики создания резервов, классификации статей расходов. Еще одно значительное различие – в том, что в РСБУ применяются нормы амортизации, устанавливаемые государством, которые в целом ниже соответствующих норм по МСФО, в результате чего чистая прибыль обычно выше. Все результаты по РСБУ неконсолидированные, в отличие от МСФО.

В конце марта – начале апреля региональные телекомы обнародовали финансовые итоги за 2003 г. по РСБУ. На Илл. 21 приведены основные показатели.

Илл. 21. Финансовые итоги региональных телекомов за 2003 г. (по РСБУ)

		Центр	Северо-Запад	Юг	Волга	Урал	Сибирь	Дальний Восток	Среднее
Выручка, 2003 г.	млн руб	20 890	12 336	13 507	14 677	19 506	15 644	6 847	
Выручка, 2002 г.	млн руб	16 389	10 092	10 532	10 968	14 794	12 211	5 332	
Изменение, год-к-году	%	*27%*	*22%*	*28%*	*34%*	*32%*	*28%*	*28%*	*29%*
Прибыль от продаж 2003 г.	млн руб	5 241	2 853	3 093	4 214	5 546	3 533	981	
Прибыль от продаж 2002 г.	млн руб	4 257	2 648	2 509	3 171	3 862	2 711	932	
Изменение, год-к-году	%	*23%*	*8%*	*23%*	*33%*	*44%*	*30%*	*5%*	*24%*
Рентабельность по прибыли от продаж 2003 г.	%	*25%*	*23%*	*23%*	*29%*	*28%*	*23%*	*14%*	*24%*
Рентабельность по прибыли от продаж 2002 г	%	*26%*	*26%*	*24%*	*29%*	*26%*	*22%*	*17%*	*24%*
Прибыль до налогообложения 2003 г.	млн руб	2 304	1 324	1 749	2 858	2 749	2 391	380	
Прибыль до налогообложения 2002 г.	млн руб	1 604	622	2 274	1 990	1 314	863	344	
Изменение, год-к-году	%	*44%*	*113%*	*-23%*	*44%*	*109%*	*177%*	*10%*	*68%*
Рентабельность по прибыли до налогообложения 2003 г.	%	*11%*	*11%*	*13%*	*19%*	*14%*	*15%*	*6%*	*13%*
Рентабельность по прибыли до налогообложения 2002 г.	%	*10%*	*6%*	*22%*	*18%*	*9%*	*7%*	*6%*	*11%*
Чистая прибыль 2003 г.	млн руб	1 507	845	1 151	1 983	1 855	1 528	232	
Чистая прибыль 2002 г.	млн руб	838	327	2 135	1 472	698	428	141	
Изменение, год-к-году	%	*80%*	*158%*	*-46%*	*35%*	*166%*	*257%*	*65%*	*102%*
Рентабельность по чистой прибыли 2003 г.	%	*7%*	*7%*	*9%*	*14%*	*10%*	*10%*	*3%*	*8%*
Рентабельность по чистой прибыли 2002 г.	%	*5%*	*3%*	*20%*	*13%*	*5%*	*4%*	*3%*	*8%*

Источник: данные компаний

Выручка МРК увеличилась в 2003 г., наименьший рост был в СЗ Телекоме

Выручка МРК увеличилась в 2003 г. (среднегодовой прирост составил 29%), чему способствовало повышение тарифов и увеличение трафика дальней связи. Лучшие результаты показали Уралсвязьинформ и ВолгаТелеком, в т.ч. благодаря вкладу со стороны их подразделений мобильной связи. Не смог отличиться лишь Северо-Западный Телеком, у которого рост выручки составил всего 22%. Тем не менее, мы надеемся, что в 2004 г. компания вернется на прежний уровень, под управлением нового генерального директора Сергея Кузнецов, ранее генеральный директор ОАО «Ростелеком».

Операционная рентабельность в целом снизились; лучшими были ВолгаТелеком и Уралсвязьинформ

С точки зрения норм рентабельности, результаты оказались, напротив, довольно разочаровывающими. в течение года показатели операционной рентабельности в целом снижались, чему виной стали затраты на оплату труда, которыми компании не смогли эффективно управлять (резкое сокращение численности персонала затруднено ввиду нежелательных социальных последствий). По показателям операционной рентабельности лучшей была ВолгаТелеком (29%), за которой шел Уралсвязьинформ (чья операционная рентабельность по РСБУ даже увеличилась с 26% в 2002 г. до 28%). Разочаровала Дальсвязь, чья операционная рентабельность составила лишь 14% (по сравнению с 17% за предшествующий год).

В отдельных случаях на величину Прибыли до налогообложения повлияли единовременные транзакции: продажа активов, которую предприняли Северо-Западный Телеком и Сибирьтелеком в 2003 г. и ЮТК в 2004 г. Чистая прибыль, которая служит основой для исчисления годовых дивидендов, оказалась низкой у компаний Северо-Западный Телеком и Дальсвязь, которые за 4-й кв. 2003 г. зафиксировали убытки по РСБУ. Подробный анализ ожидаемых дивидендов мы представим в разделе «Корпоративное управление».

Финансовые итоги за 2003 г. (МСФО) выйдут в конце августа 2004 г.

Ожидается, что финансовые итоги за 2003 г. по МСФО будут опубликованы в конце августа 2004 г.

Затраты, эффективность и развитие

Основная проблема – затраты на оплату труда

Главной проблемой для МРК остается рост расходов

Главной проблемой для МРК остается рост расходов. Особенно это касается затрат на оплату труда, которые ежегодно возрастают на 15-20% в силу двух факторов:

- Гораздо более низкое, чем у большинства телекомов на развивающихся рынках, соотношение числа линий на одного работника;
- Сильный рост заработной платы.

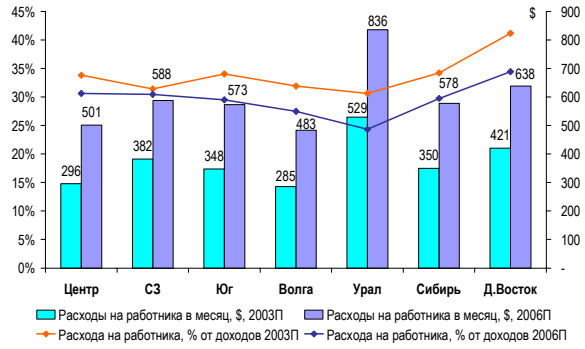
МРК, в среднем, имеют на по 85 линий работника (2003 г.), против 350 линий в Восточной Европе

Российские МРК имеют, в среднем, на одного работника по 85 линий (по данным на конец 2003 г.), по сравнению с 369 линиями в Cesky Telecom и 343 линиями в компании Matav (по данным за 3-й кв. 2003 г.). По числу линий на одного работника самым эффективным в России стал Северо-Западный Телеком (120), за которым следует Уралсвязьинформ (88). Аутсайдером является Дальсвязь, у которой, по данным за 2003 г., насчитывается лишь 62 линии на одного работника.

Сложившаяся ситуация обусловлена следующими факторами:

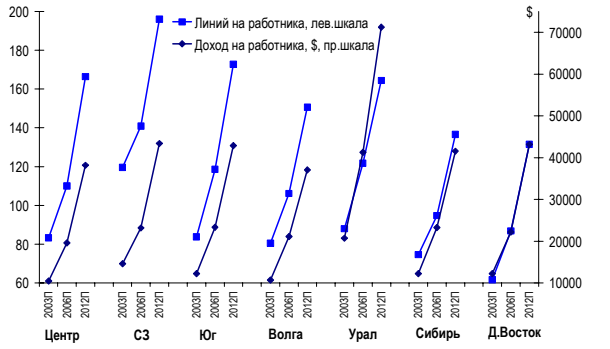
1. избыточность персонала, вызванная низкой степенью цифровизации;
2. социальные издержки сокращения численности персонала;
3. низкая эффективность работы персонала.

Илл. 22. Затраты на оплату труда, 2003 – 2006П)



Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 23. Эффективность работы персонала



Источник: оценка Альфа-Банка

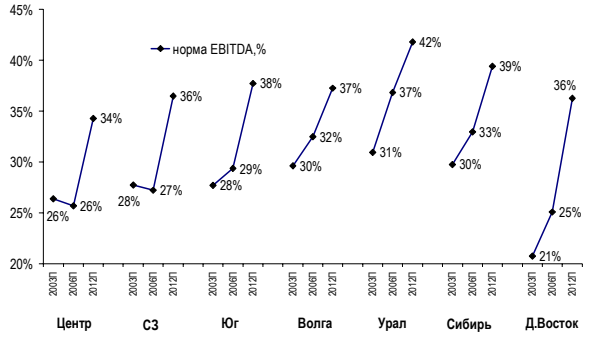
С точки зрения эффективности работы персонала явным лидером является Уралсвязьинформ. Частично это объясняется значительным уровнем развития его бизнеса мобильной связи, который обеспечил 21% выручки компании, по данным за 2003П, (ожидается, что к 2006П эта цифра возрастет до 29%).

Низкая рентабельность из-за недостаточной эффективности

Рентабельности ниже, чем у зарубежных аналогов

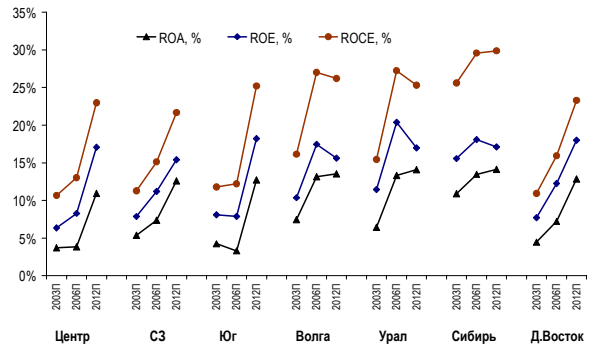
В отличие от операторов беспроводной связи, нормы рентабельности у компаний фиксированной связи – ниже, чем у их зарубежных аналогов (из-за разницы в структуре расходов).

Илл. 24. МРК: норма EBITDA



Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 25. МРК: ROA, ROE и ROCE



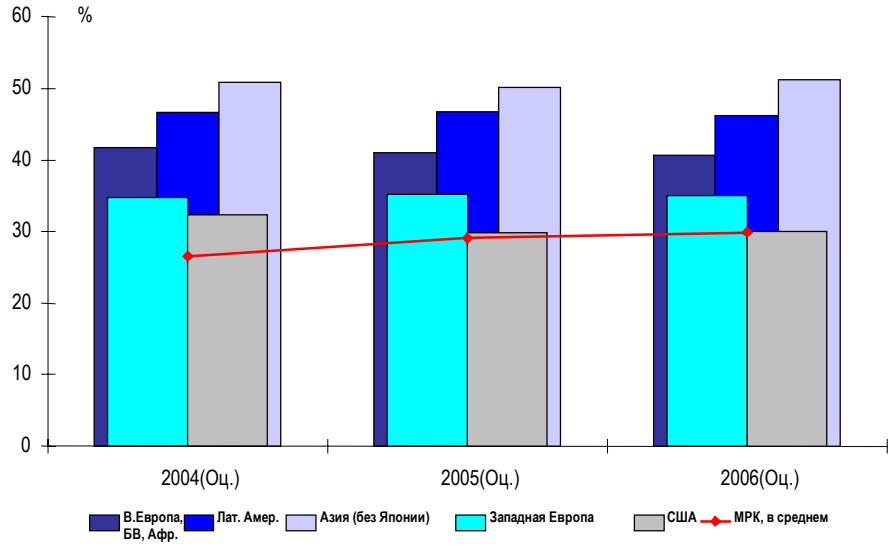
Источник: оценка Альфа-Банка

Лучшие нормы EBITDA и показатели эффективности капитала отмечены у компаний, имеющих мобильные активы

Лучшие нормы EBITDA и показатели эффективности вложенного капитала отмечены у компаний, предоставляющих также услуги мобильной связи. в целом, наиболее привлекательны в этом отношении Уралсвязьинформ и Сибирьтелеком.

Тем не менее, как видно из Илл. 26, по нормам EBITDA российские телекомы проводной связи все еще сильно отстают от зарубежных аналогов.

Илл. 26. Нормы EBITDA сопоставимых компаний



Источник: Bloomberg

К 2006 г. капитальные вложения снизятся до 20% от выручки

Недофинансирование и рост использования мощностей требует увеличения капвложений, несмотря на снижение цен на оборудование

Для телекомов проводной связи капитальные вложения являются одной из главных проблем. Традиционное недофинансирование и рост коэффициента использования мощностей диктует потребность в увеличении капитальных вложений, несмотря на резкое снижение цен на оборудование (средняя стоимость оборудования для каждой новой линии сегодня равна $70-80, по сравнению с $200 несколько лет назад). На Илл. 28 мы приводим соотношение капитальных вложений к выручке для всех МРК за три года: 2003, 2006 и 2012.

Соотношение капитальных вложений к выручке зависит от уровня цифровизации; к 2006г. оно вернется к средним международным значениям

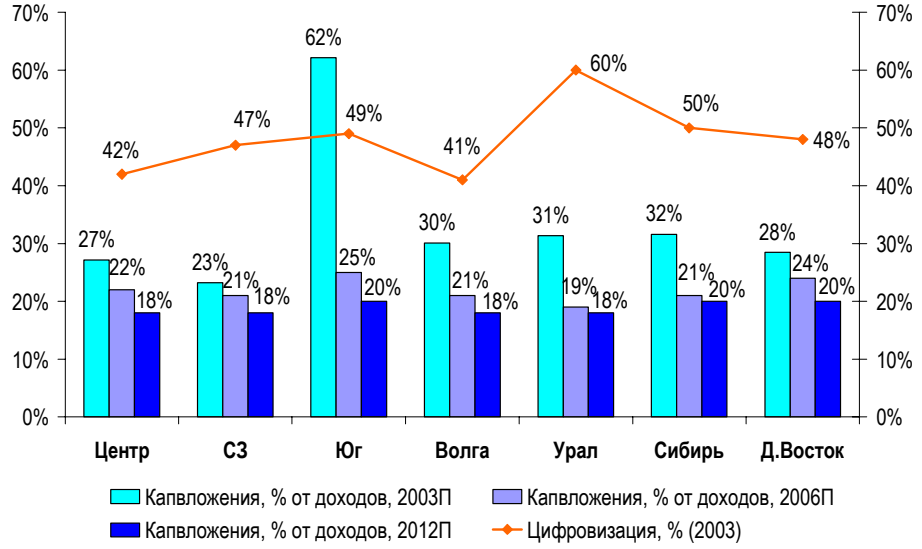
Хотя это соотношение в целом зависит от уровня цифровизации (т.е. чем выше цифровизация, тем ниже соотношение), линейной зависимости не наблюдается. Соотношение капитальных вложений к выручке меняется в зависимости от конкретных проектов, но мы полагаем, что компании стараются завышать потребности в капитальных вложениях, чтобы укрепить позиции на переговорах с регулятивными органами по вопросам повышения тарифов. Мы считаем, что к 2006 г. это соотношение вернется к средним международным значениям (приблизительный коэффициент капитальных вложений к объемам продаж равен 20%).

Илл. 27. Капитальные вложения, основные предпосылки

	Центр	Сев-Запад	Юг	Волга	Урал	Сибирь	Д. Восток
Цифровизация, % (2003)	42%	47%	49%	41%	60%	50%	53%
Очередь на установку телефона, % от линий доступа (2002)	20%	7%	20%	18%	15%	18%	21%
Плотность населения, чел. на кв км	58,4	8,3	38,9	30,0	6,9	3,9	1,1

Источники: данные компаний, Связьинвест, Госкомстат, оценка Альфа-Банка

Илл. 28. Капитальные вложения, по региональным телекомам



Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

Примерно 60-70% капвложений (за рядом исключений) идет на модернизацию сетей, что необходимо ввиду предшествующего недофинансирования. Еще одна статься распределения капитальных вложений – развитие новых услуг связи (доступ в Интернет и т.д.).

Сибирьтелеком, ВолгаТелеком и Уралсвязьинформ вкладывают значительную часть капвложений в развитие бизнеса мобильной связи

Три компании – Сибирьтелеком, ВолгаТелеком и Уралсвязьинформ – инвестируют значительную часть капвложений (20-25% от всей суммы) в развитие бизнеса мобильной связи. Поэтому их текущее соотношение капитальных вложений к объемам продаж – выше, чем в среднем по отрасли (29%) (исключая ЮТК). Для этих компаний инвестиции в бизнес мобильной связи важны, так как он позволяет им получить существенную дополнительную стоимость в период, когда число абонентов мобильной связи растет высоким темпом.

МРК финансируют капитальные вложения за счет внутренних или внешних ресурсов. Один из основных внешних источников финансирования – выпуск рублевых корпоративных облигаций. Эту тему мы подробно осветим в разделе «Использование заемных средств». Большая часть МРК выйдет на положительные показатели свободного денежного потока в 2004П –2005П (см. Илл. 32).

Риски и катализаторы роста

Конкуренция может только усиливаться

МРК действуют на трех главных рынках: традиционная телефония (проводная связь), современные услуги связи (Интернет, передача данных и прочее) и услуги мобильной связи (отдельные МРК).

В перспективе МРК столкнутся с ростом конкуренции в секторе обслуживания корпоративных клиентов

На своем основном рынке (услуги фиксированной связи) региональные телекомы являются абсолютными лидерами, имея долю примерно в 90% (за рядом исключений, таких как Северо-Западный Телеком с 59%). в перспективе МРК столкнутся с усилением конкуренции в секторе обслуживания корпоративных клиентов, особенно в региональных центрах. Эта конкуренция надвигается в лице не только местных, но и московских альтернативных сетей, которые расширяют присутствие в регионах. Недавно Голден Телеком объявил о том, что рассматривает возможность приобретения в 2004 г. ряда региональных активов.

Еще одним источником потенциальной конкуренции являются корпоративные сети крупных российских компаний в нефтяном, энергетическом и транспортном (ж/д) секторах. Хотя их сети могут претендовать на потенциальные доходы МРК (т.е. телекоммуникационные доходы соответствующих организаций-учредителей), они обычно не конкурируют с МРК в секторах обслуживания корпоративных клиентов или населения, и мы не ожидаем, что они станут делать это в обозримом будущем.

Северо-Западный Телеком имеет на местном рынке долю ниже средней для МРК

Доля компании Северо-Западный Телеком на местном рынке ниже средних значений для МРК из-за сильной конкуренции со стороны дочерних предприятий Телекоминвеста (включая Петерстар). Это особенно актуально для высокодоходного сегмента услуг корпоративным клиентам.

Доля МРК на рынке услуг дальней связи варьируется от 90% (в Центре и на Дальнем Востоке) до 70% (на Урале и на Юге) и до 62% (на Северо-Западе)

Мы уже говорили о том, как операторы мобильной связи и провайдеры VoIP (передача речи по протоколу IP) угрожают доходам МРК от услуг дальней связи. Мы повторяем наше мнение: эта угроза осуществится, по-видимому, не ранее чем в 2005-2006 гг. в данный момент доля МРК на рынке услуг дальней связи варьируется от 90% (в Центральном и Дальневосточном регионах) до 70% (на Урале и в Южном регионе) и до 62% (на Северо-Западе).

Дополнительные услуги связи (VAS) составляют потенциально «лакомый» кусок бизнеса региональных операторов, так как тарифы на эти услуги не подлежат регулированию. Как сказано выше, региональные телекомы расширяют присутствие в этом сегменте и делают в него значительные инвестиции.

Для проникновения в сектор современных услуг связи региональные телекомы используют следующие средства:

- создание интеллектуальных сетей и мультисервисных сетей связи;
- IP-телефония и карты телефонных услуг;
- Цифровая сеть с предоставлением комплексных услуг (ISDN) и широкополосный доступ.

Крупнейшие провайдеры интернет-услуг: ВолгаТелеком, Дальсвязь и Уралсвязьинформ

Успех в этой области неоднороден в разных регионах, например, крупнейшими провайдерами интернет-услуг являются ВолгаТелеком, Дальсвязь и Уралсвязьинформ, тогда как Северо-Западный Телеком имеет в этом сегменте долю лишь в 14%. Рынок VAS остается весьма конкурентным; его главными игроками являются местные альтернативные сети, корпоративные сети, а также Транстелеком.

Мы полагаем, что МРК никогда не станут главными игроками на рынке услуг мобильной связи – из-за присутствия там исключительно мощных и финансово устойчивых операторов мобильной связи общенационального масштаба. Как мы уже говорили, наилучшей стратегией для МРК могло

бы стать выделение из их состава подразделений мобильной связи после того, как те принесут им существенную дополнительную стоимость.

Корпоративное управление: похвастать нечем

Корпоративное управление в секторе остается на довольно низком уровне

Корпоративное управление в секторе хотя и развивается, но еще остается на довольно низком уровне. Несмотря на ряд формальных шагов в верном направлении, таких как принятие норм Корпоративного управления (КУ) и разработка дивидендной политики, в 2003 г. имели место и некоторые негативные явления. Главным негативным событием стал контракт с компанией Oracle, которая была выбрана без проведения тендера, хотя стоимость сделки, по масштабам капитальных затрат МРК, была очень высока. Хотя Связьинвест постарался улучшить свою репутацию и организовал тендер на предоставление услуг в области CRM (управление связями с клиентом) и биллинга (формирование счетов), это мало поправило общую картину. Холдинг, не приведя разумных объяснений, оставил российских разработчиков без участия в тендере.

Еще пример сделки, не свободной от «конфликта интересов» – продажа Дальсвязью 50%-ной доли в мобильном операторе Примтелефон. Хотя стоимостная оценка этой компании была близка к справедливой (около $500 за одного абонента), Дальсвязь проигнорировала более выгодное предложение по этому активу. Мало того, степень распространения услуг мобильной связи в Дальневосточном регионе остается одной из самых низких в России, поэтому Примтелефон имел большой потенциал роста и мог бы быть позднее продан гораздо дороже в будущем.

Высший балл по корпоративному управлению имеет Уралсвязьинформ, за которым следуют Северо-Западный Телеком

Standard and Poor's оценивает качество корпоративного управления (КУ) российских региональных телекомов (см. Илл. 29). в этом секторе самую высокую оценку по КУ имеет Уралсвязьинформ, за которым следуют Северо-Западный Телеком (единственный случай, где мы не согласны с агентством S&P), ВолгаТелеком и Сибирьтелеком. Тем не менее, даже Уралсвязьинформ отстает от компаний Ростелеком (6,4 пункта) и МТС (7,4 пункта, самый высокий балл в России). Тем самым подтверждается разрыв в качестве КУ между региональными и остальными российскими телекомами. Мы объясняем это большей степенью государственного участия в МРК, по сравнению с другими телекомами, включая Ростелеком, который – хотя и принадлежит в значительной части тому же главному акционеру (Связьинвест) – имеет большую свободу и менее зависит от регулятора (тарифы на услуги дальней связи социально менее значимы, чем тарифы местной связи).

Илл. 29. S&P: рейтинги корпоративного управления телекомов

Компания	Дата присвоения рейтинга	Общий балл	Структура собственности и внешнее влияние	Права акционеров и отношения с инвесторами	Прозрачность, раскрытие данных и аудит	Структура совета директоров и его эффективность
ЦентрТелеком	26/03/03	**5,3**	5,5	6,5	4,7	4,5
Северо-Западный Телеком	03/09/03	**5,9**	5,5	6,5	6,2	5,5
ЮТК	11/11/03	**5,6**	5,8	6,5	5,8	4,5
ВолгаТелеком	15/08/03	**5,8**	5,8	6,5	5,5	5,3
Уралсвязьинформ	18/08/03	**6,1**	6,3	6,7	6,3	5,1
Сибирьтелеком	03/07/03	**5,7**	5,5	6,2	6,3	4,9
Дальсвязь	03/07/03	**5,3**	5,5	6,3	4,7	4,9
В среднем		**5,7**	**5,7**	**6,5**	**5,6**	**5,0**
Ростелеком	28/01/04	**6,4**	5,8	7,5	6,8	5,5
МТС	20/05/02	**7,4**	7,5	7,7	8	6,3

Источник: Standard and Poor's

Как сказано выше, большая часть региональных телекомов уже разработала и взяла на вооружение дивидендную политику. Соответственно, каждая компания обязалась выделять в виде дивидендов не менее 15-20%

чистой прибыли (по РСБУ). Следует отметить, что чистая прибыль по РСБУ в целом выше, чем та же прибыль по МСФО (главным образом, из-за различной трактовки понятия «амортизация»). На выплату будет направлено примерно 5-10% чистой прибыли по дивидендам на обыкновенные акции и еще 10% – по дивидендам на привилегированные акции.

Дивидендная доходность все еще низка: по обыкн. акциям (0,6% – 1,1%); по привил. акциям она составляет 2,3% – 4,7%

Мы ожидаем, что в текущем году Уралсвязьинформ выплатит 12% чистой прибыли в виде дивидендов на обыкновенные акции (оставив коэффициент выплат на привилегированные акции на уровне 10%), а Дальсвязь уже объявила о коэффициенте выплат в 27%. Тем не менее, у ЮТК дивидендная доходность по обыкновенным акциям остается низкой (0,6% – 1,1%), а по привилегированным акциям, как ожидается, достигнет 4,7%.

Илл. 30. Ожидаемые дивидендные выплаты по акциям телекомов за 2003 г.

Компания	Дата закрытия реестра	Дивиденд, руб/акция		Дивиденд, $/акция		Дивидендная доходность		Дивидендные выплаты		Комментарий
		Обыкн.	Привил.	Обыкн.	Привил.	Обыкн.	Привил.	Всего, $ млн	В % чистой прибыли за 2003П	
ЦентрТелеком	23/04/04	0,1249	0,2857	0,0044	0,0100	1,1%	3,1%	12,13	23%	13% по обыкн., 10% по привил.
Северо-Западный Телеком	Конец апреля – начало мая	0,11453	0,41722	0,0040	0,0146	0,6%	3,3%	5,91	20%	10% по обыкн., 10% по привил.
ЮТК	14/05/04	0,0386	0,1177	0,0014	0,0041	1,3%	4,7%	8,03	20%	10% по обыкн., 10% по привил.
ВолгаТелеком	Конец апреля – начало мая	0,8062	2,4188	0,0283	0,0849	0,9%	3,4%	13,92	20%	10% по обыкн., 10% по привил.
Уралсвязьинформ	Конец апреля – начало мая	0,0069	0,0237	0,0002	0,0008	0,5%	3,0%	14,35	22%	12% по обыкн., 10% по привил.
Сибирьтелеком	30/04/04	0,0086	0,0384	0,0003	0,0013	0,6%	3,0%	9,12	17%	7% по обыкн., 10% по привил.
Дальсвязь	26/04/04	0,4059	0,7445	0,0142	0,0261	1,1%	2,3%	2,20	27%	17% по обыкн., 10% по привил.

Источники: Отчеты компаний, оценка Альфа-Банка

Мы моделируем дивидендные выплаты в 2004-2006П на прежнем уровне

На перспективу мы моделируем дивидендные выплаты в 2004-2006П на том же уровне, а с 2007П – с постепенным увеличением для отдельных МРК (начиная с компаний Сибирьтелеком и Уралсвязьинформ) там, где для этого есть финансовые возможности. По нашим оценкам, выплата дивидендов в 2012П достигнет 40% чистой прибыли у компаний Уралсвязьинформ и Сибирьтелеком, 35% – у ВолгаТелеком и 30% – у компаний Северо-Западный Телеком и Дальсвязь. Довольно скромными останутся выплаты у компаний ЮТК и ЦентрТелеком.

Приватизация Связьинвеста – на пользу МРК

Рынок ожидает продолжения приватизации Связьинвеста

Рынок давно ожидает продолжения приватизации Связьинвеста (первые 25%+1 акция холдинга были проданы компании MustCom в июле 1997 г.), но государство еще не определило сроки и масштабы дальнейшей приватизации. Между тем ходят слуги, что Джордж Сорос согласился продать MustCom частному отечественному инвестору, хотя эти слухи пока никто не подтвердил.

Чем раньше Связьинвест перейдет в руки нового частного владельца, тем лучше

Мы считаем, что чем раньше Связьинвест перейдет в руки нового частного владельца, тем лучше, поскольку при этом, вероятно, ускорится реструктуризация холдинга и прогресс в сокращении расходов. Мы ожидаем, что государство примет окончательное решение по дальнейшей приватизации Связьинвеста во 2-м полугодии 2004 г.-1-м полугодии 2005 г.

Среднее соотношение «Чистый долг/EBITDA» – 0,9

Как ожидается, МРК будут использовать все больше заемных средств

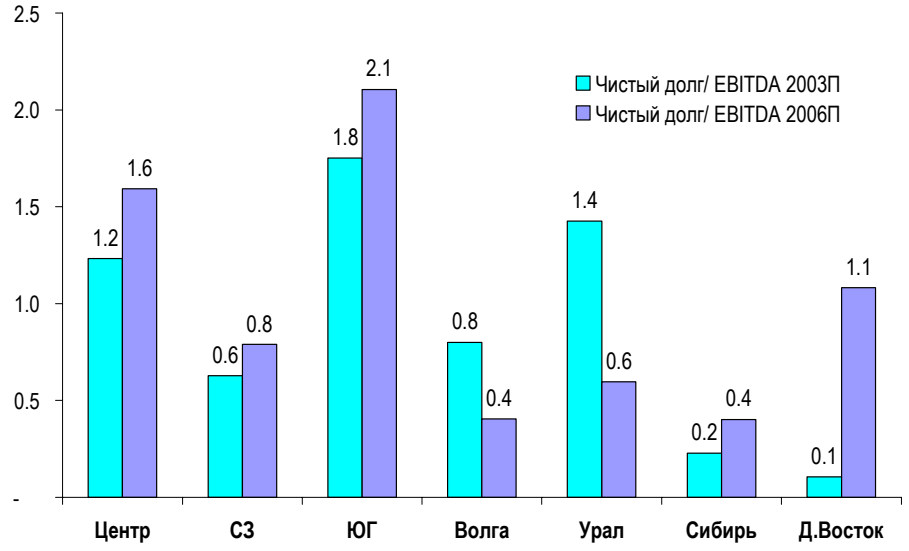
В краткосрочной перспективе операционный денежный поток у региональных телекомов не будет достаточным, чтобы финансировать планируемые инвестиции, поэтому компании, как ожидается, будут использовать все больше заемных средств. в основном МРК финансируют дефицит своих бюджетов из трех главных источников:

- Кредиты банков и финансирование за счет поставщика;
- Лизинг;
- Выпуск рублевых облигаций.

В течение 2003 г. региональные телекомы активно использовали в этих целях растущий российский рынок корпоративных облигаций. Все МРК осуществили эмиссию новых бондов (в объеме 1-3 млрд руб) со сроком погашения три года (а в случае компании Северо-Западный Телеком – со сроком четыре года). Облигации уже составляют свыше 50% совокупного долгосрочного долга (исключая лизинг) у компаний Дальсвязь и Сибирьтелеком, а у остальных МРК их уровень несколько ниже.

Климат на рынках капитала остается благоприятным – преобладает повышательная тенденция, что вызвало сокращение доходности к погашению. Рост цен телеком облигаций превышает рост рынка в целом: ЮТК разместила выпуск бондов на 1,5 млрд руб в феврале, Сибирьтелеком, как ожидается, разместит их на 2 млрд руб в конце 2-го кв. 2004 г. с большим основанием можно ожидать, что их примеру последуют другие МРК.

Илл. 31. Региональные телекомы: чистый долг /EBITDA



Источник: оценка Альфа-Банка

Наибольшая доля заемных средств была ЮТК и ЦентрТелеком

Что касается использования заемных средств, то здесь самыми активными были ЮТК и ЦентрТелеком (в случае ЮТК имеет место явный «перебор» – даже по сравнению с компаниями мобильной связи), тогда как Северо-Западный Телеком и ВолгаТелеком имеют минимальный финансовый рычаг. Свободный денежный поток в МРК достигнет положительных значений в период 2003П – 2007П (см. Илл. 32), что приведет к снижению темпов роста заимствований. По нашим моделям, компании с большой долей заемных средств (напр., ЮТК и ЦентрТелеком) имеют в период 2003П –2006П отрицательный средний темп роста процентного покрытия – из-за увеличения затрат по обслуживанию долга.

Илл. 32. МРК: использование заемных средств

Компания	Покрытие процентных выплат, 2003П	Средний темп роста процентного покрытия 2003П-06П	Положительный свободный денежный поток	Заемные средства/ Собственные средства, 2003П	Заемные средства/ Собственные средства, 2006П
		%	*Начиная с года:*		
ЦентрТелеком	3	-8%	2006(ОЦ.)	0,9	1,4
Северо-Западный Телеком	6	1%	2005(ОЦ.)	0,5	0,5
Южная телекоммуникационная компания	3	-16%	2005(ОЦ.)	1,1	1,6
ВолгаТелеком	7	22%	2003(ОЦ.)	0,6	0,6
Уралсвязьинформ	4	30%	2004(ОЦ.)	0,9	0,6
Сибирьтелеком	11	10%	2004(ОЦ.)	0,8	0,7
Дальсвязь	6	-6%	2007(ОЦ.)	0,7	0,7
В среднем	**6**	**Н/Д**	**Н/Д**	**0,8**	**0,9**

Примечание: Н/Д – нет данных
Источник: исследование Альфа-Банка

Низший рейтинг имеет ЦентрТелеком (ССС+); высшие рейтинги (В) присвоены компаниям ВолгаТелеком и Уралсвязьинформ

Агентство S&P присвоило долгосрочные кредитные рейтинги пяти из семи региональных телекомов. Самый низший рейтинг имеет ЦентрТелеком: ССС+ (на 6 пунктов ниже суверенного уровня), тогда как высшие рейтинги присвоены компаниям ВолгаТелеком и Уралсвязьинформ (В, на 4 пункта ниже суверенного). в начале года S&P объявил, что рассматривает вопрос о повышении рейтингов региональных телекомов, если они продемонстрируют стабильные финансовые показатели. в частности, поводом для пересмотра рейтингов будут служить стабильная операционная прибыль и способность к рефинансированию. Мало того, создание Резерва Универсального Обслуживания станет положительным для региональных телекомов, так как компенсирует их потери от участия в социально значимых, но убыточных проектах (таких как сельская телефония).

Вместе с S&P мы выражаем беспокойство высоким уровнем заемных средств и капитальных затрат ЮТК (60% от продаж за 2003П)). в феврале S&P изменил свой прогноз по этой компании со стабильного – на негативный, оставив ее рейтинг без изменений (В-).

Илл. 33. Долгосрочные кредитные рейтинги МРК

Компания	Агентство S&P			Агентство Fitch		
	Рейтинг	Прогноз	Пунктов до суверенного уровня	Рейтинг	Прогноз	Пунктов до суверенного уровня
Суверенный	**BB+**	**стабильный**		**BB+**	**стабильный**	
ЦентрТелеком	ССС+	стабильный	6			
Северо-Западный Телеком	B-	стабильный	5			
ЮТК	B-	негативный	5			
ВолгаТелеком	B	стабильный	4			
Уралсвязьинформ	B	стабильный	4	BB-	стабильный	2
Сибирьтелеком				B+	позитивный	3
Дальсвязь				B	позитивный	4

Источники: Standard and Poor's, Fitch

Некоторые региональные телекомы имеют рейтинг, присвоенный агентством Fitch. Очень сложно сравнивать рейтинги этого агентства с рейтингами от S&P, и мы лишь обращаем Ваше внимание на тот факт, что Fitch оценивает Уралсвязьинформ (единственную МРК с рейтингами от обоих агентств) на два пункта оптимистичнее, чем S&P.

Оценка стоимости

Наш выбор: Сибирьтелеком (обыкн.), Уралсвязьинформ (привил.)

Мы используем дисконт в 25% для привилегированных акций по отношению к обыкновенным

Мы пересмотрели наши модели, чтобы дать рассчитывать цены по методу DCF для обыкновенных и привилегированных акций. По сравнению с обыкновенными мы дали привилегированным дисконт в 25%, учитывая ограничения, присущие этому классу бумаг, а также их низкую ликвидность.

Все составляющие нашего расчета по методу DCF представлены на Илл. 34.

Илл. 34. Составляющие модели на основе DCF

	Премия за риск %	Рост в постпрогнозный период %	Дисконт к обыкновенным акциям %	Стоимость долга %	Долг /Собственные средства, 2004П %
ЦентрТелеком	6%	1,5%	25%	14%	1,2
Северо-Западный Телеком	6%	1,5%	25%	13%	0,5
Южная телекоммуникационная компания	7%	1,5%	25%	15%	1,5
ВолгаТелеком	5%	2,0%	25%	13%	0,6
Уралсвязьинформ	5%	2,0%	25%	13%	0,9
Сибирьтелеком	5%	2,0%	25%	13%	0,8
Дальсвязь	7%	1,5%	25%	15%	0,5

Источник: исследование Альфа-Банка

Премия за риск варьируется от 5% до 7%

Мы определили величину премий за риск на основе нашего понимания рисков в МРК: корпоративное управление, менеджмент, прозрачность, ликвидность и т.д. Величина премий определяется по следующим критериям.

- 5% для «передовых» региональных телекомов, имеющие бизнес мобильной связи и хорошие показатели прибыли. Менеджмент компаний (Уралсвязьинформ, Сибирьтелеком и ВолгаТелеком) заслужил высокую репутацию в этом сегменте.
- 7% для компаний со слабым корпоративным управлением, где подотчетность и эффективность вселяют озабоченность (ЮТК, Дальсвязь).
- 6% для прочих МРК, которые находятся где-то посередине между двумя этими группами (ЦентрТелеком и Северо-Западный Телеком).

Постпрогнозный период начинается у нас с 2013 г. Темп роста в этот период равен 2,0% в год для МРК, имеющих бизнес мобильной связи, и 1,5% – для остальных МРК

Исчисление стоимости в постпрогнозный период начинается в наших моделях с 2013П. Темп роста в этот период устанавливается в 2,0% в год для МРК, имеющих бизнес мобильной связи (Уралсвязьинформ, Сибирьтелеком и ВолгаТелеком), и 1,5% для МРК, не имеющих такового. Минимальную долю стоимости за постпрогнозный период в стоимости акционерного капитала имеет Уралсвязьинформ (55%), тогда как максимальную ее долю имеют ЦентрТелеком и Дальсвязь (76% и 75%, соответственно).

Илл. 35. Стоимость в постпрогнозный период как % общей стоимости акционерного капитала каждой МРК

ЦентрТелеком	76%
Северо-Западный Телеком	68%
Южная телекоммуникационная компания	67%
ВолгаТелеком	60%
Уралсвязьинформ	55%
Сибирьтелеком	61%
Дальсвязь	75%

Источник: оценка Альфа-Банка

Стоимость долга для МРК варьируется от 13% до 15%,

Стоимость долга у МРК варьируется от 13% до 15%, с учетом доли заемных средств, кредитных рейтингов и оценок стоимости финансирования.

Включив в нашу модель все вышеуказанные допущения относительно средневзвешенной стоимости капитала, мы пришли к следующим справедливым оценкам региональных телекомов:

Илл. 36. Региональные телекомы: справедливые оценки и рейтинги

	Обыкновенные			Привилегированные		
	Расчетная цена $	Потенциал роста %	Рекомендация	Расчетная цена $	Потенциал роста %	Рекомендация
ЦентрТелеком	0,39	-5%	ДЕРЖАТЬ	0,29	-10%	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,63	0%	ДЕРЖАТЬ	0,47	9%	ДЕРЖАТЬ
Южная телекоммуникационная компания	0,14	41%	ПОКУПАТЬ	0,11	28%	ПОКУПАТЬ
ВолгаТелеком	3,45	7%	ДЕРЖАТЬ	2,59	7%	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ	0,05	20%	ПОКУПАТЬ	0,04	48%	ПОКУПАТЬ
Сибирьтелеком	0,07	38%	ПОКУПАТЬ	0,05	22%	ПОКУПАТЬ
Дальсвязь	1,97	54%	ПОКУПАТЬ	1,47	41%	ПОКУПАТЬ

Источник: исследование Альфа-Банка

Наш выбор: Сибирьтелеком (обыкн.) и Уралсвязьинформ (привил.)

Наши фавориты в секторе: обыкновенные акции Сибирьтелеком и привилегированные акции Уралсвязьинформ (потенциалы роста 38% и 48%, соответственно). Максимальные изменения в расчетной цене акций коснулись компаний Сибирьтелеком (мы повысили расчетную цену с $0,053 до $0,07) и Северо-Западный Телеком (повышение с $0,47 до $0,63).

Мы отдаем предпочтение также акциям Дальсвязи (потенциал роста 54% до текущих уровней)

Что касается потенциала роста до справедливой цены, то мы отдаем предпочтение и акциям Дальсвязи (запас в 54% до текущих уровней), но меньше удовлетворены ее фундаментальными показателями, в отличие от показателей главных фаворитов. На наш взгляд, заметного потенциала роста нет у компаний ВолгаТелеком (несмотря на ее бизнес мобильной связи), ЦентрТелеком и Северо-Западный Телеком. Тем не менее, мы будем отслеживать Северо-Западный Телеком, учитывая его две его сильные стороны: низкий уровень задолженности и высокая репутация нового руководителя. При всем том рынку потребуется время, чтобы оценить реальные успехи нового руководства компании.

Анализ чувствительности акций МРК приведен ниже – в кратких обзорах компаний

В разделе, содержащем краткий обзор компаний, мы даем анализ чувствительности акций каждой МРК от разных факторов. Ниже мы приводим анализ чувствительности котировок к изменениям курса рубля, по сравнению с нашими прогнозами. Как правило, если курс рубля (в моделируемый период) повышается на дополнительные 5%, по сравнению с официальными прогнозами, то цены акций повышаются на 5,3%.

Илл. 37. Чувствительность к изменению курса рубля

Изменение курса рубля, по сравнению с прогнозом, в %	-10%	-5%	0	5%	10%
Изменение расчетной цены, %	11,1%	5,3%	0,0%	-4,8%	-9,1%
ЦентрТелеком	0,39	0,37	0,36	0,34	0,32
Северо-Западный Телеком	0,70	0,66	0,63	0,60	0,57
Южная телекоммуникационная компания	0,14	0,14	0,13	0,12	0,12
ВолгаТелеком	3,58	3,39	3,22	3,07	2,93
Уралсвязьинформ	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04
Сибирьтелеком	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06
Дальсвязь	2,02	1,91	1,82	1,73	1,65

Источник: оценка Альфа-Банка

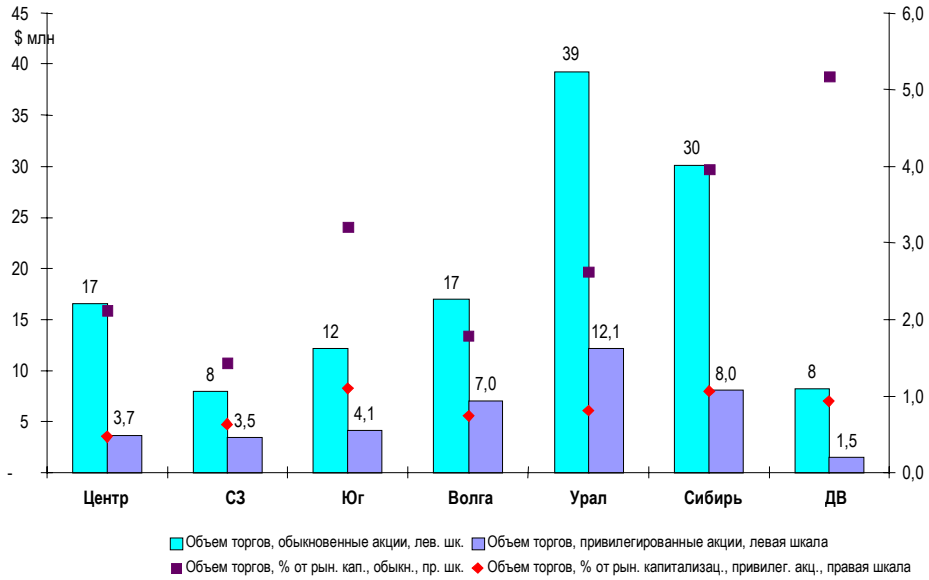
МРК входят в группу 20 самых ликвидных компаний 2-го эшелона

Уралсвязьинформ – третья по уровню ликвидности акция 2-го эшелона

Все региональные телекомы входят в группу 20 самых ликвидных российских компаний 2-го эшелона. Уралсвязьинформ – третья по уровню ликвидности акция в секторе (после Мосэнерго и Транснефти), а следом за ними идет Сибирьтелеком (наш фаворит). Кроме того, привилегированные акции Уралсвязьинформ и Сибирьтелеком лидируют по уровню ликвидности среди привилегированных акций сектора.

Интересно, что объемы торгов обыкновенными акциями Дальсвязи в период с января 2003 г. по март 2004 г. достигли 5,0% от ее текущей рыночной капитализации, что является самым высоким уровнем в секторе (в среднем, 3,1%).

Илл. 38. Ликвидность акций МРК (январь 2003 г. – март 2004 г.)

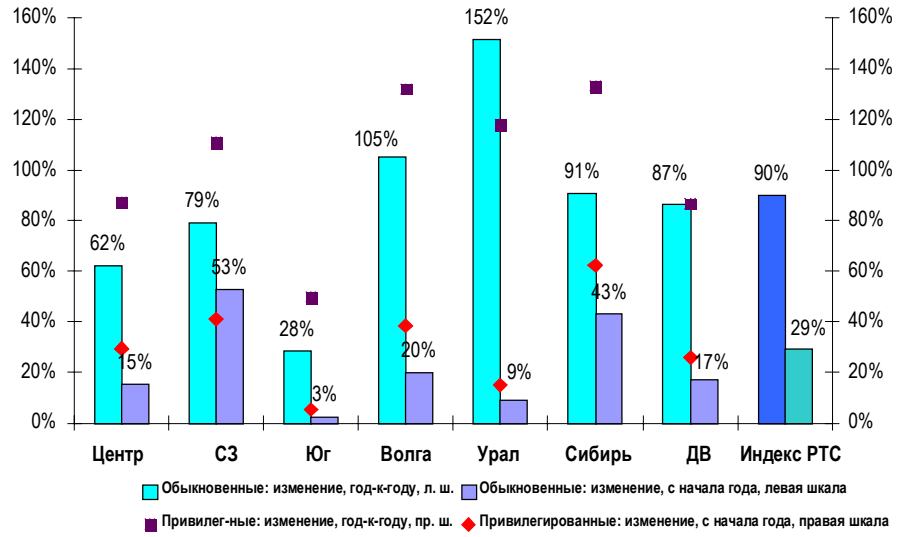


Источник: Bloomberg

Северо-Западный Телеком и Сибирьтелеком оказались лучше Индекса РТС (с начала года)

Акции МРК демонстрируют разные тенденции: Уралсвязьинформ и ВолгаТелеком оказались лучше Индекса РТС, в годовом исчислении (на 62% и 15%, соответственно), но хуже того же Индекса РТС, с начала года (на 20% и 9%, соответственно). в то же время Северо-Западный Телеком и Сибирьтелеком оказались хуже Индекса РТС, в годовом исчислении, но лучше того же Индекса РТС, с начала года. Аутсайдерами остаются акции компаний ЦентрТелеком, ЮТК и Дальсвязь.

Илл. 39. Динамика акций МРК



Источник: Bloomberg

Дешевые на основе мультипликаторов, при более низких маржах

Стоимостные оценки МРК остаются привлекательными, по сравнению с их зарубежными аналогами

Несмотря на впечатляющий рост котировок большинства МРК с начала 2003 г., их стоимостные оценки все еще остаются привлекательными, по сравнению с зарубежными аналогами, особенно с учетом показателей EV/Продажи и EV/EBITDA за 2004-2006 гг. в то же время МРК, как и российские компании беспроводной связи, демонстрируют более сильный рост, по сравнению со сравнимыми компаниями в сфере телекоммуникаций. Средний темп роста у МРК (11%) в период 2004-2006 гг. будет гораздо выше, чем на всех других изученных нами рынках (ближайший, по показателям роста, рынок – Латинская Америка, где средний темп роста выручки в период 2004-2006П составит 8%).

Сочетание относительно высоких темпов роста и потенциала дальнейшего совершенствования делает МРК привлекательными

Рентабельность МРК – ниже, чем на большинстве других рынках (за некоторым исключением на рынке США), по причине более низкой эффективности. Тем не менее, сочетание относительно высоких темпов роста (сравнительно с другими компаниями проводной связи на глобальных развивающихся рынках) и выгоды от повышения рентабельности в результате возможной реструктуризации делает российские региональные телекомы привлекательными, хотя и заставляет осторожно относиться к выбору акций.

Среди МРК самой дешевой компанией, с учетом фундаментальных показателей, остается Дальсвязь, хотя она всегда торгуется с дисконтом (из-за своей незначительной величины, отдаленности, а также из-за относительно слабой ликвидности акций). Среди «основных» МРК самыми привлекательными, с учетом фундаментальных показателей, после Дальсвязи являются Сибирьтелеком и ЮТК.

Илл. 40. Сравнительная стоимостная оценка

	EV	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			Норма EBITDA			Средний темп роста продаж
	$ млн	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004-06П
Россия														
ЦентрТелеком	1 042	1,1	1,0	0,9	4,7	4,2	3,5	34	34	18	23	24	26	8,7
Северо-Западный Телеком	634	1,1	0,9	0,9	4,8	2,8	3,2	17	6	8	24	31	27	14,7
ЮТК	766	1,1	1,0	0,9	4,0	3,4	3,0	18	16	10	27	28	29	10,4
ВолгаТелеком	1 115	1,4	1,3	1,2	4,8	4,1	3,6	12	10	8	30	31	32	10,7
Уралсвязьинформ	1 878	1,8	1,5	1,4	5,4	4,2	3,9	12	8	7	33	36	37	11,0
Сибирьтелеком	974	1,2	1,1	1,0	4,0	3,4	2,9	6	4	4	29	31	33	10,4
Дальсвязь	182	0,6	0,5	0,5	2,8	2,3	1,9	3	5	5	21	23	25	9,8
В среднем		**1,2**	**1,0**	**1,0**	**4,4**	**3,5**	**3,1**	**15**	**12**	**8**	**27**	**29**	**30**	**10,8**
Вост. Европа, Бл. Восток, Африка														
Cesky Telecom	4 477	2,0	2,0	2,0	4,3	4,4	4,5	30	27	26	46	45	45	(1,4)
Matav	6 366	2,2	2,1	2,1	5,2	5,2	5,3	15	14	13	41	41	40	1,6
TPSA	9 075	1,9	1,9	1,9	4,3	4,3	4,4	13	11	12	44	43	42	0,4
Bezeq	3 267	1,9	1,9	1,8	4,7	4,9	4,5	41	36	30	39	38	39	2,9
Telkom SA	10 435	1,7	1,6	1,6	4,5	4,4	4,3	12	9	9	38	37	36	4,1
В среднем		**1,9**	**1,9**	**1,9**	**4,6**	**4,6**	**4,6**	**22**	**20**	**18**	**42**	**41**	**41**	**1,5**
Латинская Америка														
Brasil Telecom	3 042	1,0	0,9	0,9	2,2	2,0	1,9	10	8	7	45	46	46	7,5
Tele Norte Leste	7 994	1,5	1,3	1,3	3,3	3,0	2,9	13	9	6	45	45	44	7,3
Telmex	27 054	2,4	2,3	1,9	4,7	4,7	3,9	10	9	8	51	50	49	11,7
TeleSP	8 618	1,9	1,8	1,7	4,1	3,8	3,7	11	9	7	46	47	46	5,4
В среднем		**1,7**	**1,6**	**1,5**	**3,6**	**3,4**	**3,1**	**11**	**9**	**7**	**47**	**47**	**46**	**8,0**
Азия														
China Telecom	35 469	2,3	2,2	2,1	4,3	4,1	3,9	9	8	8	54	54	55	5,0
KT Corp	19 828	1,5	1,5	1,6	3,4	3,5	3,6	9	9	8	44	43	45	(3,7)
Chiunghwa Telecom	17 651	3,2	3,2	3,3	5,9	6,0	6,0	12	12	12	54	53	54	(0,4)
В среднем		**2,3**	**2,3**	**2,3**	**4,5**	**4,5**	**4,5**	**10**	**10**	**9**	**51**	**50**	**51**	**0,3**
Западная Европа														
DT	128 937	1,8	1,8	1,7	5,4	5,1	4,9	26	19	14	34	34	34	3,8
FT	112 531	1,9	1,9	1,7	5,0	4,7	4,5	15	11	8	38	39	39	5,0
BT	44 677	1,3	1,3	1,3	4,1	4,0	4,0	9	9	9	32	32	32	1,1
В среднем		**1,7**	**1,6**	**1,6**	**4,8**	**4,6**	**4,5**	**17**	**13**	**10**	**35**	**35**	**35**	**3,3**
США														
AT&T Corp	25 014	0,8	0,8	0,9	3,4	3,7	3,9	14	17	19	23	23	22	(3,2)
BellSouth Corp	58 740	2,0	1,7	1,8	4,9	4,6	4,6	13	13	12	41	37	38	7,0
В среднем		**1,4**	**1,3**	**1,3**	**4,1**	**4,2**	**4,2**	**13**	**15**	**16**	**32**	**30**	**30**	**1,9**

Источники: Bloomberg, IBES, оценка Альфа-Банка

Краткие обзоры компаний

ЦентрТелеком (*об.* $0,39, ДЕРЖАТЬ; *пр.* $0,29, ДЕРЖАТЬ)

Илл. 41. Основные выводы

- ЦентрТелеком – вторая по величине региональная компания, имеющая выручку $719 млн (2003(Оц.)) и 5,8 млн линий доступа.
- Компания действует в 17 субъектах Центральной России, где проживает 28,3 млн человек. МРК не имеет лицензии на обслуживание г. Москвы.
- ЦентрТелеком слабо представлен на рынке мобильной связи. Руководство компании планирует развивать современных услуг связи (VAS) и ожидает, что к 2006 г. на их счет будет приходиться до 35% выручки. Тем не менее, мы полагаем, что в ближайшие годы львиная доля доходов ЦентрТелекома будет обеспечена услугами местной связи (с учетом роста тарифов и введения новых линий доступа). Одним из источников роста компании остается приобретение альтернативных операторов – в начале 2004 г. ЦентрТелеком купил Роснет, одного из старейших региональных альтернативных операторов.
- Рентабельность компании (в 2003(Оц.) норма EBITDA составила 26%) и доходность капитала (6% в 2003(Оц.)) ниже среднего уровня для МРК.
- Среди МРК ЦентрТелеком имеет самый низкий кредитный рейтинг от S&P (CCC+, стабильный). Использование заемных средств у него – весьма высокое, в 2003(Оц.) коэффициент D/E составил 0,9 и ожидается, что в 2006(Оц.) он вырастет до 1,2 .
- Рейтинг корпоративного управления от S&P' равен 5,3 и является самым низким среди МРК. Тем не менее, недавно компания объявила, что намерена улучшить свой имидж в этой области.

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 42. Выпущенные ценные бумаги

Ценная бумага	Тикер	Номинал	Количество/1000
обыкновенная	ESMO	0,3 руб	1 578 006,8
привилег.	ESMOP	0,3 руб	525 992,8
АДР, Уровень I	CRMUY US	100 в 1	

Источник: отчеты компаний

Илл. 43. Рейтинги компании

Название рейтинга	Рейтинг
Долгосрочный кредитный рейтинг S&P	CCC+, стабильный
Долгосрочный кредитный рейтинг Fitch	Н/Д
Рейтинг корпоративного управления S&P	5,3

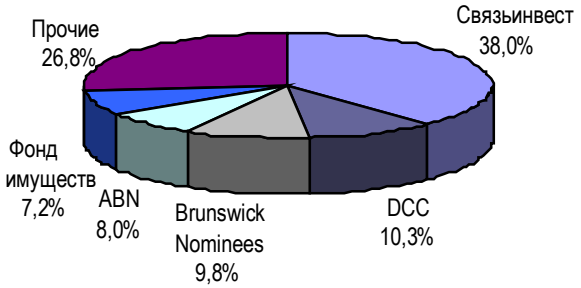
Источник: отчеты компаний

Илл. 44. SWOT-АНАЛИЗ

Плюсы	• Крупнейшая МРК
Минусы	• Почти не участвует в бизнесе мобильной связи • Отсутствие единообразия среди подразделений
Возможности для роста	• Приобретение региональных альтернативных операторов • Увеличение ликвидности путем продажи доли, принадлежащей Фонду имуществ (7,2%)
Возможные проблемы	• Каннибализация трафика операторами мобильной связи • Неспособность снизить расходы

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 45. Структура акционеров

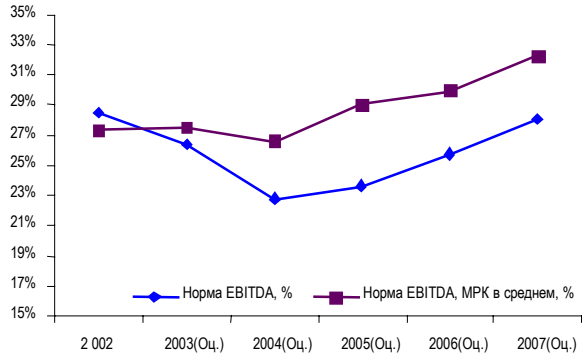


Источник: данные компании

Илл. 46. Географическое положение

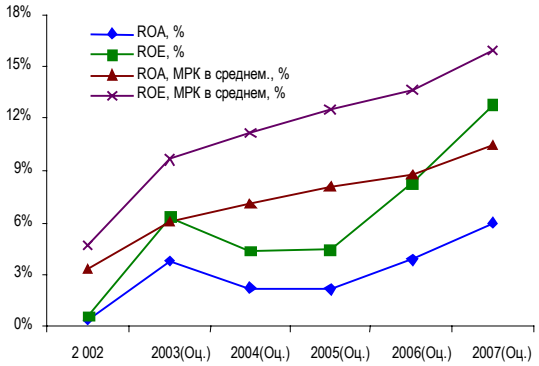
Источник: данные компании

Илл. 47. Норма EBITDA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 48. Доходность капитала (ROE) и активов (ROA)



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 49. Финансовые показатели ЦентрТелекома по МСФО

млн $	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	558	719	975	1 058	1 152	1 230	1 301	1 372	1 449
Выручка от услуг местной связи, %	27%	28%	29%	31%	33%	34%	36%	37%	37%
Выручка от услуг дальней связи, %	44%	47%	51%	51%	50%	49%	49%	48%	48%
Выручка от услуг мобильной связи, %									
Операционная прибыль	48	69	77	105	147	192	225	262	294
Прибыль до налогообложения	1	48	37	37	71	118	146	190	231
Чистая прибыль	3	30	24	23	45	75	93	121	147
EBITDA	159	190	222	250	296	345	385	427	468
Операционная рентабельность, %	9%	10%	8%	10%	13%	16%	17%	19%	20%
Норма прибыли до налогообложения, %	0%	7%	4%	3%	6%	10%	11%	14%	16%
Норма чистой прибыли, %	0%	4%	2%	2%	4%	6%	7%	9%	10%
Норма EBITDA, %	29%	26%	23%	24%	26%	28%	30%	31%	32%
ROA, %	0%	4%	2%	2%	4%	6%	7%	9%	10%
ROE, %	1%	6%	4%	4%	8%	13%	14%	17%	18%
ROCE, %	4%	11%	9%	10%	13%	16%	18%	20%	22%
Коэффициент текущей ликвидности, %	49%	56%	64%	62%	81%	92%	97%	100%	93%
Коэффициент быстрой ликвидности, %	23%	25%	27%	28%	37%	44%	48%	50%	49%
Заемные/ Собственные средства, %	75%	88%	115%	130%	138%	136%	129%	116%	102%
Чистый долг/ EBITDA, %	1,0	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	1,4	1,2	1,0
Коэффициент покрытия процентных платежей	6,5	6,8	4,9	4,3	4,5	5,2	5,6	6,7	7,4

Илл. 50. Производственные показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Число линий на конец года, млн	5,6	5,8	6,1	6,4	6,6	6,7	6,9	7,0	7,1
Число абонентов мобильной связи на конец года, млн									

Илл. 51. Основные исходные параметры и расчетные показатели модели DCF

млн $	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	82	94	136	184	215	254	295	328	365
Налоги (на EBIT)	-11	-11	-21	-35	-44	-57	-69	-80	-93
Капитальные затраты	-286	-235	-253	-271	-273	-274	-290	-294	-297
Амортизация и износ	144	145	149	154	159	165	174	187	200
Изменение оборотного капитала	-8	-3	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-2
Свободный денежный поток	-78	-9	7	31	55	85	108	139	174
Кумулятивная WACC, %	100%	111%	123%	137%	152%	169%	188%	209%	232%
Приведенная стоимость	-78	-9	6	22	36	51	58	67	75
Темп роста в постпрогнозный период	1,5%								
Стоимость предприятия в постпрогнозный период	77%								
Стоимость предприятия	997								
Чистый долг	234								
Стоимость акционерного капитала	763								
Стоимость акционерного капитала на одну акцию, $	0,39								

Илл. 52. Анализ модели DCF на чувствительность

		Премия за риск				
		5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Темп роста в постпрогнозный период	0,5%	0,38	0,37	0,35	0,33	0,32
	1,0%	0,41	0,39	0,37	0,35	0,33
	1,5%	0,43	0,41	0,39	0,37	0,35
	2,0%	0,46	0,43	0,41	0,39	0,37
	2,5%	0,49	0,46	0,43	0,41	0,39

Илл. 53. Сравнительная оценка стоимости

Рыночная капитализация, млн $	814
EV, млн $	1 048

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
EV/Выручка	1,9	1,5	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,6	5,5	4,7	4,2	3,5	3,0	2,7	2,5	2,2
P/E	317	27	34	35	18	11	9	7	6

Северо-Западный Телеком (*об.* $0,63, ДЕРЖАТЬ; *пр.* $0,47, ДЕРЖАТЬ)

Илл. 54. Основные выводы

- В настоящее время Северо-Западный Телеком обслуживает 3,5 млн линий доступа, в 2003(Оц.) выручка компании составила $421 млн. Почти половина выручки поступает из Санкт-Петербурга. в конце 2004 г. Северо-Западный Телеком завершит слияние с компаниями ЛенСвязь (400 000 линий доступа, $40 млн выручки в 2004(Оц.)) и КомиСвязь (275 000 линий доступа, $40 млн выручки в 2003(Оц.)).
- Две главные проблемы, с которыми сталкивается компания: 1) острая конкуренция со стороны альтернативных операторов за бизнес по обслуживанию корпоративных клиентов, 2) большая доля абонентов с привилегированным статусом, которые оплачивают лишь половину стандартного тарифа.
- Компания имеет очень маленькую (около 13%) рыночную долю современных услуг связи (VAS) и слабо представлена на рынке услуг мобильной связи.
- Гендиректор МРК Северо-Западный Телеком, Сергей Кузнецов, раньше был CEO компании Ростелеком. Мы отмечаем его большой опыт в области телекоммуникаций, глубокое знание рынка Санкт-Петербурга, а также большую работу, которую он проделал в «Ростелекоме» по выводу ее на новый уровень.
- В 2003(Оц.) показатель EBITDA компании Северо-Западный Телеком (28%) соответствовал среднему уровню для МРК.
- Долгосрочный кредитный рейтинг от S&P (B-) и стабильный прогноз по компании – на пять пунктов ниже суверенного уровня. Компания имеет минимальный (среди МРК) рычаг заемных средств – в 2003(Оц.) соотношение D/E равнялось 0,5.
- Среди МРК Северо-Западный Телеком имеет второй по числу баллов рейтинг корпоративного управления от S&P – 5,9.

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 55. Выпущенные ценные бумаги

Ценная бумага	Тикер	Номинал	Количество/1000
обыкновенная	SPTL	1 руб	735 917,2
привилег.	SPTLP	1 руб	202 022,8
АДР, Уровень I	NWTEY US	50 в 1	

Источник: отчеты компаний

Илл. 56. Рейтинги компании

Название рейтинга	Рейтинг
Долгосрочный кредитный рейтинг S&P	B-, стабильный
Долгосрочный кредитный рейтинг Fitch	Н/Д
Рейтинг корпоративного управления S&P	5.9

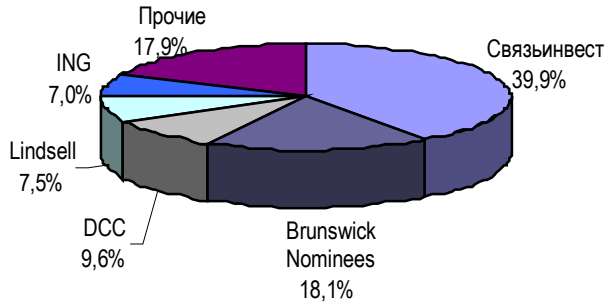
Источник: отчеты компаний

Илл. 57. SWOT-АНАЛИЗ

Плюсы	• Компанию возглавляет один из сильнейших руководителей в данном сегменте рынка • Максимальное число линий доступа на одного сотрудника
Минусы	• Низкая выручка на одну линию • Ограниченное присутствие на рынке услуг связи, предоставляемых корпоративным клиентам
Возможности для роста	• Поглощение более мелких региональных телекомов
Возможные проблемы	• Дальнейшая уступка доли рынка альтернативным операторам

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 58. Структура акционеров

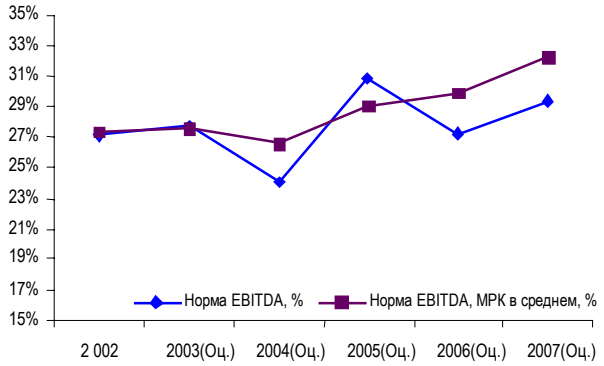


Источник: данные компании

Илл. 59. Географическое положение

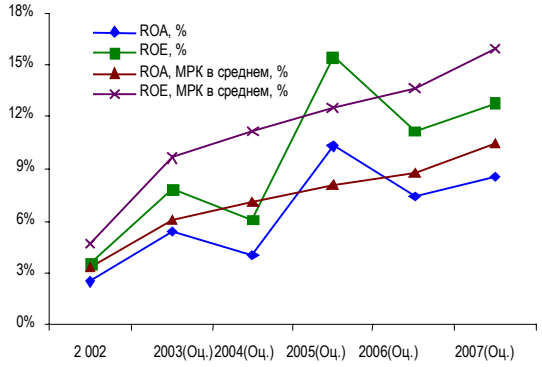
Источник: данные компании

Илл. 60. Норма EBITDA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 61. ROE и ROA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 62. Финансовые показатели Северо-Западного Телекома по МСФО

млн $	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	344	421	553	736	729	767	811	851	905
Выручка от услуг местной связи, %	34%	35%	34%	32%	38%	38%	39%	40%	40%
Выручка от услуг дальней связи, %	42%	45%	47%	41%	46%	45%	44%	43%	42%
Выручка от услуг мобильной связи, %									
Операционная прибыль	38	57	62	155	124	148	170	194	223
Прибыль до налогообложения	27	54	48	134	101	124	146	173	206
Чистая прибыль	15	38	33	94	71	87	102	121	144
EBITDA	93	117	133	227	198	225	251	278	312
Операционная рентабельность, %	11%	13%	11%	21%	17%	19%	21%	23%	25%
Норма прибыли до налогообложения, %	8%	13%	9%	18%	14%	16%	18%	20%	23%
Норма чистой прибыли, %	4%	9%	6%	13%	10%	11%	13%	14%	16%
Норма EBITDA, %	27%	28%	24%	31%	27%	29%	31%	33%	34%
ROA, %	2%	5%	4%	10%	7%	9%	9%	11%	12%
ROE, %	4%	8%	6%	15%	11%	13%	14%	15%	16%
ROCE, %	7%	11%	9%	20%	15%	17%	18%	20%	21%
Коэффициент текущей ликвидности, %	73%	83%	74%	81%	77%	113%	104%	99%	96%
Коэффициент быстрой ликвидности, %	43%	52%	39%	46%	43%	64%	58%	56%	55%
Заемные/ Собственные средства, %	44%	47%	53%	50%	52%	50%	45%	40%	34%
Чистый долг/ EBITDA, %	0,6	0,6	1,0	0,6	0,8	0,7	0,7	0,5	0,4
Коэффициент покрытия процентных платежей	11,2	11,1	8,5	13,0	10,4	10,5	11,6	14,8	18,1

Илл. 63. Производственные показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Число линий на конец года, млн	3,4	3,5	3,6	4,4	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6
Число абонентов мобильной связи на конец года, млн									

Илл. 64. Основные исходные параметры и расчетные показатели модели DCF

млн $	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	63	151	120	145	167	192	223	249	274
Налоги (на EBIT)	-14	-40	-30	-37	-44	-52	-62	-70	-79
Капитальные затраты	-143	-155	-153	-157	-162	-170	-181	-184	-186
Амортизация и износ	71	72	74	77	80	84	89	96	104
Изменение оборотного капитала	-6	-4	-5	-2	-2	-2	-1	-2	-2
Свободный денежный поток	-29	25	6	26	39	51	68	89	110
Кумулятивная WACC, %	100%	112%	125%	139%	155%	174%	194%	217%	243%
Приведенная стоимость	-29	23	5	19	25	29	35	41	45
Темп роста в постпрогнозный период	1,5%								
Стоимость предприятия в постпрогнозный период	69%								
Стоимость предприятия	632								
Чистый долг	73								
Стоимость акционерного капитала	559								
Стоимость акционерного капитала на одну акцию, $	0,63								

Илл. 65. Анализ модели DCF на чувствительность

		Премия за риск				
		5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Темп роста в постпрогнозный период	0,5%	0,65	0,62	0,58	0,55	0,52
	1,0%	0,68	0,64	0,60	0,57	0,54
	1,5%	0,71	0,67	0,63	0,60	0,56
	2,0%	0,74	0,70	0,66	0,62	0,59
	2,5%	0,78	0,73	0,69	0,65	0,61

Илл. 66. Сравнительная оценка стоимости

Рыночная капитализация, млн $	550
EV, млн $	624

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
EV/Выручка	1,8	1,5	1,1	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,7	5,3	4,7	2,7	3,1	2,8	2,5	2,2	2,0
P/E	36	15	17	6	8	6	5	5	4

ЮТК (*об.* $0,14, ПОКУПАТЬ; *пр.* $0,11, ПОКУПАТЬ)

Илл. 67. Основные выводы

- ЮТК обслуживает 3,6 млн линий доступа на территории с населением в 18,5 млн человек; в 2003(Оц.) выручка компании составила $503 млн.
- Компания получает 50% выручки от услуг дальней связи, что является одним из максимальных показателей среди региональных телекомов – благодаря выгодному географическому положению компании в курортной зоне. Тем не менее, в перспективе мы ожидаем, что часть этого трафика подвергнется каннибализации со стороны мобильных операторов.
- В 2003 г. компания интенсивно вкладывала средства (капитальные затраты составили 60% от объема продаж) в модернизацию и расширение своей сети. в результате цифровизация сети выросла с 39% до 49%. Кроме того, компания активно развивает цифровую инфраструктуру и в 2004 г. рассчитывает получить за счет современных услуг связи (VAS) свыше 5% выручки (в 2003(Оц.) было 3,7%).
- В 2003(Оц.) норма EBITDA соответствовала средним значениям для МРК (28%), но доходность капитала – ниже среднего (8%).
- ЮТК имеет среди МРК максимальный кредитный рычаг – в 2003(Оц.) пропорция D/E равнялась 1,1 и в 2006(Оц.) возрастет до 1,6. Агентство S&P присвоило компании долгосрочный рейтинг B- и дало по ней негативный прогноз.
- По сравнению с другими МРК корпоративное управление ЮТК находится на среднем уровне (рейтинг корпоративного управления S&P – 5,6).

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 68. Выпущенные ценные бумаги

Ценная бумага	Тикер	Номинал	Количество/1000
обыкновенная	KUBN	0,33 руб	2 960 513,0
привилег.	KUBNP	0,33 руб	972 151,8
АДР, Уровень I	KUE GR	50 в 1	

Источник: отчеты компаний

Илл. 69. Рейтинги компании

Название рейтинга	Рейтинг
Долгосрочный кредитный рейтинг от S&P	B-, негативный
Долгосрочный кредитный рейтинг от Fitch	Н/Д
Рейтинг корпоративного управления от S&P	5,6

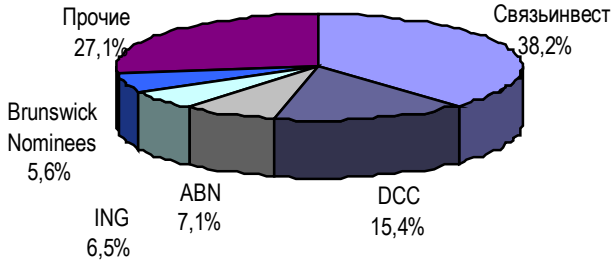
Источник: отчеты компаний

Илл. 70. SWOT-АНАЛИЗ

Плюсы	• Высокая доля выручки от услуг дальней связи благодаря выгодному географическому положению компании
Минусы	• Дисбаланс в развитии телекоммуникационной инфраструктуры в регионе • Слабое развитие бизнеса услуг мобильной связи
Возможности для роста	• Увеличение выплат мобильными операторами и альтернативными операторами
Возможные проблемы	• Каннибализация рынка дальней связи мобильными операторами • Высокая доля заемных средств

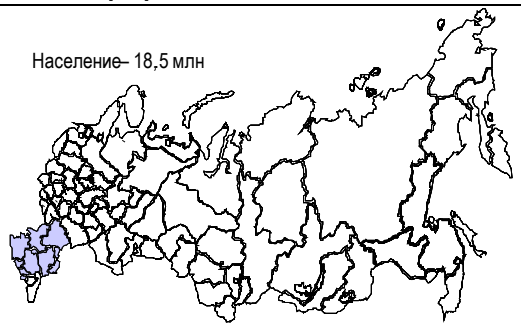
Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 71. Структура акционеров



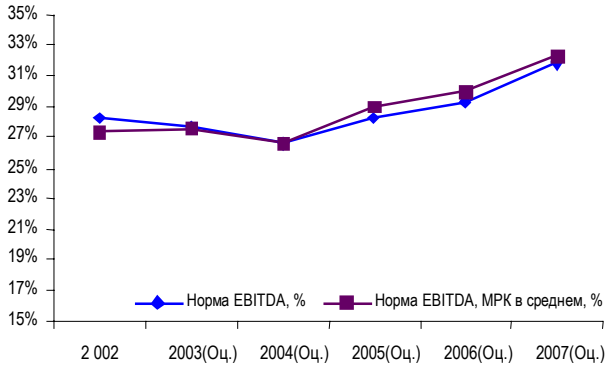
Источник: данные компании

Илл. 72. Географическое положение



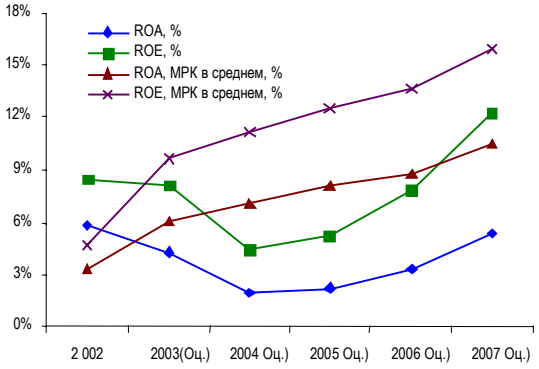
Источник: данные компании

Илл. 73. Норма EBITDA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 74. ROE и ROA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 75. Финансовые показатели ЮТК по МСФО

млн $	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	379	503	714	805	870	945	1,014	1,074	1,146
Выручка от услуг местной связи, %	22%	22%	21%	23%	24%	25%	26%	27%	27%
Выручка от услуг дальней связи, %	49%	50%	52%	52%	54%	53%	54%	53%	53%
Выручка от услуг мобильной связи, %									
Операционная прибыль	28	41	63	96	118	156	183	209	238
Прибыль до налогообложения	61	53	33	38	58	99	123	162	208
Чистая прибыль	33	34	21	24	38	63	79	104	134
EBITDA	107	139	190	227	255	301	337	370	410
Операционная рентабельность, %	8%	8%	9%	12%	14%	17%	18%	19%	21%
Норма прибыли до налогообложения, %	16%	11%	5%	5%	7%	10%	12%	15%	18%
Норма чистой прибыли, %	9%	7%	3%	3%	4%	7%	8%	10%	12%
Норма EBITDA, %	28%	28%	27%	28%	29%	32%	33%	34%	36%
ROA, %	6%	4%	2%	2%	3%	5%	6%	8%	10%
ROE, %	8%	8%	4%	5%	8%	12%	14%	16%	18%
ROCE, %	14%	12%	9%	11%	12%	16%	17%	20%	22%
Коэффициент текущей ликвидности, %	50%	53%	63%	60%	60%	69%	70%	68%	68%
Коэффициент быстрой ликвидности, %	22%	21%	25%	25%	25%	29%	30%	29%	29%
Заемные/ Собственные средства, %	58%	107%	146%	155%	159%	148%	137%	115%	92%
Чистый долг/ EBITDA, %	1,0	1,7	2,4	2,2	2,2	1,9	1,7	1,4	1,1
Коэффициент покрытия процентных платежей	10,0	5,7	3,8	3,5	3,8	4,2	4,7	5,8	7,2

Илл. 76. Производственные показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Число линий на конец года, млн	3,3	3,6	3,9	4,3	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3
Число абонентов мобильной связи на конец года, млн									

Илл. 77. Основные исходные параметры и расчетные показатели модели DCF

млн $	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	83	103	126	170	195	226	265	297	328
Налоги (на EBIT)	-10	-11	-18	-30	-37	-49	-62	-74	-87
Капитальные затраты	-304	-201	-218	-217	-233	-215	-229	-248	-267
Амортизация и износ	126	131	137	145	154	161	173	188	205
Изменение оборотного капитала	-9	-6	-6	-3	-4	-4	-3	-4	-4
Свободный денежный поток	-114	16	22	65	75	120	143	159	177
Кумулятивная WACC, %	100%	112%	126%	141%	159%	178%	201%	226%	255%
Приведенная стоимость	-114	14	17	46	47	67	71	70	69
Темп роста в постпрогнозный период	1,5%								
Стоимость предприятия в постпрогнозный период	68%								
Стоимость предприятия	915								
Чистый долг	387								
Стоимость акционерного капитала	528								
Стоимость акционерного капитала на одну акцию, $	0,14								

Илл. 78. Анализ модели DCF на чувствительность

		Премия за риск				
		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Темп роста в постпрогнозный период	0,5%	0,14	0,14	0,13	0,12	0,11
	1,0%	0,15	0,14	0,13	0,13	0,12
	1,5%	0,16	0,15	0,14	0,13	0,13
	2,0%	0,17	0,16	0,15	0,14	0,13
	2,5%	0,18	0,17	0,16	0,15	0,14

Илл. 79. Сравнительная оценка стоимости

Рыночная капитализация, млн $	378
EV, млн $	765

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
EV/Выручка	2,0	1,5	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	7,2	5,5	4,0	3,4	3,0	2,5	2,3	2,1	1,9
P/E	11	11	18	16	10	6	5	4	3

ВолгаТелеком (*об.* $3,45, ДЕРЖАТЬ; *пр.* $2,59, ДЕРЖАТЬ)

Илл. 80. Основные выводы

- ВолгаТелеком – вторая в России МРК по числу линий доступа (4,1 млн); в 2003(Оц.) выручка составила $532 млн.
- Компания имеет сильные позиции на региональном рынке услуг в сети Интернет (75% рынка). Кроме того, ВолгаТелеком собирается в качестве стратегического сегмента своего бизнеса развивать технологию VoIP (передача речи по протоколу IP).
- ВолгаТелеком имеет относительно большую долю регионального рынка услуг мобильной связи; в 2004(Оц.) около 11% ее суммарной выручки поступит от сектора мобильной связи. Недавно компания совместно с Уралсвязьинформом приобрела Татинком-Т, оператора связи по технологии DAMPS, имеющего лицензию GSM-1800 на работу в Татарстане. По итогам сделки ВолгаТелеком получила в купленной компании долю в 51%, а Уралсвязьинформ – 36%.
- Эффективность компании выше среднего уровня по сектору: в 2003(Оц.) норма EBITDA равнялась 30%, возврат на капитал – 10%.
- По использованию заемных средств ВолгаТелеком находится на предпоследнем месте среди МРК: в 2003(Оц.) соотношение D/E равнялось 0,6. S&P присвоило компании долгосрочный рейтинг (B) и стабильный прогноз, что на четыре пункта ниже суверенного уровня.
- Корпоративное управление – выше среднего уровня (рейтинг от S&P = 5,8).

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 81. Выпущенные ценные бумаги

Ценная бумага	Тикер	Номинал	Количество/1000
Обыкновенная	NNSI	5 руб	245 969,6
Привилег.	NNSIP	5 руб	81 983,4
АДР, Уровень I	VLGAY US NZH GR	2 в 1	

Источник: отчеты компаний

Илл. 82. Рейтинги компании

Название рейтинга	Рейтинг
Долгосрочный кредитный рейтинг от S&P	B, стабильный
Долгосрочный кредитный рейтинг от Fitch	Н/Д
Рейтинг корпоративного управления по S&P	5,8

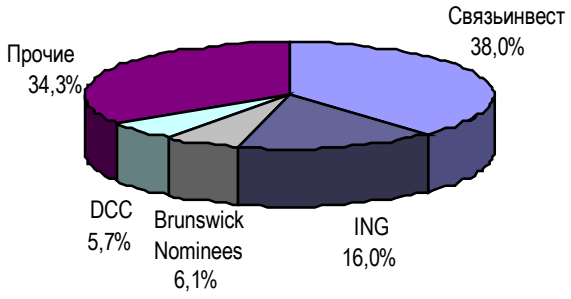
Источник: отчеты компаний

Илл. 83. SWOT-АНАЛИЗ

Плюсы	• Значительное присутствие на рынке мобильной связи • Высокая рентабельность
Минусы	• Сокращение международного трафика
Возможности для роста	• Консолидация бизнеса мобильной связи совместно с компанией Уралсвязьинформ
Возможные проблемы	• Конкуренция со стороны альтернативных операторов

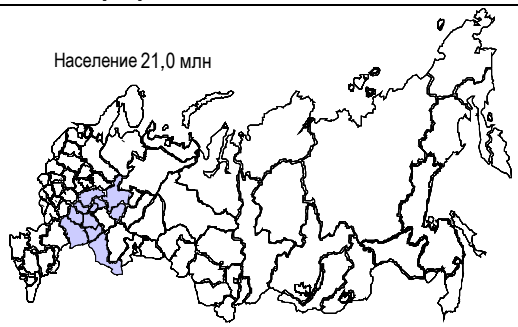
Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 84. Структура акционеров



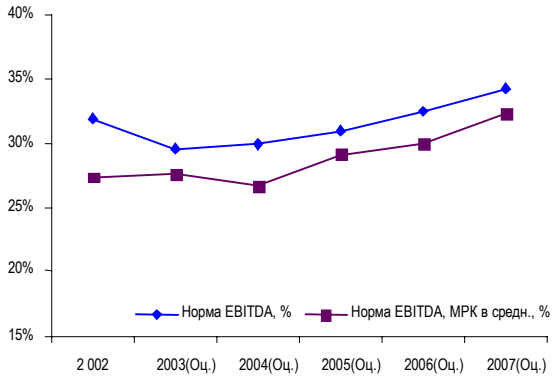
Источник: данные компании

Илл. 85. Географическое положение



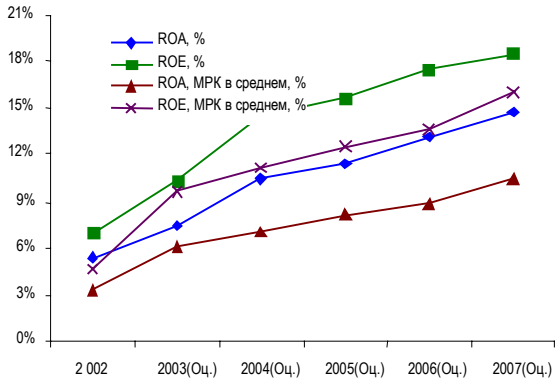
Источник: данные компании

Илл. 86. Норма EBITDA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 87. ROE и ROA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 88. Финансовые показатели ВолгиТелеком по МСФО

млн $	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	421	532	781	869	957	1,030	1,107	1,172	1,239
Выручка от услуг местной связи, %	25%	25%	24%	25%	27%	29%	30%	31%	32%
Выручка от услуг дальней связи, %	38%	42%	43%	43%	42%	42%	42%	41%	42%
Выручка от услуг мобильной связи, %	11%	8%	11%	13%	13%	13%	13%	13%	12%
Операционная прибыль	73	90	154	188	226	265	301	330	354
Прибыль до налогообложения	72	82	143	167	209	252	295	329	354
Чистая прибыль	29	48	85	99	123	149	174	194	209
EBITDA	134	158	234	269	311	353	394	427	458
Операционная рентабельность, %	17%	17%	20%	22%	24%	26%	27%	28%	29%
Норма прибыли до налогообложения, %	17%	15%	18%	19%	22%	24%	27%	28%	29%
Норма чистой прибыли, %	7%	9%	11%	11%	13%	14%	16%	17%	17%
Норма EBITDA, %	32%	30%	30%	31%	32%	34%	36%	36%	37%
ROA, %	5%	7%	10%	11%	13%	15%	16%	16%	15%
ROE, %	7%	10%	15%	16%	17%	19%	19%	19%	18%
ROCE, %	16%	16%	22%	24%	27%	30%	32%	31%	30%
Коэффициент текущей ликвидности, %	61%	63%	76%	73%	71%	73%	87%	119%	146%
Коэффициент быстрой ликвидности, %	24%	22%	27%	26%	26%	26%	31%	57%	83%
Заемные/ Собственные средства, %	54%	65%	64%	62%	57%	49%	42%	39%	38%
Чистый долг/ EBITDA, %	0,5	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0	-0,2
Коэффициент покрытия процентных платежей	22,5	11,6	11,6	13,4	17,7	24,8	45,6	100,3	136,4

Илл. 89. Производственные показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Число линий на конец года, млн	3,9	4,1	4,4	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,6
Число абонентов мобильной связи на конец года, млн	0,17	0,41	0,74	1,04	1,24	1,37	1,44	1,48	1,53

Илл. 90. Основные исходные параметры и расчетные показатели модели DCF

млн $	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	163	187	226	266	304	333	357	370	402
Налоги (на EBIT)	-43	-50	-63	-76	-89	-99	-106	-110	-120
Капитальные затраты	-168	-182	-201	-206	-221	-223	-235	-235	-252
Амортизация и износ	80	82	85	88	93	97	104	113	122
Изменение оборотного капитала	-6	-4	-4	-2	-2	-3	-3	-4	-3
Свободный денежный поток	27	33	44	71	84	106	117	134	150
Кумулятивная WACC, %	100%	111%	123%	136%	152%	168%	187%	208%	230%
Приведенная стоимость	27	29	36	52	56	63	63	64	65
Темп роста в постпрогнозный период	2,0%								
Стоимость предприятия в постпрогнозный период	62%								
Стоимость предприятия	1 188								
Чистый долг	126								
Стоимость акционерного капитала	1 062								
Стоимость акционерного капитала на одну акцию, $	3,45								

Илл. 91. Анализ модели DCF на чувствительность

		Премия за риск				
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
Темп роста в постпрогнозный период	1,0%	3,52	3,35	3,20	3,05	2,91
	1,5%	3,67	3,49	3,32	3,16	3,02
	2,0%	3,84	3,64	3,45	3,28	3,13
	2,5%	4,03	3,81	3,61	3,42	3,25
	3,0%	4,24	4,00	3,78	3,57	3,39

Илл. 92. Сравнительная оценка стоимости

Рыночная капитализация, млн $	990								
EV, млн $	1 116								
	2002	**2003П**	**2004П**	**2005П**	**2006П**	**2007П**	**2008П**	**2009П**	**2010П**
EV/Выручка	2,7	2,1	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	8,3	7,1	4,8	4,1	3,6	3,2	2,8	2,6	2,4
P/E	34	21	12	10	8	7	6	5	5

Уралсвязьинформ (*об.* $0,05, ПОКУПАТЬ; *пр.* $0,04, ПОКУПАТЬ)

Илл. 93. Основные выводы

- Уралсвязьинформ – крупнейшая МРК по размерам рыночной капитализации и выручки (в 2003(Оц.) = $728 млн), обслуживающая 3,2 млн линий фиксированной связи и 1,1 млн абонентов мобильной связи (по данным на конец 2003 г.).
- Уралсвязьинформ выделяется из ряда других МРК по степени участия в бизнесе мобильной связи, а также по уровню руководства и по степени прозрачности компании (рейтинг корпоративного управления S&P равен 6,1).
- Структура выручки компании приближается к оптимальной пропорции услуг местной/ дальней/ мобильной связи, и около 21% суммарной выручки компании уже поступает от услуг мобильной связи. Мало того, несмотря на конкуренцию со стороны «Большой тройки» мобильных операторов, УралСИ по-прежнему занимает более 50% рыночной доли новых абонентов в Уральском регионе, где он действует. Компания является четвертым оператором мобильной связи в России.
- Поскольку уровень операционной эффективности и участия в бизнесе мобильной связи у компании – выше среднего, она имеет один из лучших показателей рентабельности в секторе (по МСФО) – в 2003(Оц.) норма EBITDA составила 31%.
- УралСИ имеет средний показатель использования заемных средств (2003(Оц.) D/E – 0,9 и 2006(Оц.) D/E – 0,6) и долгосрочный кредитный рейтинг от S&P B, стабильный (что на четыре пункта ниже суверенного уровня), а также рейтинг от Fitch на уровне BB- при стабильном прогнозе (что на два пункта ниже суверенного).

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 94. Выпущенные ценные бумаги

Ценная бумага	Тикер	Номинал	Количество/1000
обыкновенная	URSI	0,12 руб	32 298 782,0
привилег.	URSIP	0,12 руб	7 835 941,3
АДР, Уровень I	UVYZY US URL GR	200 в 1	

Источник: отчеты компаний

Илл. 95. Рейтинги компании

Название рейтинга	Рейтинг
Долгосрочный кредитный рейтинг от S&P	B, стабильный
Долгосрочный кредитный рейтинг от Fitch	BB-, стабильный
Рейтинг корпоративного управления от S&P	6,1

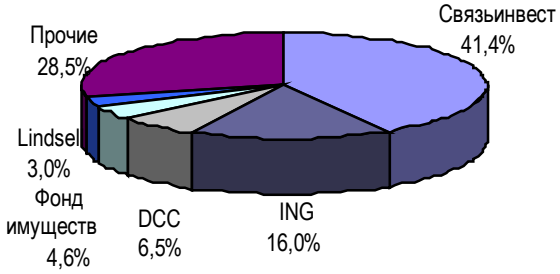
Источник: отчеты компаний

Илл. 96. SWOT-АНАЛИЗ

Плюсы	• Максимальное среди МРК присутствие на региональном рынке услуг связи в стандарте GSM • Сильный менеджмент
Минусы	• Относительная дороговизна компании
Возможности для роста	• Консолидация активов мобильной связи совместно с компанией ВолгаТелеком • Дальнейшее развитие регионального бизнеса мобильной связи • Региональная лицензия на услуги связи 3G
Возможные проблемы	• Конкуренция с «Большой тройкой» на рынке мобильной связи

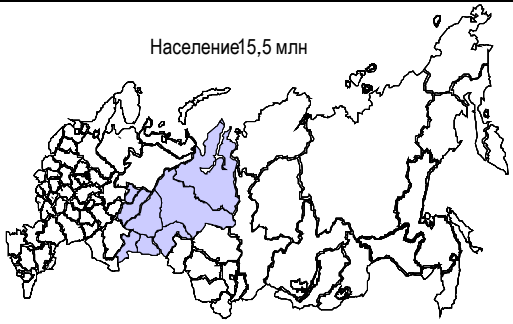
Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 97. Структура акционеров



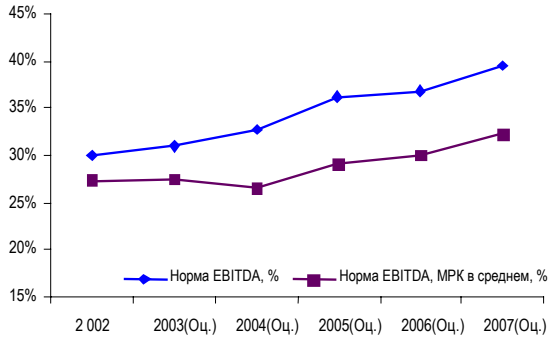
Источник: данные компании

Илл. 98. Географическое положение



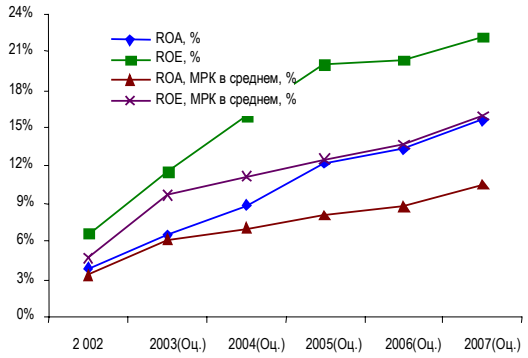
Источник: данные компании

Илл. 99. Норма EBITDA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 100. ROE и ROA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 101. Финансовые показатели Уралсвязьинформа по МСФО

млн $	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	564	728	1 073	1 235	1 322	1 445	1 581	1 676	1 734
Выручка от услуг местной связи, %	22%	21%	19%	20%	21%	21%	21%	22%	23%
Выручка от услуг дальней связи, %	37%	39%	38%	38%	38%	37%	36%	35%	36%
Выручка от услуг мобильной связи, %	21%	21%	25%	28%	29%	31%	33%	33%	32%
Операционная прибыль	92	138	245	338	375	451	530	581	593
Прибыль до налогообложения	65	112	199	284	329	415	501	561	580
Чистая прибыль	37	74	131	187	216	273	329	369	381
EBITDA	169	225	350	446	487	569	655	713	736
Операционная рентабельность, %	16%	19%	23%	27%	28%	31%	34%	35%	34%
Норма прибыли до налогообложения, %	11%	15%	19%	23%	25%	29%	32%	33%	33%
Норма чистой прибыли, %	7%	10%	12%	15%	16%	19%	21%	22%	22%
Норма EBITDA, %	30%	31%	33%	36%	37%	39%	41%	43%	42%
ROA, %	4%	6%	9%	12%	13%	16%	17%	17%	16%
ROE, %	7%	11%	16%	20%	20%	22%	23%	22%	20%
ROCE, %	11%	15%	20%	26%	27%	31%	33%	33%	30%
Коэффициент текущей ликвидности, %	59%	54%	62%	66%	83%	89%	102%	116%	143%
Коэффициент быстрой ликвидности, %	21%	16%	19%	21%	26%	31%	43%	56%	75%
Заемные/ Собственные средства, %	82%	89%	90%	75%	63%	52%	43%	37%	31%
Чистый долг/ EBITDA, %	1,3	1,4	1,2	0,8	0,6	0,4	0,2	0,0	-0,1
Коэффициент покрытия процентных платежей	7,7	6,4	7,1	9,3	12,0	16,7	24,1	37,4	53,6

Илл. 102. Производственные показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Число линий на конец года, млн	3,0	3,2	3,5	3,8	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3
Число абонентов мобильной связи на конец года, млн	0,44	1,11	1,91	2,53	3,19	3,83	4,22	4,51	4,74

Илл. 103. Основные исходные параметры и расчетные показатели модели DCF

млн $	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	248	332	370	449	528	580	594	587	625
Налоги (на EBIT)	-60	-85	-99	-124	-150	-168	-174	-173	-184
Капитальные затраты	-268	-230	-251	-274	-300	-310	-321	-322	-342
Амортизация и износ	105	108	112	118	125	132	143	156	170
Изменение оборотного капитала	-14	-6	-9	-2	-4	-5	-6	-10	-7
Свободный денежный поток	12	119	123	166	199	229	236	238	262
Кумулятивная WACC, %	100%	111%	123%	136%	151%	168%	187%	208%	231%
Приведенная стоимость	12	107	100	122	131	136	126	114	113
Темп роста в постпрогнозный период	2,0%								
Стоимость предприятия в постпрогнозный период	57%								
Стоимость предприятия	2 228								
Чистый долг	321								
Стоимость акционерного капитала	1 907								
Стоимость акционерного капитала на одну акцию, $	0,05								

Илл. 104. Анализ модели DCF на чувствительность

		Премия за риск				
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
Темп роста в постпрогнозный период	1,0%	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04
	1,5%	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04
	2,0%	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05
	2,5%	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05
	3,0%	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05

Илл. 105. Сравнительная оценка стоимости

Рыночная капитализация, млн $	1 552
EV, млн $	1 873

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
EV/Выручка	3,3	2,6	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	11,1	8,3	5,3	4,2	3,8	3,3	2,9	2,6	2,5
P/E	42	21	12	8	7	6	5	4	4

Сибирьтелеком (*об.* $0,07, ПОКУПАТЬ; *пр.* $0,05, ПОКУПАТЬ)

Илл. 106. Основные выводы

- Сибирьтелеком обслуживает 3,6 млн линий доступа на территории с населением в 21 млн человек. в 2003(Оц.) выручка составила $582 млн.
- Компания достойно представлена на рынке мобильной связи, причем планируется, что в 2004 г. до 15% выручки будет создаваться в секторе мобильной связи. Бизнес мобильной связи компании Сибирьтелеком остается в России одним из самых быстрорастущих (по величине абонентской базы), что частично объясняется пока еще низким уровнем развития (16%) мобильной связи в регионе в целом.
- Учитывая климат региона, затраты на техническое обслуживание и ремонт одной линии – выше среднеотраслевых. Тем не менее, средний темп роста местных тарифов составил около 30% в годовом исчислении, что позволяет покрывать растущие затраты на техническое обслуживание. у компании агрессивные планы капвложений ($184 млн, или примерно 32% от выручки за 2003(Оц.)), что обусловлено высокими затратами на введение и существенными инвестициями в развитие бизнеса мобильной связи.
- Эффективность компании – выше среднеотраслевых показателей: в 2003(Оц.) норма EBITDA = 30%, доходность капитала = 16%.
- Сибирьтелеком имеет кредитный рычаг на среднеотраслевом уровне (в 2003(Оц.) D/E = 0,8) и кредитный рейтинг от Fitch = B+ (при позитивном прогнозе), что на три пункта ниже суверенного уровня.
- Рейтинг корпоративного управления от S&P = 5,7.

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 107. Выпущенные ценные бумаги

Ценная бумага	Тикер	Номинал	Количество/1000
обыкновенная	ENCO	0,15 руб	12 011 401,8
привилег.	ENCOP	0,15 руб	3 908 420,0
АДР, Уровень I	SBTLY US	800 в 1	

Источник: отчеты компаний

Илл. 108. Рейтинги компании

Название рейтинга	Рейтинг
Долгосрочный кредитный рейтинг от S&P	Н/Д
Долгосрочный кредитный рейтинг от Fitch	B+, позитивный
Рейтинг корпоративного управления от S&P	5,7

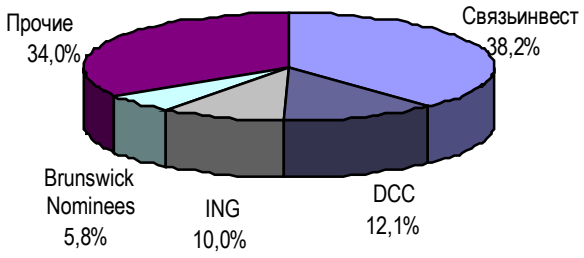
Источник: отчеты компаний

Илл. 109. SWOT-АНАЛИЗ

Плюсы	• Значительное присутствие на рынке мобильной связи
Минусы	• Низкая плотность населения в регионе • Большие затраты на строительство и техническое обслуживание сетей
Возможности для роста	• Использование значительного потенциала роста регионального рынка мобильной связи • Увеличение доли выручки от услуг в Интернете
Возможные проблемы	• Конкуренция с «Большой тройкой» на рынке мобильной связи

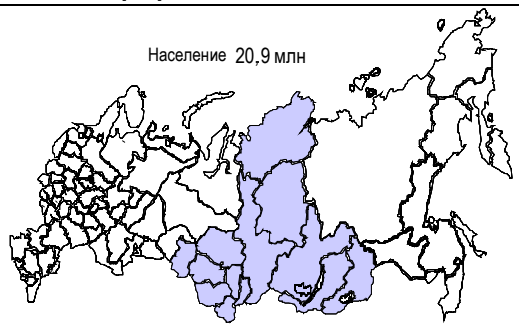
Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 110. Структура акционеров



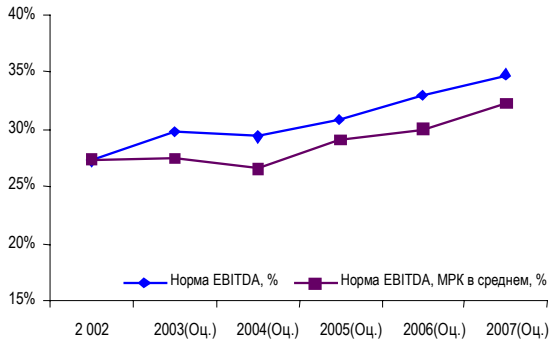
Источник: данные компании

Илл. 111. Географическое положение



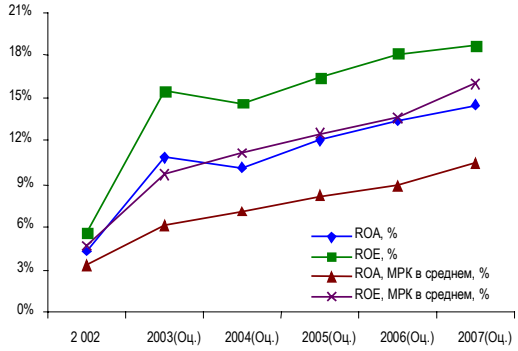
Источник: данные компании

Илл. 112. Норма EBITDA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 113. ROE и ROA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 114. Финансовые показатели Сибирьтелекома по МСФО

млн $	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	446	582	827	922	1,008	1,078	1,166	1,241	1,318
Выручка от услуг местной связи, %	22%	22%	21%	21%	22%	22%	23%	24%	24%
Выручка от услуг дальней связи, %	41%	44%	45%	44%	44%	44%	43%	43%	43%
Выручка от услуг мобильной связи, %	10%	10%	15%	17%	17%	16%	16%	16%	15%
Операционная прибыль	74	119	177	217	262	301	347	386	422
Прибыль до налогообложения	58	141	166	203	249	291	341	385	424
Чистая прибыль	24	79	92	113	138	162	190	214	236
EBITDA	122	173	242	284	332	375	426	470	512
Операционная рентабельность, %	17%	20%	21%	24%	26%	28%	30%	31%	32%
Норма прибыли до налогообложения, %	13%	24%	20%	22%	25%	27%	29%	31%	32%
Норма чистой прибыли, %	5%	14%	11%	12%	14%	15%	16%	17%	18%
Норма EBITDA, %	27%	30%	29%	31%	33%	35%	37%	38%	39%
ROA, %	4%	11%	10%	12%	13%	15%	16%	16%	16%
ROE, %	6%	16%	15%	16%	18%	19%	19%	20%	19%
ROCE, %	14%	26%	24%	27%	30%	31%	33%	34%	33%
Коэффициент текущей ликвидности, %	60%	86%	84%	59%	58%	67%	81%	96%	115%
Коэффициент быстрой ликвидности, %	27%	52%	45%	23%	23%	27%	32%	44%	62%
Заемные/ Собственные средства, %	64%	80%	81%	72%	69%	62%	57%	54%	53%
Чистый долг/ EBITDA, %	0,6	0,2	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0
Коэффициент покрытия процентных платежей	11,5	12,4	12,1	14,8	18,2	22,9	30,9	46,5	57,2

Илл. 115. Производственные показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Число линий на конец года, млн	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,5	4,7	4,8
Число абонентов мобильной связи на конец года, млн	0,12	0,53	0,99	1,23	1,46	1,61	1,72	1,80	1,86

Илл. 116. Основные исходные параметры и расчетные показатели модели DCF

млн $	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	186	222	267	308	355	395	433	445	493
Налоги (на EBIT)	-50	-61	-75	-87	-102	-116	-127	-131	-145
Капитальные затраты	-190	-203	-212	-216	-233	-248	-264	-278	-299
Амортизация и износ	65	67	70	74	79	83	90	99	109
Изменение оборотного капитала	-5	-2	-2	0	0	0	0	-4	-1
Свободный денежный поток	6	24	50	79	98	115	132	133	157
Кумулятивная WACC, %	100%	111%	123%	136%	151%	168%	186%	206%	229%
Приведенная стоимость	6	21	40	58	65	68	71	64	68
Темп роста в постпрогнозный период	2,0%								
Стоимость предприятия в постпрогнозный период	63%								
Стоимость предприятия	1 244								
Чистый долг	196								
Стоимость акционерного капитала	1 047								
Стоимость акционерного капитала на одну акцию, $	0,07								

Илл. 117. Анализ модели DCF на чувствительность

		Премия за риск				
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
Темп роста в постпрогнозный период	1,0%	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06
	1,5%	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06
	2,0%	0,08	0,07	0,07	0,07	0,06
	2,5%	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07
	3,0%	0,09	0,08	0,08	0,07	0,07

Илл. 118. Сравнительная оценка стоимости

Рыночная капитализация, млн $	769
EV, млн $	966

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
EV/Выручка	2,2	1,7	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,9	5,6	4,0	3,4	2,9	2,6	2,3	2,1	1,9
P/E	33	10	8	7	6	5	4	4	3

Дальсвязь (*об.* $1,97, ПОКУПАТЬ; *пр.* $1,47, ПОКУПАТЬ)

Илл. 119. Основные выводы

- Дальсвязь – самая маленькая МРК – действует на территории с населением в 6 млн человек и обслуживает 1,2 млн линий доступа. в 2003(Оц.) выручка компании составила $229 млн.
- Компания имеет слабое присутствие на рынке мобильной связи. Недавно она продала компании МТС свою долю (50%) акций компании Прим-Телефон (держатель лицензии GSM на обслуживание региона Дальнего Востока). в то же время руководство компании прилагает большие усилия к развитию современных услуг связи (VAS) и ожидает, что к 2010 г. до 35% суммарной выручки компании будет создаваться в сфере VAS (по сравнению с текущими 5,3%).
- Рентабельность и доходность компании – ниже среднего уровня по отрасли (в 2003(Оц.) EBITDA = 21%, доходность капитала = 8%).
- Тем не менее, кредитный рычаг у компании – ниже среднеотраслевого уровня (в 2003(Оц.) D/E = 0,7). Долгосрочный кредитный рейтинг от Fitch = B (при позитивном прогнозе).
- Качество корпоративного управления вызывает озабоченность, учитывая уступку в пользу МТС пакета из 50% акций ПримТелефона и 40% акций компании DCC-900. Рейтинг корпоративного управления от S&P = 5,3.

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 120. Выпущенные ценные бумаги

Ценная бумага	Тикер	Номинал	Количество/1000
обыкновенная	ESPK	20 руб	95 581,4
привилег.	ESPKP	20 руб	31 168,9
АДР, Уровень I	Н/Д	Н/Д	Н/Д

Источник: отчеты компаний

Илл. 121. Рейтинги компании

Название рейтинга	Рейтинг
Долгосрочный кредитный рейтинг от S&P	Н/Д
Долгосрочный кредитный рейтинг от Fitch	B, позитивный
Рейтинг корпоративного управления от S&P	5.3

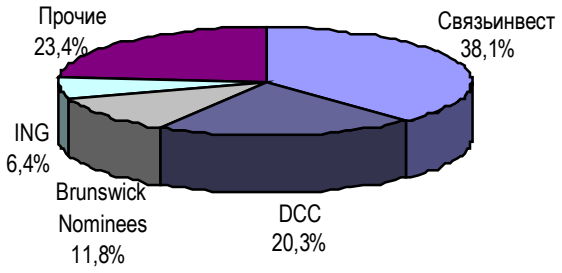
Источник: отчеты компаний

Илл. 122. SWOT-АНАЛИЗ

Плюсы	• Высокий показатель выручки на одну линию доступа • Заметное участие в бизнесе услуг связи в Интернете
Минусы	• Высокие издержки ремонта и технического обслуживания из-за суровых климатических условий региона • Высокий уровень затрат на оплату труда
Возможности для роста	• Увеличение выплат со стороны мобильных операторов по мере развития бизнеса мобильной связи в регионе • Рост выручки за счет развития услуг по передаче данных
Возможные проблемы	• Конкуренция со стороны зарубежных операторов

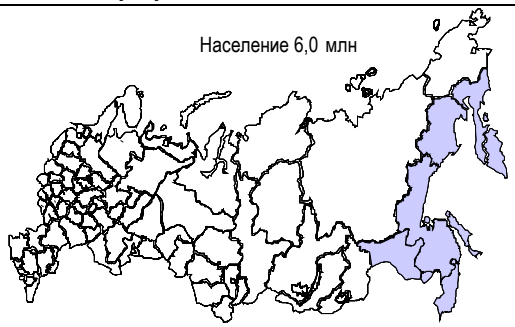
Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 123. Структура акционеров



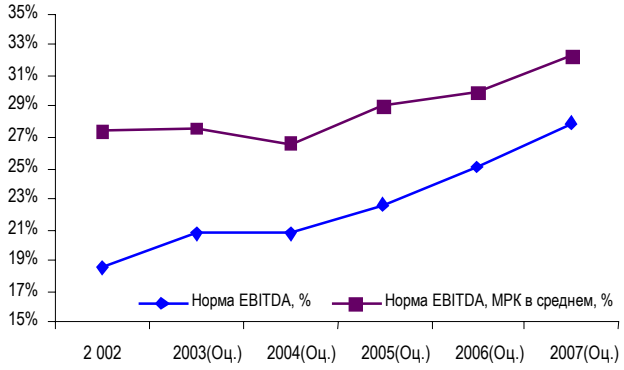
Источник: данные компании

Илл. 124. Географическое положение



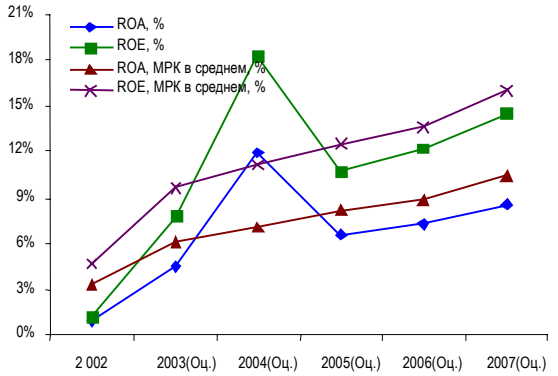
Источник: данные компании

Илл. 125. Норма EBITDA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 126. ROE и ROA



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Илл. 127. Финансовые показатели Дальсвязи по МСФО

млн $	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	181	229	314	346	379	411	445	478	518
Выручка от услуг местной связи, %	24%	25%	25%	27%	28%	28%	29%	30%	31%
Выручка от услуг дальней связи, %	44%	47%	49%	51%	51%	50%	50%	50%	49%
Выручка от услуг мобильной связи, %									
Операционная прибыль	13	24	37	49	64	81	98	114	135
Прибыль до налогообложения	10	23	72	43	52	68	81	97	122
Чистая прибыль	2	16	51	30	37	47	56	68	85
EBITDA	34	48	65	78	95	115	133	152	176
Операционная рентабельность, %	7%	11%	12%	14%	17%	20%	22%	24%	26%
Норма прибыли до налогообложения, %	6%	10%	23%	12%	14%	16%	18%	20%	23%
Норма чистой прибыли, %	1%	7%	16%	9%	10%	12%	13%	14%	16%
Норма EBITDA, %	19%	21%	21%	23%	25%	28%	30%	32%	34%
ROA, %	1%	4%	12%	7%	7%	9%	9%	10%	12%
ROE, %	1%	8%	18%	11%	12%	14%	16%	17%	18%
ROCE, %	6%	11%	25%	14%	16%	18%	19%	21%	23%
Коэффициент текущей ликвидности, %	66%	105%	70%	53%	72%	82%	92%	83%	79%
Коэффициент быстрой ликвидности, %	27%	71%	29%	19%	26%	31%	35%	32%	31%
Заемные/ Собственные средства, %	44%	73%	54%	64%	70%	70%	67%	62%	54%
Чистый долг/ EBITDA, %	0,4	0,1	0,4	0,9	1,1	1,1	1,1	1,0	0,8
Коэффициент покрытия процентных платежей	12,6	11,1	11,4	11,2	7,8	7,6	7,5	7,9	9,7

Илл. 128. Производственные показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Число линий на конец года, млн	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8
Число абонентов мобильной связи на конец года, млн									

Илл. 129. Основные исходные параметры и расчетные показатели модели DCF

млн $	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	78	50	64	83	98	116	140	160	178
Налоги (на EBIT)	-22	-13	-16	-20	-24	-29	-37	-43	-48
Капитальные затраты	-82	-87	-91	-94	-98	-100	-104	-113	-123
Амортизация и износ	28	30	31	33	36	38	41	45	49
Изменение оборотного капитала	-2	-1	-1	0	0	0	1	0	0
Свободный денежный поток	1	-20	-12	2	12	24	41	49	57
Кумулятивная WACC, %	100%	113%	127%	143%	161%	182%	205%	231%	261%
Приведенная стоимость	1	-18	-9	1	7	13	20	21	22
Темп роста в постпрогнозный период	1,5%								
Стоимость предприятия в постпрогнозный период	77%								
Стоимость предприятия	252								
Чистый долг	18								
Стоимость акционерного капитала	234								
Стоимость акционерного капитала на одну акцию, $	1,97								

Илл. 130. Анализ модели DCF на чувствительность

		Премия за риск				
		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Темп роста в постпрогнозный период	0,5%	2,01	1,91	1,82	1,74	1,66
	1,0%	2,09	1,99	1,89	1,80	1,72
	1,5%	2,18	2,07	1,97	1,87	1,78
	2,0%	2,28	2,16	2,05	1,95	1,85
	2,5%	2,39	2,26	2,14	2,03	1,93

Илл. 131. Сравнительная оценка стоимости

Рыночная капитализация, млн $	164								
EV, млн $	182								
	2002	**2003П**	**2004П**	**2005П**	**2006П**	**2007П**	**2008П**	**2009П**	**2010П**
EV/Выручка	1,0	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,4	3,8	2,8	2,3	1,9	1,6	1,4	1,2	1,0
P/E	70	10	3	5	5	3	3	2	2

Соблюдение требований о раскрытии информации

Альфа-Банк и (или) аффилированные с ним структуры являются конечными собственниками одного или более процентов акций компаний Вымпел Коммьюникейшнз и Golden Telecom Inc. Акции Вымпел Коммьюникейшнз и Golden Telecom включены в список бумаг, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже. Альфа-банк и подконтрольные ему структуры принимают заказы на сделки с данными ценными бумагами только в том случае, если такие сделки осуществляются не по инициативе Альфа-банка и подконтрольных ему структур.

Альфа-Банк присваивает рекомендации по акциям, исходя из величины разрыва между ее текущей и расчетной ценой. в зависимости от величины этого разрыва присваивается одна из следующих рекомендаций:

ПОКУПАТЬ потенциал роста до расчетной цены 15 и более процентов

ДЕРЖАТЬ потенциал падения ниже расчетной цены менее 10%, потенциал роста выше расчетной цены менее 15%

ПРОДАВАТЬ потенциал падения ниже расчетной цены 10 и более процентов

В настоящее время в большинстве случаев за минимальный потенциал роста, необходимый для присвоения рекомендации ПОКУПАТЬ, принимается средняя долгосрочная доходность инвестиций в акции, составляющая 15%.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций	Доминик Гуалтиери
Телефон/Факс	(7 095) 795-3649/(7 095) 745-7897
Аналитический отдел	
Телефон/Факс	(7 095) 795-3676/(7 095) 745-7897
Со-начальник аналитического отдела, Телекоммуникации	Андрей Богданов
Со-начальник аналитического отдела, Главный стратег	Кристофер Уифер
Нефтяная и газовая промышленность	Метью Томас, Анна Бутенко
Макроэкономика, банковский сектор	Наталия Орлова
Энергетика	Виталий Зархин, Наталия Деветьярова
Телекоммуникации/Интернет	Андрей Богданов
Металлургия, потребительские товары	Максим Матвеев CFA, Павел Соколов, Наталья Шевелёва, Александр Свинов
Государственные ценные бумаги	Валентина Крылова, Екатерина Леонова, Никита Гусаков
Технический анализ	Владимир Кравчук
Аналитическая поддержка российских клиентов	Ангелика Генкель, к.э.н.
Группа переводчиков	Ринат Гайнуллин
Торговые операции и продажи	
Телефон	(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673
Продажи иностранным клиентам	Кирилл Суриков Александр Захаров
Продажи российским клиентам	Олег Мартыненко Александр Насонов Константин Шапшаров
Рынки капиталов/Структурированные продукты	Армен Петергов, Алексей Гурьянов, Тамара Заречнева
Адрес	Проспект Академика Сахарова, 12 Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс	(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170
Начальник управления рынков и акций	Гювен Гирей
Продажи	Максим Шашенков, Стив Доунер
Адрес	City Tower, 40 Basinghall Street London, EC2V 5DE

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс	(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633
Продажи, торговые операции	Николас Бич
Продажи	Майкл Каплан
Адрес	540 Madison Avenue, 30th Floor New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2004 г. Все права защищены

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «**Альфа-Банк**» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее "**Alfa Capital**"), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. в этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.