НИКойл
Финансовая корпорация

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Константин Чернышев, che_kb@nikoil.ru
Владимир Богданов, bog_vb@nikoil.ru

Май 2004

Телекоммуникационный сектор (краткий обзор) 3–8

Экономический подъем в регионах способствует развитию сектора связи 9

Межрегиональные компании связи: борьба за долю рынка 11
Многообещающие результаты по РСБУ 12
Продвижение мобильных операторов в регионы угрожает традиционным операторам 14
Неясные долгосрочные перспективы 14

Ростелеком: оператор для операторов 15
Новая система расчетов за дальнюю связь способствует росту выручки... 15
...но негативно влияет на рентабельность 16

Альтернативные операторы: консолидация и экспансия 17
Голден Телеком: справедливая оценка, хорошие перспективы 17
Консолидация способствует росту выручки... 17
...однако рентабельность снижается 17
Возможные улучшения 18

Операторы мобильной связи: захват регионов продолжается 19
Операторы предпочитают развиваться собственными усилиями 19
Борьба между операторами сотовой и фиксированной связи усиливается. Сотовые операторы наступают 20
Массовый рынок: мотор для мобильных операторов 21

Компании сектора
ВолгаТелеком. Лидер рынка, хорошие перспективы дальнейшего развития 23
ЦентрТелеком. В погоне за утраченной долей рынка 29
Сибирьтелеком. Сибирский богатырь 35
Дальсвязь. Недооцененная компания на краю России 41
Северо-Западный Телеком. Борьба за место на тесном рынке 47
ЮТК. Монополист фиксированной связи в небогатом регионе 53
МГТС. Благодаря консолидации на рынке появился новый лидер 59
Ростелеком. Колосс на глиняных ногах. Долгосрочные перспективы неоднозначны 65
Голден Телеком. Сильная компания, но акции достигли справедливой цены 71
МТС. Лидер российского рынка. Фундаментальные показатели остаются сильными 77
Вымпелком. Стремительный рост 83

Контактная информация 89

Автор коллажа на обложке: Андрей Калишевский

Примечание

В настоящем обзоре рассматриваются последние тенденции в телекоммуникационной отрасли, которые также освещены в наших уже опубликованных материалах “Рост рынка мобильной связи продолжается” и “Межрегиональные операторы занимают оборону” за март 2004 г.

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Экономический подъем в регионах способствует развитию сектора связи. Более быстрое, чем ожидалось, развитие российской экономики и позитивные внешние факторы способствуют развитию рынка связи в России. По нашим оценкам, услуги связи – как фиксированной, так и мобильной - будут пользоваться растущим спросом, учитывая, что в 2004-2013 гг. средний годовой рост ВВП, согласно прогнозу НИКойла, составит 7,0% (то есть ожидается быстрое развитие региональной экономики), а рост реальных располагаемых доходов – 7,2%; кроме того, будет продолжаться укрепление рубля. Стоит учитывать и то, что уровень фиксированной телефонизации России составляет всего 22%, а мобильной – 29%. Мы предполагаем, что к 2007 г. среднероссийский уровень фиксированной телефонизации достигнет 28%, а мобильной связью к этому времени будут пользоваться 78 млн россиян, или 54% всего населения.

Привлекательные активы. Усиление рубля, растущий риск повышения налогообложения нефтяной отрасли и неопределенность относительно реструктуризации энергетики заставляют инвесторов обратить внимание на относительно стабильную и развивающуюся отрасль связи в поисках недооцененных активов. Несмотря на то что котировки акций операторов мобильной и фиксированной связи резко выросли в 2003 г., и некоторые акции даже достигли уровня справедливой оценки, мы полагаем, что в среднесрочной перспективе телекоммуникационные компании все равно будут опережать компании других отраслей экономики. Последние новости от компаний отрасли – в частности, хорошие результаты региональных операторов 2003 г. по РСБУ, высокие показатели мобильных операторов за 2003 г. по US GAAP, а также заметное увеличение числа абонентов сотовой связи в 2003 г. и в I квартале 2004 г. – подтверждают блестящие долгосрочные перспективы развития операторов фиксированной и мобильной связи.

Межрегиональные компании связи: борьба за долю рынка

Межрегиональные компании будут развиваться высокими темпами. По нашей оценке, среднегодовые темпы роста межрегиональных компаний связи (МРК) в 2003–2007 гг. составят 21%. Столь высокие темпы роста будут обусловлены несколькими важными для сектора фиксированной связи факторами: повышением тарифов на местную связь, выравниванием тарифов на дальнюю связь, ростом трафика дальней связи (благодаря экономическому возрождению России и развитию регионального бизнеса) и увеличению доли услуг сотовой связи и высокодоходных услуг.

Альтернативные операторы: консолидация и экспансия. Увеличение выручки благодаря развитию. Рост конкуренции в телекоммуникационной отрасли заставляет альтернативных операторов фиксированной связи присматривать кандидатов на поглощение, с тем чтобы обеспечить синергию собственного бизнеса. Крупнейшие города России уже достаточно высоко телефонизированы, однако на региональных рынках дефицит услуг связи сохраняется, кроме того, региональные экономики продолжают расти – это обеспечивает существенный потенциал будущего развития для альтернативных операторов.

Операторы мобильной связи: стабильное развитие в регионах

Захват регионов продолжается. Мы полагаем, что операторы сотовой связи продолжат интенсивно развиваться как за счет естественного прироста абонентской базы в ранее не охваченных сотовой связью регионах, так и за счет подключения абонентов в регионах с развитой телекоммуникационной инфраструктурой. Увеличение объема высокодоходных услуг также будет способствовать росту выручки операторов сотовой связи, а повышение эффективности регионального бизнеса поможет им повысить операционную рентабельность.

Конкуренция между операторами сотовой и фиксированной связи

Уровень традиционной и сотовой телефонизации

Источники: Госкомстат, AC&M, оценка НИКойла

Перспективная отрасль

Акции операторов связи и индекс РТС

	Абсолютная динамика,%		
	01.01.03	06.01.03	Изм. с начала года, %
Индекс РТС	77	36	12
Межрегиональные операторы			
МГТС	143	109	15
ЦентрТелеком	37	30	5
СЗТ	56	54	39
ЮТК	22	4	(10)
Уралсвязьинформ	177	84	(5)
ВолгаТелеком	117	45	1
Сибирьтелеком	78	58	28
Дальсвязь	60	56	1
Другие			
Ростелеком	81	24	5
Голден Телеком	107	19	(4)
Операторы сотовой связи			
МТС	196	111	28
Вымпелком	181	111	21

Источники: РТС, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Межрегиональные компании связи: борьба за долю рынка

Впереди несколько лет роста. Рост числа абонентов, повышение тарифов и увеличение доли сотовой связи и высокодоходных услуг в структуре продаж позволят компаниям увеличить выручку. Положение улучшится и благодаря новому Закону "О связи".

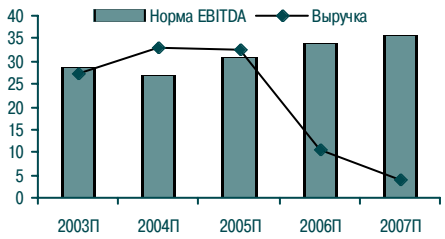
Многообещающие результаты 2003 г. по РСБУ. Согласно результатам 2003 г. по РСБУ, выручка МРК выросла на 32% относительно 2002 г., норма EBIT по сектору составила в среднем 25%.

Захват регионов мобильными операторами негативно влияет на состояние традиционных. Интенсивное развитие операторов мобильной связи в регионах представляет угрозу для МРК.

Туманные долгосрочные перспективы. Мы полагаем, что нынешняя структура Связьинвеста должна существенно измениться, чтобы обеспечить конкурентоспособность МРК.

Рост рентабельности за счет роста выручки

Рост выручки межрегиональных компаний и норма EBITDA, %



Источники: Связьинвест, оценка НИКойла

Инвестиционные резюме

ВолгаТелеком – ПОКУПАТЬ. Развитие в густонаселенном, промышленно развитом регионе. Недостаточный уровень фиксированной телефонизации и высокий спрос на услуги связи в Поволжье – одном из наиболее промышленно развитых и густонаселенных регионов России – обеспечивают отличные возможности для развития ВолгаТелекома. Консолидация сотовых активов под единым брендом ВолгаМобайл откроет для компании новые возможности для увеличения выручки от работы на этом прибыльном сегменте рынка. Наша прогнозная цена для акций компании составляет 4,10 долл. и основана на пересмотренной модели, учитывающей сильные операционные показатели в 2003 г. и перспективы роста региональной экономики.

Цена, долл.*	2,71	**Справед. цена, долл.***	4,10
52 нед. макс.	36,63	**52 нед. мин.**	18,65
Рын. кап.* **	827	**Всего акций, млн.**	327,95
P/S	1,5	**P/B**	1,8
Reuters	NNSI.RTS	**Bloomberg**	NNSI$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,09	0,12	0,23	0,35
P/E	28,7	20,9	11,1	7,1
EV/EBITDA	6,8	4,9	3,7	2,7

ЦентрТелеком – ПОКУПАТЬ. Крупнейший межрегиональный оператор связи в густонаселенном регионе, рекомендация – ПОКУПАТЬ. ЦентрТелеком – крупнейший в России оператор фиксированной связи с большим потенциалом наращивания абонентской базы. Число абонентов ЦентрТелекома может возрасти благодаря низкой телефонизации региона и быстрому развитию малого и среднего бизнеса, а покупка Роснета открывает компании выход на рынок Москвы и других регионов за пределами Центрального ФО. Мы учли финансовые результаты за 2003 г. по РСБУ в нашей финансовой модели компании, и получили прогнозную цену, рассчитанную на основе анализа ДДП, в 0,63 долл.

Цена, долл.*	0,36	**Справед. цена, долл.***	0,63
52 нед. макс.	138	**52 нед. мин.**	46,18
Рын. кап.* **	712	**Всего акций, млн.**	2 104,00
P/S	1,1	**P/B**	1,5
Reuters	ESMO.RTS	**Bloomberg**	ESMO$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,0	0,0	0,03	0,04
P/E	отр.	18,2	12,9	7,8
EV/EBITDA	6,3	5,1	4,2	2,8

Сибирьтелеком – ПОКУПАТЬ. Компания с потенциалом роста. Сибирьтелеком занимает прочные позиции на телекоммуникационном рынке макрорегиона и обладает потенциалом для развития за счет роста числа абонентов фиксированной и сотовой связи. Росту выручки компании будет способствовать повышение тарифов и диверсификация бизнеса. При этом сокращение затрат и положительные результаты межрегиональной консолидации должны повысить рентабельность Сибирьтелекома. Наша прогнозная цена на акции Сибирьтелекома – 0,065 долл. – получена на основе пересмотренной финансовой модели, учитывающей сильные финансовые результаты за 2003 г. по РСБУ и укрепившегося положения компании на рынке сотовой связи.

Цена, долл.*	0,046	**Цель, долл.**	0,065
52 нед. макс	0,054	**52 нед. мин.**	0,027
Рын. кап.* **	700	**Всего акций, млн.**	15 919,82
P/S	1,2	**P/B**	1,6
Reuters	ENCO.RTS	**Bloomberg**	ENCO$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,002	0,003	0,003	0,007
P/E	30,0	14,9	13,1	6,1
EV/EBITDA	7,1	5,6	4,7	2,6

Дальсвязь – ПОКУПАТЬ. Небольшая и недооцененная компания. Дальсвязь обладает ограниченным потенциалом роста из-за относительно небольшой абонентской базы в регионе. При этом компания недооценена как относительно рыночных коэффициентов, так и относительно оценки на основе ДДП. Рост тарифов на местную связь, выравнивание тарифов на дальнюю связь, увеличение дальнего трафика благодаря оживлению региональной экономики, а также рост объемов высокодоходных услуг на двух региональных рынках сотовой связи (в Магадане и на Камчатке) должны способствовать росту выручки компании и укреплению ее финансового положения. Существенная недооценка относительно российских и иностранных операторов связи позволяет рассчитывать на реализацию фундаментальной стоимости Дальсвязи.

Цена, долл.*	1,15	**Цель, долл.**	1,70
52 нед. макс	1,45	**52 нед. мин.**	0,675
Рын. кап.* **	110	**Всего акций, млн.**	126,75
P/S	0,5	**P/B**	0,6
Reuters	ESPK.RTS	**Bloomberg**	ESPK$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,02	0,07	0,25	0,18
P/E	47,3	12,6	3,4	4,9
EV/EBITDA	4,9	3,7	3,1	2,1

***Цена последней сделки, **млн долл., ***долл./акция**

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Северо-Западный Телеком – ДЕРЖАТЬ. Борьба за место на тесном рынке. Северо-Западный Телеком работает в экономически неоднородном Северо-западном регионе. Несмотря на то, что компания предоставляет услуги на прибыльном рынке С.-Петербурга, уровень телефонизации в городе уже достаточно высокий, кроме того усиливается конкуренция между операторами фиксированной и мобильной связи. Доходы населения в регионе (за пределами С.-Петербурга) низкие, и это ограничивает потенциал развития СЗТ. Наша прогнозная цена на акции СЗТ составляет 0,80 долл. и основана на пересмотренной модели, в которой учтены финансовые результаты 2003 г. по РСБУ и предстоящая консолидация Ленсвязи и Комисвязи, которая должна укрепить позиции СЗТ на региональном рынке.

Цена, долл.*	0,58	Цель, долл.	0,70
52 нед. макс	0,68	52 нед. мин.	0,349
Рын. кап.***	502	Всего акций, млн.	937,94
P/S	1,2	P/B	1,1
Reuters	SPTL.RTS	Bloomberg	SPTL$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,03	0,03	0,04	0,10
P/E	18,5	17,0	13,8	5,1
EV/EBITDA	5,7	5,6	4,8	2,7

ЮТК – ДЕРЖАТЬ. Справедливая оценка плюс ряд тревожных моментов. На первый взгляд, ЮТК является инвестиционно привлекательной компанией, учитывая проводящуюся консолидацию, низкий уровень телефонизации региона и практически монопольное положение на рынке фиксированной связи. Однако низкий уровень доходов на душу населения, наибольшая доля сельских жителей в структуре абонентской базы среди российских межрегиональных телекоммуникационных компаний, а также низкий уровень цифровизации сети ограничивают потенциал роста ЮТК. Однако запланированное повышение тарифов и большое число туристов будут способствовать росту выручки компании. Даже после пересмотра модели наше мнение о компании не сильно улучшилось, поэтому мы сохраняем рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" на акции ЮТК и устанавливаем прогноз цены в 0,11 долл. на акцию.

Цена, долл.*	0,09	Цель, долл.	0,11
52 нед. макс	0,121	52 нед. мин.	0,081
Рын. кап.***	336	Всего акций, млн.	3 932,66
P/S	0,7	P/B	0,8
Reuters	KUBN.RTS	Bloomberg	KUBN$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,01	0,01	0,01	0,01
P/E	10,2	10,6	14,7	6,5
EV/EBITDA	6,3	4,4	3,9	2,7

МГТС: Ставка на консолидацию

МГТС – ДЕРЖАТЬ. Потенциал роста и привлекательная оценка при возросшей неопределенности. В случае консолидации на базе МГТС всех активов фиксированной связи Системы Телеком, МГТС превратится из оператора, преимущественно оказывающего услуги местной связи населению, в диверсифицированную телекоммуникационную компанию, обслуживающую самые различные категории клиентов. Мы высоко оцениваем вероятность такой консолидации, однако признаем, что привлекательность МГТС зависит от условий ее проведения, которые пока не определены. Неясность в отношении консолидации заставляет нас присвоить рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" на акции МГТС.

Цена, долл.*	14,95	Цель, долл.	13,00
52 нед. макс	15,025	52 нед. мин.	6,95
Рын. кап.***	1 328	Всего акций, млн.	95,80
P/S	2,6	P/B	1,0
Reuters	MGTS.RTS	Bloomberg	MGTS$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,61	0,76	1,16	1,57
P/E	22,8	18,2	12,0	8,8
EV/EBITDA	7,7	6,3	4,9	4,1

*Средняя цена, **млн долл., ***долл./акция

Ростелеком: оператор для операторов

Колосс на глиняных ногах – СОКРАЩАТЬ. Доля рынка и выручка Ростелекома снижаются, что обусловлено усилением конкуренции со стороны альтернативных операторов на рынке услуг междугородной и международной связи. Несмотря на то что изменение системы расчетов с межрегиональными телекоммуникационными компаниями может поддержать выручку Ростелекома, которому к тому же удалось стабилизировать долю на московском рынке, долгосрочные перспективы компании неоднозначны. Ростелеком также переоценен относительно международных операторов и средних коэффициентов российского рынка. Наша справедливая оценка акций Ростелекома, сделанная на основе анализа ДДП и составляющая 1,30 долл. за акцию, отражает долгосрочные перспективы развития компании и подтверждает нашу рекомендацию "СОКРАЩАТЬ" на акции Ростелекома. Несмотря на то что для инвесторов, терпимых к риску, акции Ростелекома остаются одним из основных инструментов, мы полагаем, что спекулятивный потенциал этих акций почти исчерпан, а оценка завышена.

Цена, долл.*	2,22	Цель, долл.	1,30
52 нед. макс	2,64	52 нед. мин.	1,435
Рын. кап.***	2 019	Всего акций, млн.	971,53
P/S	2,1	P/B	0,9
Reuters	RTKM.RTS	Bloomberg	RTKM$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,04	0,05	0,08	0,08
P/E	54,3	38,0	26,4	25,2
EV/EBITDA	6,2	5,9	5,1	5,0

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

Новая система расчетов за дальнюю связь способствует росту выручки…

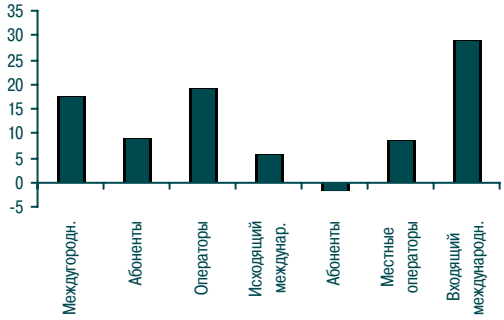
Рост выручки благодаря новой системе расчетов за дальнюю связь. Выручка по МСФО за 9 месяцев 2003 г. возросла на 21% относительно 2002 г. благодаря введению новой системы расчетов за дальнюю связь.

Выручка московских абонентов стабилизировалась. После нескольких лет снижения доля выручки от дальней связи в Москве увеличилась на 2,3% относительно 9 месяцев 2002 г. – до 157,5 млн долл.

В 2003 г. выручка по РСБУ увеличилась. В 2003 г. выручка Ростелекома по РСБУ возросла на 21% относительно 2002 г., что позволяет рассчитывать на высокий показатель по МСФО.

Рост за счет операторов

Динамика трафика Ростелеком за 9 месяцев 2003 г., изм. относительно 9 мес. 2002 г., %



Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Возможно введение новой системы расчетов за международную связь. Ростелеком пытается ввести систему расчетов за международную связь, подобную той, которую он использует для междугородной связи.

...но негативно влияет на рентабельность

Сокращение выручки от международных операторов. Выручка от международных операторов связи за 9 месяцев 2003 г. снизилась, несмотря на увеличение входящего международного трафика.

Рост затрат ведет к снижению рентабельности. За 9 месяцев 2003 г. операционные затраты Ростелекома (как по МСФО, так и по РСБУ) возросли, что негативно отразилось на рентабельности компании.

Платежи за передачу трафика повышены. Рост междугородного трафика и изменения в его структуре привели к увеличению платежей международным операторам.

Либерализация рынка к 2006 г.? У Ростелекома осталось всего два-три года для того, чтобы подготовиться к резкому усилению конкуренции на рынке.

Альтернативные операторы: консолидация и экспансия

Конкуренция провоцирует консолидацию. Растущая конкуренция в отрасли связи заставляет альтернативных операторов фиксированной связи искать кандидатов на поглощение.

Экспансия в регионах. Рост региональной экономики побуждает альтернативных операторов к экспансии на рынках регионов России.

Голден Телеком: Справедливо оцененная компания. Рекомендация – ДЕРЖАТЬ. Голден Телеком – сильный участник российского телекоммуникационного рынка, имеющий высокие фундаментальные показатели. Однако большинство позитивных изменений, произошедших в компании, уже учтено рынком. Завершение консолидации Коминкома/Комбеллги потребует от Голден Телекома дополнительных расходов, которые могут подорвать рентабельность в 2004 г. В дальнейшем компания может продолжить развитие за счет новых приобретений. Однако мы сомневаемся в том, что котировки акций Голден Телекома будут вести себя "лучше рынка", поэтому сохраняем рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" с прогнозом стоимости акций компании на уровне 31 долл.

Консолидация способствует росту выручки...

Внушительный рост выручки. В 2003 г. выручка Голден Телекома возросла на 81% относительно 2002 г., при этом в IV квартале 2003 г. рост выручки составил 24% к показателю предыдущего квартала. Рост выручки вызван главным образом консолидацией Совинтела и Коминкома/Комбеллги. В 2004 г. выручка, по оценкам, должна возрасти на 55%.

Прогнозы руководства совпадают с нашими оценками. Прогнозы руководства Голден Телекома на 2004 г. совпадают с нашими оценками перспектив компании.

...однако рентабельность снижается

Интенсивный рост затрат. Увеличение затрат Голден Телекома привело к сокращению EBITDA и нормы операционной прибыли.

Возможные улучшения

Стремление повысить долю акций в свободном обращении. Доля акций Голден Телекома в свободном обращении должна возрасти до 27% после размещения части долей акционеров компании в апреле-июне.

Сильная денежная позиция, низкий уровень задолженности. Компания имеет сильную денежную позицию, а также крайне низкий уровень задолженности, что позволяет ей приобретать прибыльные новые активы.

Рост выручки, снижение рентабельности

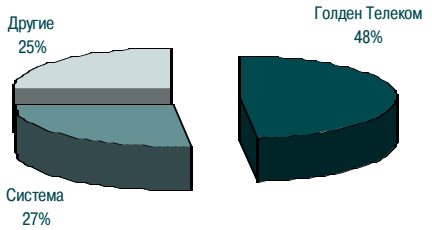
Отчет о прибылях Ростелекома по МСФО, млн долл.

	9 мес. 02	9 мес. 03	Изм., %
Выручка	612	739	21
Затраты	515	675	31
EBITDA	267	293	10
Норма EBITDA, %	*43*	*40*	
Износ и амортизация	167	206	23
EBIT	96	64	(33)
Норма EBIT,%	*16*	*9*	
Прибыль до налогов	49	85	75
Чистая прибыль	91	36	(60)
Норма чистой прибыли, %	*15*	*5*	(3)

Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Консолидация рынка

Рыночная доля альтернативных операторов



Источники: AC&M, оценка НИКойла

Цена, долл.*	29,2	**Справед. цена, долл.***	31,0
52 нед. макс.	36,63	**52 нед. мин.**	18,65
Рын. кап.* **	1 053	**Всего акций, млн.**	36,10
P/S	2,9	**P/B**	2,2
Reuters	GLDN.N	**Bloomberg**	GLDN US

	2002	2003	2004П	2005П
EPS***	1,24	1,95	2,39	2,72
P/E	35,3	19,0	12,1	9,9
EV/EBITDA	16,2	8,6	5,5	4,6

***Цена закрытия, ****млн долл., *****долл./акция**

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Операторы мобильной связи

Захват регионов продолжается

Интенсивное развитие продолжится. Мы полагаем, что в ближайшие три года операторы сотовой связи продолжат интенсивно развиваться как за счет естественного прироста абонентской базы в ранее не охваченных сотовой связью регионах, так и за счет подключения абонентов в регионах с развитой телекоммуникационной инфраструктурой. Увеличение объема высокодоходных услуг также будет способствовать росту выручки операторов сотовой связи, а повышение эффективности регионального бизнеса поможет им повысить операционную рентабельность.

Растущая экономика ставит новые задачи

Регионы: спрос способствует росту. Низкий уровень сотовой телефонизации и рост доходов на душу населения провоцирует спрос на услуги операторов сотовой связи.

Операторы предпочитают развиваться собственными усилиями. Так как выбор кандидатов на поглощение в регионах резко сократился, мы считаем 2003 г. последним годом роста компаний за счет поглощений.

Битва между операторами сотовой и фиксированной связи продолжается

Сотовые операторы наступают. Операторы сотовой связи продвигаются в регионы за счет абонентов массового рынка, сокращая долю рынка традиционных операторов.

Межрегиональные операторы претендуют на часть рынка мобильной связи. Ряд межрегиональных операторов развивают сотовые активы, в ответ на наступление "большой тройки".

Сильные финансовые результаты 2003 г.

Стабильное улучшение финансового состояния. Рост выручки, контроль над затратами и повышение эффективности регионального бизнеса позволили операторам сотовой связи улучшить свое финансовое положение в 2003 г.

Массовый рынок: мотор для мобильных операторов

Низкодоходные абоненты "размывают" ARPU. Среднемесячная выручка на абонента у Вымпелкома и МТС будет снижаться и стабилизируется к 2007 г.

Отчисления в РУО сократят прибыли сотовых операторов. Создание РУО может увеличить затраты сотовых операторов, так как резерв будет пополняться за счет отчислений из их выручки.

Рентабельность стабилизируется. Увеличение прибыльности регионального бизнеса и контроль над затратами позволит стабилизировать рентабельность.

Быстрое развитие требует средств

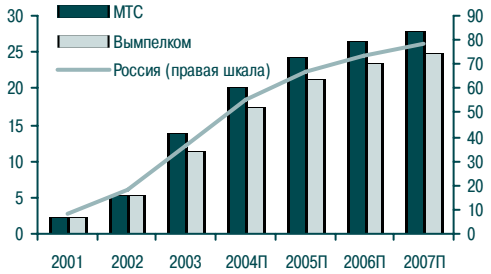
Рост капзатрат. Интенсивное развитие на региональном рынке потребует огромных инвестиций, поэтому денежные потоки операторов мобильной связи станут положительными не раньше 2006 г.

МТС – Спекулятивная покупка. Укрепление рыночных позиций. Быстрый рост российского рынка сотовой связи, особенно в регионах с низким уровнем телефонизации и недостаточно развитой инфраструктурой фиксированной связи, открывает отличные возможности для МТС. Компания контролирует 37% национального рынка мобильной связи и имеет сильные стартовые позиции во многих регионах, что позволяет рассчитывать на успешное продолжение региональной экспансии. Резкий рост абонентской базы и возросшая рентабельность региональных операций позволят МТС улучшить финансовые показатели. Хотя акции компании торгуются почти на уровне справедливой цены, которая составляет 127 долл., спрос на акции компаний потребительского сектора, а также растущая рыночная ликвидность позволяют нам рекомендовать акции МТС для "Спекулятивной покупки".

Вымпелком – Спекулятивная покупка. Ставка на рост. Успехи российской экономики и низкий уровень национальной телефонизации обеспечивают Вымпелкому потенциал для развития. Быстрый рост числа абонентов, эффективный маркетинг и контроль над затратами помогают компании добиться высоких производственных и финансовых показателей. Большая доля московского рынка и усиление позиций на региональном рынке обеспечивают мощный потенциал для развития компании. Акции Вымпелкома недооценены относительно международных компаний сектора, а спрос на акции компаний потребительского сектора растет, что в итоге может привести к дальнейшему росту стоимости акций Вымпелкома. Однако акции компании торгуются почти на уровне справедливой цены, которая составляет 106 долл., поэтому мы присваиваем рекомендацию "Спекулятивная покупка" на акции Вымпелкома.

Пользователей сотовой связи становится все больше

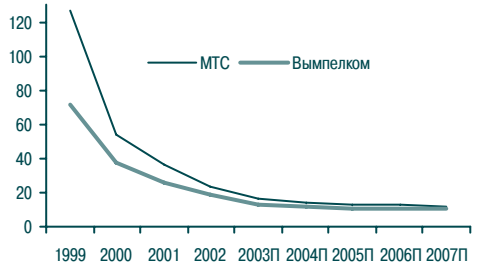
Число абонентов МТС, Вымпелкома и в целом по России, млн



Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Размывание ARPU

ARPU МТС и Вымпелкома, долл.



Источники: Вымпелком, МТС, оценка НИКойла

Цена, долл.*	95,1	**Цель, долл.**		106,0
52 нед. макс	108,8	**52 нед. мин.**		39,97
Рын. кап.* **	5 112	**Всего акций, млн.**		53,78
P/S	3,8	**P/B**		2,2
Reuters	MBT.N	**Bloomberg**		MBT US
	2002	**2003**	**2004П**	**2005П**
EPS***	2,56	4,59	8,25	11,66
P/E	39,5	21,9	11,5	8,2
EV/EBITDA	17,6	9,3	5,4	4,5

Цена, долл.*	113,6	**Цель, долл.**		127,00
52 нед. макс	138,00	**52 нед. мин.**		46,18
Рын. кап.* **	11 261	**Всего акций, млн.**		99,17
P/S	4,4	**P/B**		3,1
Reuters	VIP.N	**Bloomberg**		VIP US
	2002	**2003**	**2004П**	**2005П**
EPS***	2,79	5,22	8,76	9,93
P/E	40,6	21,8	13,0	11,4
EV/EBITDA	18,7	9,4	6,2	5,6

***Цена закрытия, ****млн долл., *****долл./акция**

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Инвестиционно привлекательный сектор

Сравнительная оценка: российские и иностранные компании связи

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002П	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002П	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/AL* 2002
Российские операторы фиксированной связи															
ВолгаТелеком	Россия	2,71	827	905	28,7	20,9	11,1	7,1	6,8	4,9	3,7	2,7	1,5	1,8	233
ЦентрТелеком	Россия	0,36	712	987	neg	18,2	12,9	7,8	6,3	5,1	4,2	2,8	1,1	1,5	175
Сев.-Зап. Телеком	Россия	0,577	502	596	18,5	17,0	13,8	5,1	5,7	5,6	4,8	2,7	1,2	1,1	175
ЮТК	Россия	0,09	336	661	10,2	10,6	14,7	6,5	6,3	4,4	3,9	2,7	0,7	0,8	200
СибирьТелеком	Россия	0,05	700	850	30,0	14,9	13,1	6,1	7,1	5,6	4,7	2,6	1,2	1,6	247
Дальсвязь	Россия	1,15	110	164	47,3	12,6	3,4	4,9	4,9	3,7	3,1	2,1	0,5	0,6	150
МГТС		15,0	1 328	1 461	22,8	18,2	12,0	8,8	7,7	6,3	4,9	4,1	2,6	1,0	337
В среднем		**-**	**-**	**-**	**27,9**	**18,1**	**13,0**	**7,1**	**6,8**	**5,3**	**4,4**	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**253**
Сотовые компании															
Вымпелком	Россия	95,1	5 112	5 678	39,5	21,9	11,5	8,2	17,6	9,3	5,4	4,5	3,8	2,2	497
МТС	Россия	113,6	11 261	12 586	40,6	21,8	13,0	11,4	18,7	9,4	6,2	5,6	4,4	3,1	746
Оператор дальней связи															
Ростелеком	Россия	2,2	2019	2032	54,3	38	26,4	25,2	6,2	5,9	5,1	5,0	2,1	0,9	-
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Turkcell	Турция	0,0	5 308	5 608	отр.	22,4	13,1	12,0	8,1	6,3	4,6	5,1	2,4	7,6	357
Mobinil	Египет	14,2	1 418	1 576	19,1	14,4	17,5	22,1	7,9	7,5	6,0	4,4	3,5	4,4	691
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
TPSA	Польша	4,1	5 689	9 225	29,4	18,8	14,4	11,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,6	870
M-Cell	ЮАР	4,4	7 232	7 626	84,6	20,0	12,2	9,9	18,3	9,4	6,5	5,5	3,9	2,7	1 955
China Mobile	Китай	2,7	53 973	55 792	12,5	12,3	11,6	11,4	5,8	5,2	4,9	4,6	3,3	2,3	436
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Lusacell	Мексика	1,4	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
Telesp Cellular	Бразилия	2,9	2 233	5 225	отр.	48,6	19,9	-	10,6	9,4	7,5	-	1,9	3,0	-
В среднем		**-**	**-**	**-**	**25,9**	**20,5**	**15,6**	**14,9**	**7,7**	**6,2**	**5,2**	**4,7**	**2,4**	**2,7**	**802**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	875
British Telecom	Великобритания	100,1	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8	680
В среднем		**-**	**-**	**-**	**отр.**	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**	**902**

*AL - абонентская линия

Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Голден Телеком – справедливо оцененная компания

Сравнительная оценка Голден Телекома и иностранных компаний связи

		Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002
Голден Телеком	**Россия**	**29,2**	**1 053**	**993**	**35,3**	**19,0**	**12,1**	**9,9**	**16,2**	**8,6**	**5,5**	**4,6**	**2,9**	**2,2**
Versatel Telecom Intl NV	Европа	1,5	704	612	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	9,4	6,4	5,2	2,4	1,8
Netia Holding Sa	Польша	1,0	349	294	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.	6,2	5,5	5,2	2,3	0,7
Equant NV	Франция	5,0	1 406	1 500	отр.	отр.	отр.	отр.	11,8	7,4	5,5	4,6	0,6	1,4
Qwest Communications Int	США	3,4	5 731	22 994	отр.	отр.	отр.	отр.	4,4	5,6	5,6	5,0	0,4	-
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0
В среднем		**-**	**-**	**-**	**14,3**	**16,4**	**16,6**	**18,1**	**6,0**	**6,1**	**5,1**	**4,7**	**1,4**	**1,3**

Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Экономический подъем в регионах способствует развитию сектора связи

Рост экономики и доходов населения ведет к росту телекоммуникационного рынка. В 2003 г. рост ВВП России составил 7% относительно 2002 г., а реальные располагаемые доходы увеличились на 13%: Благодаря этому объем телекоммуникационного рынка увеличился на 40% в номинальном выражении, при этом потенциал дальнейшего развития сохраняется. Согласно нашей оценке, рост ВВП в 2004–2007 гг. составит 6,3% в год, а не 5,1%, как мы предполагали ранее; за тот же период располагаемые доходы должны увеличиться на 8% в год (предыдущий прогноз – 5,9%). В 2004–2013 гг. реальный доход на душу населения будет увеличиваться на 7,2% в год. Телекоммуникационный рынок будет расти в номинальном выражении на 14% в год и к 2007 г. достигнет 27 млрд долл., объем рынка фиксированной связи к этому сроку достигнет 9,9 млрд долл.

Рост экономики и укрепление рубля

Новый и старый макропрогнозы

	03	04П	05П	06П	07П	08П	09П	10П	11П	12П	13П
Средний курс, руб./долл.	30,7	27,3	25,3	25,3	25,6	26,1	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2
Обменный курс на конец периода	29,5	26,2	25,4	25,3	25,9	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
Инфляция, %	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Рост ВВП, %	7,2	6,2	5,8	6,1	6,4	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Рост доходов на душу населения, %	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5

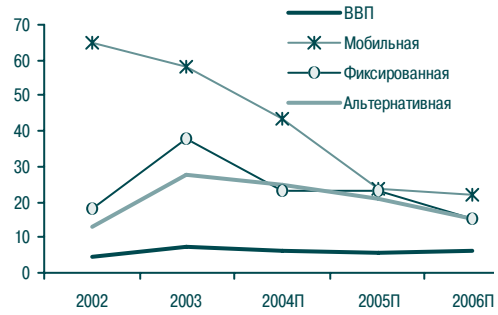
Источники: оценка НИКойла

Темпы роста сотового рынка ускоряются, темпы роста рынка фиксированной связи – нет. По нашей оценке, выручка от услуг сотовой связи вырастет с 0,9% от ВВП в 2002 г. до 1,2% от ВВП в 2003 г., тогда как выручка от услуг фиксированной связи увеличиться с 1,2% от ВВП в 2002 г. до 1,3% в 2003 г. Исходя из ожидаемых показателей ВВП и ВРП (валового регионального продукта), которые наилучшим образом помогают в прогнозировании регионального экономического развития в России, мы полагаем, что после 2006 г. доля услуг сотовой связи в общей структуре выручки телекоммуникационного рынка существенно возрастет, а рыночная доля операторов фиксированной связи значительно сократится. Мы прогнозируем, что в долгосрочной перспективе (к 2014 г.) выручка от услуг сотовой связи достигнет 1,6% от ВВП, а выручка от услуг фиксированной связи составит 1% от ВВП. В абсолютном выражении выручка от услуг сотовой связи вырастет с 4,3 млрд долл. в 2003 г. до 16,8 млрд долл. в 2013 г. то есть среднегодовой темп роста в 2003–2013 гг. составит 15%.

Спрос на услуги связи. Традиционная и сотовая телефонизация в России находятся на низком уровне (22% и 29% соответственно, по состоянию на конец марта 2004 г.), что создает потенциал для роста абонентской базы телекоммуникационных компаний. Однако потенциальный спрос на услуги связи зависит от развития региональных экономик, в частности от развития малого и среднего бизнеса, так как крупные корпорации пользуются услугами альтернативных операторов связи, а не услугами межрегиональных телекоммуникационных компаний. Покупательная способность населения также влияет на уровень спроса на услуги связи. С другой стороны, конкуренция со стороны сотовых операторов способствует вытеснению с рынка операторов фиксированной связи и ограничивает потенциал роста их абонентской базы. В соответствии с нашей новой моделью рынка связи, уровень фиксированной телефонизации в России достигнет к 2007 г. 28%, а с 2008 г. начнет ежегодно падать в среднем на 0,1%. К концу 2004 г., уровень мобильной телефонизации, по нашим оценкам, достигнет 38%, а число абонентов составит 55 млн. В ближайшие два-три года сотовые компании будут развиваться главным образом за счет регионов. В текущем году регионы обеспечат до 90% новых подключений в России, а к 2007 г. число абонентов сотовой связи достигнет 78 млн, при этом уровень телефонизации составит 54%.

Сильный рост телекоммуникационного рынка

Развитие видов связи и рост ВВП, %



Источники: Федеральная статистическая служба, оценка НИКойла

Уровень традиционной телефонизации достигнет максимума в 2007 г.

Сотовая и фиксированная телефонизация российских регионов, %

Регион	Телефонизация	02	03	04П	05П	06П	07П	08П
Поволжье	мобильная	7	14	27	34	38	41	44
	фиксированная	18	19	21	23	24	24	24
Сибирь	мобильная	5	12	23	31	35	38	40
	фиксированная	17	19	20	21	22	22	22
Урал	мобильная	6	20	35	44	50	55	58
	фиксированная	22	23	25	27	29	30	30
Сев.-Зап. ФО	мобильная	7	19	30	38	42	44	46
	фиксированная	30	31	32	32	33	33	33
Южный ФО	мобильная	11	23	32	38	41	43	44
	фиксированная	18	19	21	23	24	25	25
Центральн. ФО	мобильная	7	16	27	36	41	44	45
	фиксированная	20	21	22	23	24	24	24
Даль. Восток	мобильная	4	10	22	28	32	35	37
	фиксированная	19	20	22	23	24	25	25

Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Оживление экономики + недостаточная телефонизация регионов = рост. Благодаря быстрым темпам экономического развития России и высокому спросу на услуги сотовой связи в регионах с низким уровнем телефонизации, прошлый год оказался успешным для сотовых компаний. Рынок сотовой связи вырос в 2003 г. на 31% по сравнению с 2002 г., тогда как рост ВВП составил 7%. С 2000 г. российский рынок сотовой связи демонстрирует впечатляющие среднегодовые темпы роста абонентской базы – 119%. Общее число пользователей услугами сотовой связи выросло с 18 млн в 2000 г. до 36,2 млн в 2003 г. В итоге средний уровень телефонизации по стране увеличился с 12% в 2000 г. до 25% в 2003 г. и до 29% в марте 2004 г. Однако за пределами крупнейших городов России – Москвы и С.-Петербурга – средний уровень телефонизации составляет 19% (по состоянию на март 2004 г.), что ниже уровня телефонизации в Восточной Европе, в некоторых бывших республиках СССР и Латинской Америке. По нашей оценке, Россия телефонизирована примерно на 40% меньше, чем Восточная Европа. Такое заметное отставание предполагает, что бурное развитие рынка связи в России еще будет продолжаться, даже если резкого улучшения в состоянии экономики не произойдет.

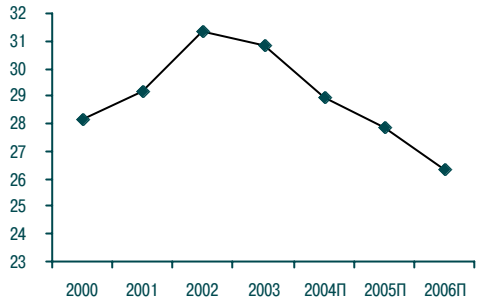
Укрепления рубля выгодно межрегиональным операторам… Номинальный рост курса рубля относительно доллара в 2003 г. составил 7,3%. В ближайшие годы рост курса рубля продолжится, и это должно позитивно повлиять на показатели межрегиональных телекоммуникационных компаний. Выручка МРК, номинированная в долларах, должна увеличиться, так как она базируется на рублевых тарифах и компании получают выручку в рублях. Мы полагаем, что благодаря укреплению рубля годовая выручка компаний в долларах будет расти приблизительно на 5% в ближайшие три года. Вместе с тем затраты МРК также в основном выражены в рублях (в долларах номинированы лишь некоторые затраты на техническое обслуживание – запчасти для телекоммуникационного оборудования и программное обеспечение – и часть процентных расходов). Поэтому в целом укрепление рубля должно положительно отразиться на финансовых показателях МРК и увеличить их EBITDA на 1–2%.

…и не влияет на состояние мобильных операторов. На состоянии сотовых операторов укрепление рубля отразится мало, так как мобильные операторы (в том числе Вымпелком, МТС и МегаФон) устанавливают тарифы в долларах. Кроме того номинированные в рублях затраты (расходы на электроэнергию, некоторые налоги и пр.) не превышают 10% от общей суммы затрат. Если рубль продолжит укрепляться по отношению к доллару, операторы сотовой связи переустановят тарифы в рублях, что будет способствовать увеличению их выручки.

Налоговая реформа повысит рентабельность операторов связи. Правительство планирует сократить единый социальный налог, который компании начисляют на зарплаты сотрудников, с нынешних 35,6% до 26%. В настоящее время расходы на заработную плату являются крупнейшей статьей расходов российских телекоммуникационных компаний, на ее долю приходится 35% всех затрат межрегиональных операторов и 10% затрат сотовых операторов. Снижение ЕСН приведет к росту нормы EBITDA операторов связи на 2-3%. Эффект от снижение ЕСН проявится уже в 2005 г., так как правительство намерено внести изменения в Налоговый кодекс и понизить ставку с 1 января 2005 г. Начиная со следующего года правительство также планирует сократить НДС – с 18% до 16%, в результате расходы на ремонт и обслуживание снизятся, так как телекоммуникационные компании приобретают часть комплектующих и услуг у российских поставщиков.

Укрепление рубля

Обменный курс руб./долл.



Источники: ЦБ РФ, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

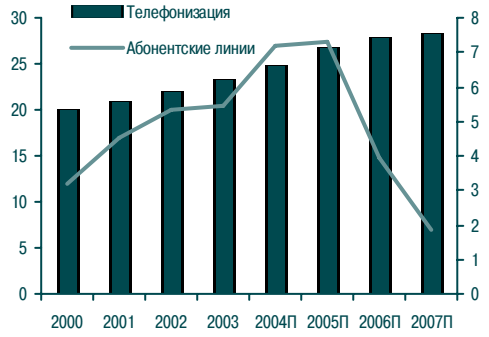
Межрегиональные компании связи: борьба за долю рынка

В ближайшие два года МРК будут развиваться быстрыми темпами. Мы ожидаем, что в 2003–2007 гг. межрегиональные компании связи будут расти на 21% в среднем в год. Рост, по нашему мнению, будет обусловлен следующими важнейшими факторами: повышением тарифов на местную связь, выравниванием тарифов на дальнюю связь, ростом трафика дальней связи, который будет подкрепляться ростом российской экономики и развитием регионального бизнеса, а также увеличением объема услуг сотовой связи и прочих высокодоходных услуг.

Развитие регионов ведет к росту спросу на услуги связи. Традиционная и сотовая телефонизация в России находятся на низком уровне (22% и 29% соответственно, по состоянию на конец марта 2004 г.), что создает потенциал для роста абонентской базы телекоммуникационных компаний. Однако потенциальный спрос на услуги связи зависит от развития региональных экономик, в частности от развития малого и среднего бизнеса, так как крупные корпорации пользуются услугами альтернативных операторов связи, а не услугами межрегиональных телекоммуникационных компаний. Покупательная способность населения также влияет на уровень спроса на услуги связи. Очередь на установку телефона у межрегиональных компаний связи оценивается в 3,5 млн линий, что составляет 15% от всего количества линий межрегиональных операторов. Даже если допустить, что половина из потенциальных абонентов, стоящих в очереди, неплатежеспособны и не смогут заплатить за установку телефона, мы полагаем, что за счет неудовлетворенного спроса рост числа абонентских линий в ближайшие два-три года составит 10%. Кроме того, жилищное строительство в России сейчас стремительными темпами развивается, обеспечивая дополнительный спрос на услуги фиксированной связи. Однако регионы развиваются неравномерно. Региональный внутренний продукт и доходы на душу населения колеблются в диапазоне от 1200 до 3500 долл. и от 990 до 180 долл./чел. соответственно. Экономическое развитие в регионах является основным фактором, от которого зависит наша оценка регионального рынка связи и, соответственно, потенциал роста межрегиональных операторов. Наша пересмотренная модель рынка указывает на то, что в 2004–2007 гг. база абонентов фиксированной связи будет ежегодно расти в среднем на 5%, а средняя традиционная телефонизация в России достигнет к 2007 г. 28% (или 25% без учета Москвы и С.-Петербурга).

Рост рынка фиксированной связи замедлится

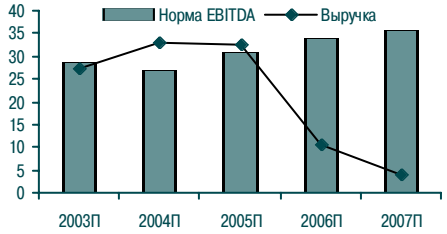
Телефонизация (слева) и число абонентских линий (справа) ,%



Источники: XXXXXX

Рост рентабельности за счет роста выручки

Рост выручки межрегиональных компаний и норма EBITDA, %



Источники: Связьинвест, оценка НИКойла

Российские межрегиональные операторы

Основные показатели за 2003 г.

Межрегиональные операторы	Области	Номера млн	Инвестиции ОЗП* млн долл.	Трафик на номер, мин. междугор.	Трафик на номер, мин. междунар.	Цифровизац. %	Загрузка, %	Городск. %	Телефониз. %	Население** млн	РВП** млрд долл.
ВолгаТелеком	11	4,10	125	479	19	49	92	71	19	21,0	49,6
ЦентрТелеком	17	5,70	150	461	32	42	92	73	20	28,0	36,1
Уралсвязьинформ	7	3,20	182	559	37	55	90	81	23	15,5	45,9
Сев.-Зап. Телеком	9	3,38	85	353	48	41	94	89	30	11,5	30,8
ЮТК	10	3,62	144	512	31	49	93	61	19	18,1	21,8
Сибирьтелеком	11	3,75	110	470	24	48	91	71	19	20,9	32,7
Дальсвязь	7	1,10	55	473	30	48	91	79	19	6,0	13,9

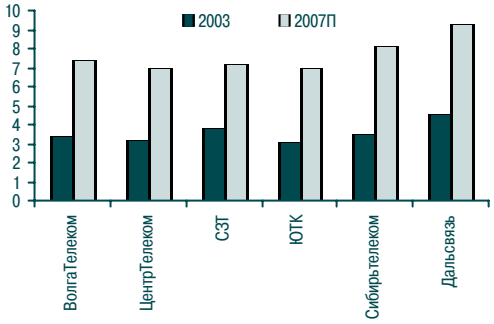
*Прогноз денежных инвестиций **По состоянию на 2002 г.

Источники: Связьинвест, Федеральная статистическая служба, оценка НИКойла

Выравнивание тарифов будет способствовать росту выручки. В 2003 г. тарифы на местную связь продолжили расти: тарифы для населения увеличились на 25–30% (в зависимости от региона и категории абонентов). Мы прогнозируем, что в ближайшие три года средние тарифы на местную связь поднимутся до экономически целесообразного уровня, то есть до 7–8 долл. в месяц в зависимости от региона, и стабилизируются на этом уровне. Повсеместное введение поминутной оплаты разговоров вряд ли существенно изменит эффективный уровень тарифа на местную связь. Ожидается, что к 2007 г. система регулирования тарифов изменится: тарифы будут устанавливаться не на основе затрат, а согласно системе предельного ценообразования. Ожидается, что к 2007 г. система регулирования тарифов изменится: тарифы будут устанавливаться не на основе затрат, а согласно системе предельного ценообразования. Кроме того, компании постепенно выравнивают тарифы на местную и междугородную связь по регионам и группам абонентов, что также позитивно отразится на выручке МРК в 2003–2004 гг. Однако начиная с 2005 г. мы ожидаем ежегодного 5-процентного снижения тарифов на международную связь и 8-процентного – на междугородную в результате усиления конкуренции со стороны сотовых компаний и операторов интернет-телефонии.

Ожидается рост тарифов на местную связь

Тарифа на местную связь, долл.



Источники: Связьинвест, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Развитие рынка дальней связи. Межрегиональные операторы стремятся создавать собственные межрегиональные сети, объединяя региональные активы в рамках единой сети. Сибирьтелеком и Дальсвязь уже объявили о намерении начать строительство мультисервисной сети, которая объединит их региональные активы. Новые сети позволят операторам обеспечивать связь в обход сетей Ростелекома, что, по идее, должно повысить их выручку от дальней связи. Однако положение дел в большой степени зависит от Связьинвеста.

Рост трафика дальней связи. Повышение деловой активности способствует росту трафика дальней связи и, соответственно, росту выручки межрегиональных телекоммуникационных компаний. Мы ожидаем, что в 2004–2013 гг. годовой рост исходящего трафика междугородной связи дочерних компаний Связьинвеста, равный 15%, превзойдет негативный эффект от прогнозируемого 8-процентного годового снижения тарифов на услуги междугородной связи и будет способствовать росту выручки МРК.

Увеличение доли услуг сотовой связи и высокодоходных услуг. Межрегиональные компании стремятся повысить в структуре своего бизнеса долю нерегулируемых государством услуг (интернет-услуги, передача данных, кабельное телевидение). Мы ожидаем, что эта доля вырастет с нынешних 3–8% до 10–15% в 2007 г.

Оптимизация системы управления и контроль над затратами. Оптимизация системы управления, включающая повышение качества корпоративного управления, оптимизацию системы бюджетного и финансового планирования, а также управление капзатратами и оборотным капиталом, остаются по-прежнему основными приоритетами Связьинвеста и межрегиональных телекоммуникационных компаний. Ожидается, что в 2004-2007 гг. МРК будут сокращать численность персонала в среднем на 4% в год, и повысят эффективность труда и рентабельность. Мы полагаем, что средняя норма EBITDA для межрегиональных компаний вырастет с 29% в 2003 г. до 36% в 2007 г.

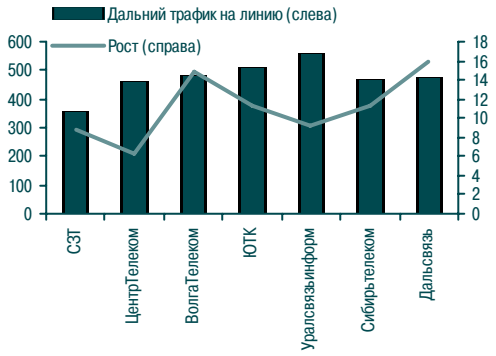
Многообещающие результаты 2003 г. по РСБУ

Полностью консолидированные результаты по МСФО компании начнут публиковать летом 2004 г. Осенью 2003 г. межрегиональные компании опубликовали результаты по МСФО за 2002 г. Однако поскольку эти компании были консолидированы только в конце IV квартала 2002 г., опубликованные результаты не дают полной картины деятельности МРК. Эти показатели скорее представляют собой агрегированные результаты по МСФО соответствующих малых региональных телекомов, которые в итоге были консолидированы. Все компании продемонстрировали рост выручки по МСФО за счет консолидации бизнеса дочерних структур. Самый внушительный рост показали ВолгаТелеком и Уралсвязьинформ, которые успели завершить консолидацию мобильного бизнеса. И все же показатели операционной рентабельности по МСФО оказались ниже показателей по РСБУ из-за более высоких амортизационных отчислений по МСФО и разницы в схеме учета резервов по сомнительным долгам. Полностью консолидированные финансовые результаты по МСФО за 2003 г. должны появиться в середине лета 2004 г.

Рост выручки и рентабельности в 2003 г. Мы полагаем, что финансовые результаты за 2003 г. по МСФО будут лучше консолидированных показателей за 2002 г., так как начнут проявляться некоторые важные для сектора факторы. Мы полагаем, что результаты по МСФО за 2003 г. отразят рост выручки благодаря росту тарифов на местную связь, выравниванию тарифов на междугородную связь, укреплению рубля, росту объемов высокодоходных услуг и увеличению количества абонентов сотовой связи (последнее лишь для некоторых МРК). Кроме того, об улучшении результатов в 2003 г. свидетельствуют результаты за 2003 г. по РСБУ, которые свидетельствуют о 32-процентном росте выручки в среднем за период в результате повышения тарифов, роста дальнего трафика и увеличения абонентской базы. Результаты по РСБУ свидетельствуют о том, что компании сохранят высокие среднегодовые темпы роста выручки – на уровне выше 20% – в ближайшие два-три года, пока рост тарифов продолжается и сотовая связь не вытеснила фиксированную. Результаты за 2003 г. по РСБУ подтверждают, что консолидация межрегиональных телекомов должна улучшить их финансовое положение благодаря сокращению расходов на персонал, снижению внеоперационных расходов и сокращению резервов по сомнительным долгам. В 2003 г. средняя норма EBIT межрегиональных операторов по РСБУ составила 25%, а норма чистой прибыли увеличилась с 7% до 9% за отчетный период.

Рост дальнего трафика

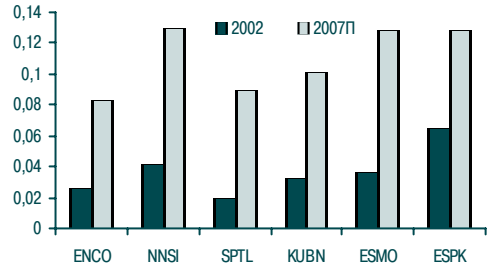
Дальний трафик на линию (мин.) и рост трафика в 2003 г. (%)



Источники: Связьинвест, оценка НИКойла

Высокодоходные услуги способствуют росту выручки

Доля высокодоходных услуг в общей сумме выручки, %



Источники: Связьинвест, оценка НИКойла

МСФО и РСБУ

Показатели региональных операторов в 2002 г., млн долл.

	МСФО			РСБУ		
	Выр.	Чист.пр.	EBITDA	Выр.	Чист.пр.	EBITDA
ВолгаТелеком	415	29	133	343	51	118
ЦентрТелеком	557	3	159	523	36	109
СЗТ	340	15	92	318	10	53
ЮТК	374	33	105	335	50	113
Сибирьтелеком	440	23	120	387	14	80
Дальсвязь	178	2	33	166	5	24

Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Стабильное финансовое улучшение

Показатели межрегиональных операторов по РСБУ, млн долл.

	2002			2003			Рост, %		
	Выр.	EBIT	Чист. приб.	Выр.	EBIT	Чист. приб.	Выр.	EBIT	Чист. приб.
ВолгаТелеком	349	101	40	479	137	65	37	36	63
ЦентрТелеком	524	136	27	681	171	49	30	26	83
Уралсвязьинформ	471	123	29	636	181	63	35	47	116
СЗТ	322	85	10	402	93	28	25	10	165
ЮТК	336	80	62	440	101	43	31	26	(31)
Сибирьтелеком	389	87	14	510	115	50	31	33	265
Дальсвязь	170	30	6	223	32	8	31	7	40

Источники: Связьинвест, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Преимущества нового закона "О связи". Новый закон "О связи" должен привести к росту выручки межрегиональных компаний связи. Причин здесь несколько. Во-первых, с целью компенсировать компаниям их убытки от предоставления социально значимых услуг новый закон предусматривает создание Резерва универсального обслуживания, который будет служить механизмом компенсации и субсидирования. Во-вторых, новый закон меняет условия предоставления льгот для абонентов – начиная с 2005 г. все абоненты будут платить за услуги в полном объеме. Мы полагаем, что отмена льгот увеличит выручку МРК от услуг местной связи на 10–15%. В-третьих, показатели межрегиональных компаний будут расти благодаря повышению доходов от присоединения, так как новый закон предусматривает предоставление доступа к сети операторам на равных условиях. Таким образом, ситуация в этой сфере должна быть, в отличие от нынешней, более прозрачной.

Финансовое положение компаний будет улучшаться

Основные финансовые показатели межрегиональных компаний, МСФО, млн долл.

Компания	Показатели	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
ЦентрТелеком	Выручка	550	672	867	1 130	1 278	1 331
	EBITDA	157	194	236	349	435	473
	Норма EBITDA, %	*29*	*29*	*27*	*31*	*34*	*36*
	Чистая прибыль	3	39	55	91	146	167
	Норма чистой прибыли, %	*0*	*6*	*6*	*8*	*11*	*13*
СЗТ	Выручка	340	402	493	761	775	818
	EBITDA	92	107	124	219	248	269
	Норма EBITDA, %	*27*	*27*	*25*	*29*	*32*	*33*
	Чистая прибыль	15	29	36	98	111	116
	Норма чистой прибыли, %	*4*	*7*	*7*	*13*	*14*	*14*
ВолгаТелеком	Выручка	415	567	798	999	1 115	1 142
	EBITDA	133	184	247	339	409	440
	Норма EBITDA, %	*32*	*32*	*31*	*34*	*37*	*39*
	Чистая прибыль	29	39	75	116	156	163
	Норма чистой прибыли, %	*7*	*7*	*9*	*12*	*14*	*14*
ЮТК	Выручка	379	492	655	844	955	995
	EBITDA	110	155	172	258	315	335
	Норма EBITDA, %	*29*	*31*	*26*	*31*	*33*	*34*
	Чистая прибыль	38	35	23	63	91	96
	Норма чистой прибыли, %	*10*	*7*	*3*	*7*	*10*	*10*
Сибирьтелеком	Выручка	440	574	726	995	1 105	1 131
	EBITDA	120	153	180	329	380	431
	Норма EBITDA, %	*27*	*27*	*25*	*33*	*34*	*38*
	Чистая прибыль	23	47	54	114	141	163
	Норма чистой прибыли, %	*5*	*8*	*7*	*11*	*13*	*14*
Дальсвязь	Выручка	181	208	275	342	393	399
	EBITDA	36	45	53	79	109	124
	Норма EBITDA, %	*20*	*22*	*19*	*23*	*28*	*31*
	Чистая прибыль	4	9	32	22	43	51
	Норма чистой прибыли, %	*2*	*4*	*12*	*7*	*11*	*13*

Источники: данные компании, оценка НИКойла

Привилегированные акции остаются привлекательными. Российский закон "Об АО" делает привилегированные акции весьма привлекательным инструментом инвестиционных вложений. Это обусловлено гарантированным минимумом в 10% от чистой прибыли, которые направляются на выплату дивидендов. Кроме того, закон содержит ряд положений, защищающих права владельцев привилегированных акций. Наконец, возможная приватизация Связьинвеста повышает вероятность, что привилегированные акции будут конвертированы в обыкновенные. Мы полагаем, что нынешний 15–40-процентный дисконт по отношению к обыкновенным акциям снизится до 10–15%. Ожидание существенных дивидендов по итогам 2003 и 2004 гг., а также большой спред в цене привилегированных и обыкновенных акций позволяет нам подтвердить наши рекомендации "ПОКУПАТЬ" на привилегированные акции ВолгаТелекома, Сибирьтелекома, Северо-Западного Телекома и Дальсвязи.

Резкий рост тарифов за межсетевые соединения

Межсетевые соединения межрегиональных операторов, млн мин.

Источники: Связьинвест, Министерство транспорта и связи, оценка НИКойла

Впечатляющий рост

Операторы связи и индекс РТС

	Абсолютная динамика,%		
	01-янв-03	01-июн-03	Изменение с начала года, %
Индекс РТС	77	36	12
Ростелеком	113	54	16
МГТС	163	102	7
ЦентрТелеком	66	49	13
СЗТ	90	66	33
Южтелеком	65	29	(1)
Уралсвязьинформ	205	74	6
Волга Телеком	147	73	19
Сибирьтелеком	139	98	49
Дальсвязь	106	80	28

Источники: РТС, оценка НИКойла

Региональные операторы опережают РТС

Индекс привилегированных акций, акций региональных операторов и индекс РТС

Источники: РТС, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Продвижение мобильных операторов в регионы угрожает традиционным операторам

Конкуренция ограничивает рост абонентской базы и тарифов МРК. В настоящее время сотовые компании активно развиваются в регионах и поэтому представляют угрозу для межрегиональных телекоммуникационных компаний. Междугородные тарифы на внутрисетевой сотовый роуминг стремительно снижаются и уже сейчас находятся на более низком уровне, чем тарифы на звонки с одного фиксированного номера на другой для некоторых направлений, что приводит к вытеснению с рынка операторов фиксированной связи операторами сотовой связи. Снижение тарифов на сотовую связь ограничивает потенциал роста тарифов фиксированной связи. Мы полагаем, что через год – в лучшем для межрегиональных телекомов случае через два – замещение фиксированной связи мобильной станет заметным. Это замедлит рост количества абонентов фиксированной связи после 2006 г. и может даже привести к снижению в долгосрочной перспективе.

Альтернативные операторы связи. Альтернативные операторы связи, в частности крупнейший в России альтернативный оператор "Голден Телеком", переключили свое внимание с Москвы на регионы, стремясь захватить наиболее выгодную часть рынков, то есть корпоративных клиентов и современные услуги связи, таким образом снижая долю межрегиональных телекомов.

Новая система расчетов за дальнюю связь. В 2003 г. Ростелеком ввел новую систему расчетов, которая, вероятно, приведет к росту выручки межрегиональных компаний связи. По нашей оценке, за счет этой системы компании увеличат свою выручку на 2% в 2003 г. и на 5% в 2004 г. Также возрастут и затраты МРК – приблизительно на 3% в 2003 г. и на 6% в 2004 г. Это связано с тем, что компании будут платить оконечную расчетную таксу (ОРТ) Ростелекому в дополнение к линейной расчетной таксе (ЛРТ). В результате нормы EBITDA межрегиональных компаний снизятся на 1–2% в 2004 г. Однако благодаря ожидаемым росту тарифов на местную связь и увеличению объемов высокодоходных услуг нормы EBITDA этих компаний восстановятся в 2005 г. С другой стороны, Ростелеком сейчас пытается ввести в действие аналогичную систему расчетов за междугородную связь, что может вызвать небольшое снижение выручки межрегиональных телекомов от трафика международной связи. Но поскольку доля выручки от услуг международной связи в общей структуре выручки составляет в среднем всего 5%, влияние снижения выручки от услуг международной связи на общую выручку МРК не будет значительным.

Неясные долгосрочные перспективы

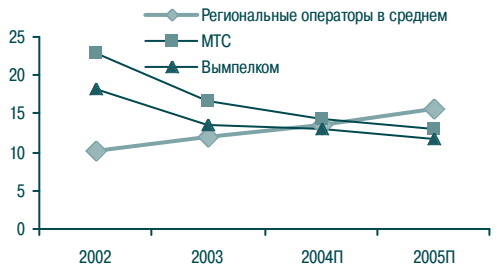
"Последние из могикан". В 2002 г. во время консолидации дочерних подразделений Связьинвеста несколько компаний сохранили независимость. В 2004 г. три таких компании должны быть консолидированы межрегиональными операторами. Две компании – Комисвязь и Ленсвязь – поглотит Северо-Западный Телеком, который таким образом увеличит число абонентских линий на 670 тыс. ЮТК приобретет Дагсвязьинформ – маленькую региональную компанию, которая вряд ли улучшит финансовые показатели ЮТК, так как работает в недостаточно развитом сельскохозяйственном регионе, граничащем с Чечней.

Будущая консолидация. По нашему мнению, чтобы повысить конкурентоспособность межрегиональных операторов, нынешнюю холдинговую структуру Связьинвеста нужно существенно изменить. В случае приватизации новый владелец может поставить цель упростить и оптимизировать структуру Связьинвеста. Мы считаем, что семь межрегиональных телекоммуникационных компаний – это слишком много для России и что они со временем будут объединены в три-четыре оператора. Возможная (но не единственная) конфигурация отрасли может выглядеть следующим образом: Дальневосточно-Сибирский телеком, Уральско-Волго-Южный телеком и Центрально-Северозападный телеком. Сам Связьинвест может быть объединен с Ростелекомом и преобразован из холдинговой в операционную компанию.

Масштабная инвестиционная программа требует внешнего финансирования. В 2003 г. межрегиональные компании увеличили инвестиции на 75% относительно 2002 г. за счет улучшения операционного денежного потока, а также в результате резкого развития российского долгового рынка, который стал более доступным для МРК после консолидации. Мы ожидаем, что постепенное улучшение финансового состояния МРК позволит им увеличить инвестиции за счет роста денежных потоков и относительно низкого уровня задолженности. Однако до 2008 г. компании вряд ли смогут финансировать инвестиции только за счет собственных средств. По нашим оценкам, с 2005 г. среднее отношение инвестиций к выручке у МРК будет постепенно сокращаться – с 25% до примерно 15% в 2008 г.

Мобильная каннибализация все ближе

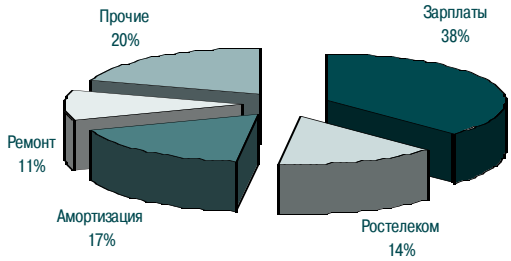
ARPU сотовых и региональных операторов, долл.



Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Зарплаты – основная статья затрат

Структура затрат Связьинвеста



Источники: Связьинвест, оценка НИКойла

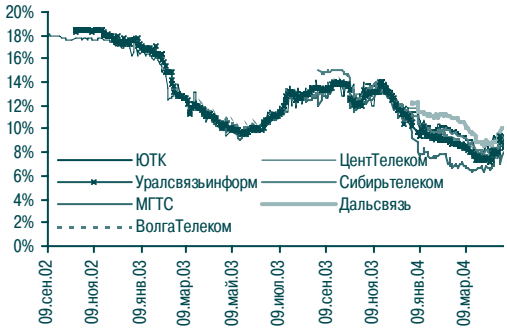
Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Дешевое финансирование за счет долговых инструментов. Российский рынок облигаций в 2003 г. пережил серьезные изменения. Срок обращения корпоративных облигаций увеличился с одного года для выпусков 2002 г. до почти трех лет для выпусков 2003 г. Доходность облигаций на вторичном рынке заметно сократилась – с 16–18% до 8–10%.

Низкие цены на оборудование. Вследствие замедления роста мировой экономики и насыщению рынков связи в большинстве промышленно развитых стран (впрочем, как и стран с развивающейся экономикой) мировые цены на телекоммуникационное оборудование сильно упали. Стагнация на мировом рынке телекоммуникационного оборудования оказалась очень выгодна для российских операторов связи, которые смогли приобретать это оборудования по низким ценам. По оценкам Связьинвеста, в 2003 г. затраты на оборудование сократились на 30% относительно уровня 2001 г. Снижение затрат и низкая стоимость рабочей силы в России определили стоимость ввода в эксплуатацию абонентской линии в России на уровне 200–250 долл., а стоимость замены аналоговой линии на цифровую – в 100–150 долл.

Привлекательные долговые инструменты

Доходность по рублевым облигациям межрегиональных компаний



Источники: C-Bonds, оценка НИКойла

Ростелеком: оператор для операторов

Неоднозначные финансовые показатели. Рекомендация - СОКРАЩАТЬ. Доля рынка и выручка Ростелекома снижаются, что обусловлено усилением конкуренции со стороны альтернативных операторов на рынке услуг междугородной и международной связи. Несмотря на то что изменение системы расчетов с межрегиональными телекоммуникационными компаниями может поддержать выручку Ростелекома, которому к тому же удалось стабилизировать долю на московском рынке, долгосрочные перспективы компании неоднозначны. Ростелеком также переоценен относительно международных операторов и средних коэффициентов российского рынка. Наша справедливая оценка акций Ростелекома, сделанная на основе анализа ДДП и составляющая 1,30 долл. за акцию, отражает долгосрочные перспективы развития компании и подтверждает нашу рекомендацию " СОКРАЩАТЬ" на акции Ростелекома. Несмотря на то что для инвесторов, терпимых к риску, акции Ростелекома остаются одним из основных инструментов, мы полагаем, что спекулятивный потенциал этих акций почти исчерпан, а оценка завышена.

Цена, долл.*	2,22	**Цель, долл.**	1,30
52 нед. макс	2,64	**52 нед. мин.**	1,435
Рын. кап.* **	2 019	**Всего акций, млн.**	971,53
P/S	2,1	**P/B**	0,9
Reuters	RTKM.RTS	**Bloomberg**	RTKM$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,04	0,05	0,08	0,08
P/E	54,3	38,0	26,4	25,2
EV/EBITDA	6,2	5,9	5,1	5,0

***Цена закрытия, ****млн долл., *****долл./акция**

Источники: Bloomberg, оценка НИКойла

Новая система расчетов за дальнюю связь способствует росту выручки…

Рост выручки благодаря новой системе расчетов за дальнюю связь. Выручка по МСФО за 9 месяцев 2003 г. возросла на 21% относительно 2002 г. благодаря росту междугородного трафика на 15,2% до 8,2 млрд мин. (данные за 2003 г.) и введению новой системы расчетов за дальнюю связь.

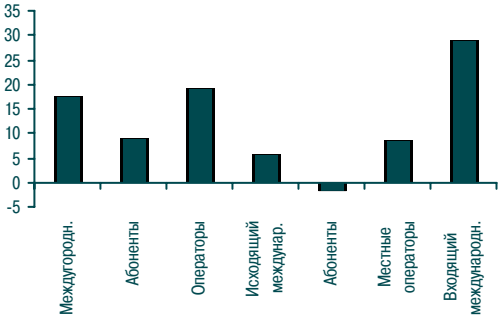
Выручка от дальней связи в Москве стабилизировалась. По итогам 9 месяцев 2003 г. доля выручки за дальнюю связь от московских абонентов увеличилась на 2,3% (до 157,5 млн долл.) относительно показателя за 9 месяцев 2002 г. Кроме того, выручка от дальней связи по РСБУ за 2003 г. в Москве возросла на 2,0% относительно предыдущего года. Рост выручки после нескольких лет снижения связан с увеличением дальнего трафика московских абонентов на 5,7% и новой тарифной политикой.

В 2003 г. выручка по РСБУ увеличилась. В 2003 г. выручка Ростелекома по РСБУ возросла на 21% относительно 2002 г., что позволяет рассчитывать на высокий показатель по МСФО. Основным источником роста выручки стала новая система расчетов за дальнюю связь.

Возможно введение новой системы расчетов за международную связь. Ростелеком пытается ввести систему расчетов за международную связь, подобную той, которую он использует для междугородной связи. В результате выручка от международного трафика, генерируемого межрегиональными компаниями связи, может несколько возрасти. Однако доля выручки от международного трафика в структуре выручки от МРК в среднем не превышает 5%, поэтому эффект от увеличения этой выручки в целом для Ростелекома не будет значительным – выручка компании может возрасти на 1–2%, однако и затраты на терминацию международных вызовов также возрастут.

Рост за счет операторов

Динамика трафика Ростелеком за 9 месяцев 2003 г., изм. относительно 9 мес. 2002 г., %



Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Новая система расчетов обеспечивает рост выручки

Отчет о прибылях по РСБУ, млн долл.

	2002	2003	Изм., %
Чистая выручка	810	976	21
Затраты	(564)	(682)	21
EBIT	246	294	20
Норма EBIT, %	*12*	*15*	
Износ и амортизация	(149)	(112)	(25)
EBITDA	395	406	3
Норма EBITDA, %	*20*	*20*	
Прибыль до налогов	169	349	107
Включая разовый доход	*96*	*121*	*25*
Чистая прибыль	99	258	161
Норма чистой прибыли, %	*5*	*13*	

Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

...но негативно влияет на рентабельность

Сокращение выручки от международных операторов. Выручка от международных операторов связи за 9 месяцев 2003 г. по МСФО снизилась, несмотря на увеличение входящего международного трафика. В дальнейшем снижение показателя продолжится в связи с падением международной расчетной ставки.

Затраты сокращают рентабельность. За 9 месяцев 2003 г. операционные затраты Ростелекома по МСФО возросли на 31% относительно соответствующего периода 2002 г., в результате норма EBITDA сократилась с 43,6% до 39,6%.

Стоит опасаться роста затрат по РСБУ. Хотя выручка Ростелекома в 2003 г. возросла, норма EBIT компании относительно 2002 г. практически не изменилась (она составила 30%). Эта объясняется увеличением затрат, которое имело место несмотря на 25-процентное снижение амортизационных отчислений по РСБУ. Рост затрат, в свою очередь, вызван повышением расходов на персонал (повышение зарплат), увеличением платежей российским и мировым операторам (из-за нарастания трафика), ростом расходов на услуги и страхование (в начале 2003 г. Ростелеком застраховал свои производственные активы). Сокращение персонала на 10% за 9 месяцев 2003 г. не смогло компенсировать 24-процентное повышение зарплат. Кроме того, новая система расчетов с региональными операторами увеличила расходы на 75 млн долл. Если анализировать квартальные показатели, то затраты по РСБУ в IV квартале 2003 г. возросли на 38% (почти вдвое сильнее, чем выручка за тот же период). В результате операционная прибыль Ростелекома в IV квартале 2003 г. снизилась на 16% относительно предыдущего квартала, а норма операционной прибыли сократилась до 24% с 34% в III квартале 2003 г. Норма EBITDA снизилась с 48% в 2002 г. до 42% в 2003 г. и с 45% в III квартале 2003 г. до 32% в IV квартале 2002 г. Мы считаем, что результаты IV квартала 2003 г. наиболее точно отражают влияние новой системы расчетов на финансовое состояние Ростелекома, так как этот квартал впервые полностью учитывает действие новой системы.

Платежи за передачу трафика повышены. Рост междугородного трафика и изменения в его структуре привели к увеличению платежей международным операторам. Так, вследствие роста исходящего международного трафика и более высокой эффективной ставки расчетов с международными операторами платежи Ростелекома международным операторам возросли на 15%. Что же касается изменения структуры исходящего международного трафика, то увеличилась доля звонков по более дорогим направлениям. В 2003 г. доля исходящего трафика Ростелекома в СНГ увеличилась, а плата за терминацию звонков здесь выше, чем в среднем в мире. Более того, увеличился трафик на сети международных операторов мобильной связи, в результате средняя плата за терминацию вызовов Ростелекома заметно возросла. Ростелеком также был вынужден увеличить платежи российским операторам в результате повышения тарифов МГТС за доведение дальнего трафика до московских абонентов. Кроме того, что с конца 2002 г., Ростелеком использует альтернативные спутниковые каналы.

Либерализация рынка к 2006 г.? Несмотря на то что новый закон "О связи" в определенной степени поддерживает монопольное положение Ростелекома на рынке, вступление России в ВТО может ускорить либерализацию рынка, которая фактически уже началась. Министерство транспорта и связи планирует завершить либерализацию телекоммуникационного рынка к 2006 г. – это значит, что у Ростелекома осталось всего два-три года для того, чтобы подготовиться к резкому усилению конкуренции, так как большинство телекоммуникационных компаний будут стремится выйти на высокодоходный рынок дальней связи. Кроме того, межрегиональные операторы уже начали строительство собственных сетей (об этом объявили Сибирьтелеком и Дальсвязь) с целью передавать дальний трафик в рамках своих макрорегионов в обход сетей Ростелекома.

Новая система расчетов негативно влияет на рентабельность

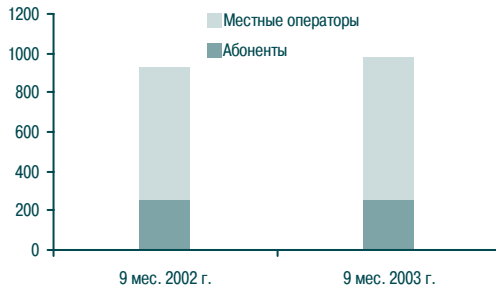
Поквартальный отчет о прибылях по РСБУ, млн долл.

	I кв. 03	II кв. 03	III кв. 03	IV кв. 03	Изм., %
Выручка	201	213	256	306	19
Затраты	131	148	169	233	38
EBIT	70	65	87	73	(16)
Норма EBIT	*35*	*30*	*34*	*24*	
Износ и амортизация	29	29	28	26	(8)
EBITDA	100	94	114	99	(14)
Норма EBITDA	*50*	*44*	*45*	*32*	
Чистая прибыль	39	63	52	103	99
Норма чистой прибыли, %	*20*	*30*	*20*	*34*	

Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Рост международного трафика за счет региональных операторов связи

Трафик международной связи, млн мин.



Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Иностранные операторы теперь платят меньше

Структура выручки, млн долл.

Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

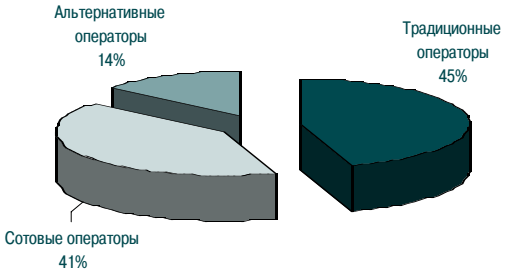
Альтернативные операторы: консолидация и экспансия

Конкуренция провоцирует консолидацию. Растущая конкуренция в отрасли связи заставляет альтернативных операторов фиксированной связи присматривать кандидатов для поглощения и ускорять консолидацию бизнеса для получения эффекта синергии. Крупнейший российский альтернативный оператор Голден Телеком интенсивно развивался за счет приобретений в 2002–2003 гг. В ближайшее время телекоммуникационный холдинг "Система" планирует консолидировать контролируемых ею альтернативных операторов фиксированной связи (Телмос, Комстар, МТУ-Информ, МТУ-Интел и Голден Лайн) в единую компанию.

Экспансия в регионах. Несмотря на впечатляющий рост региональных экономик, в российской провинции сохраняется дефицит телекоммуникационных услуг. В то же время в Москве, С.-Петербурге и нескольких других крупных городах конкуренция на рынке связи очень сильная. Все это провоцирует альтернативных операторов к экспансии на новые рынки, особенно по направлению современных высокодоходных услуг, которые востребованы корпоративными клиентами.

Конкурентный рынок

Доля рынка операторов связи в 2003 г., %



Источники: Министерство связи, оценка НИКойла

Голден Телеком: справедливая оценка, хорошие перспективы

Почти все изменения учтены в цене. Голден Телеком - сильный участник российского телекоммуникационного рынка, имеющий высокие фундаментальные показатели. Однако большинство позитивных изменений, произошедших в компании, уже учтено рынком. Завершение консолидации Коминкома/Комбеллги потребует от Голден Телекома дополнительных расходов, которые могут подорвать рентабельность в 2004 г. В дальнейшем компания может продолжить развитие за счет новых приобретений. Однако мы сомневаемся в том, что котировки акций Голден Телекома смогут вести себя "лучше рынка", поэтому сохраняем рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" с прогнозом стоимости акций компании на уровне 31 долл.

Цена, долл.*	29,2	**Справед. цена, долл.***	31,0
52 нед. макс.	36,63	**52 нед. мин.**	18,65
Рын. кап.***	1 053	**Всего акций, млн.**	36,10
P/S	2,9	**P/B**	2,2
Reuters	GLDN.N	**Bloomberg**	GLDN US

	2002	2003	2004П	2005П
EPS***	1,24	1,95	2,39	2,72
P/E	35,3	19,0	12,1	9,9
EV/EBITDA	16,2	8,6	5,5	4,6

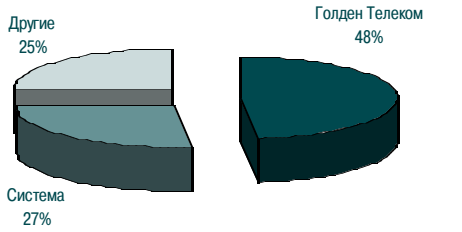
***Цена закрытия, ****млн долл., *****долл./акция**

Консолидация способствует росту выручки…

Внушительный рост выручки. В IV квартале 2003 г. выручка Голден Телекома возросла на 23,5% относительно предыдущего квартала и составила 111 млн долл., рост относительно IV квартала 2002 г. достиг 81%. Данный рост вызван в основном консолидацией Совинтела осенью 2002 г. и Коминкома/Комбеллги в IV квартале 2003 г. Выручка компании от интернет-услуг розничным абонентам увеличилась на 29% относительно III квартала 2003 г. в результате приобретения Сибчелленджа. Без учета приобретений рост выручки Голден Телекома в 2003 г. оказывается более скромным – 5% в 2003 г. относительно 2002 г.

Консолидация рынка

Рыночная доля альтернативных операторов



Источники: AC&M, оценка НИКойла

…однако рентабельность снижается

Затраты росли быстрее, чем выручка. В IV квартале 2003 г. увеличение затрат Голден Телекома почти на 32% опередило рост выручки за период. Увеличения затрат связано с изменениями в украинском законе "О связи" и ростом низкорентабельных продаж оборудования российским корпоративным клиентам. Кроме того, компания зафиксировала разовый убыток в размере 1,2 млн долл. после интеграции Коминкома/Комбеллги.

Снижение нормы EBITDA и операционной прибыли. В результате того, что затраты Голден Телекома росли быстрее, чем выручка, операционная прибыль компании за IV квартал 2003 г. сократилась на 8% относительно III квартала 2003 г. и составила 16,8%. Норма EBITDA резко снизилась – с 33% в III квартале до 27% в IV квартале 2003 г. Последний показатель ниже нормы EBITDA по МСФО межрегиональных компаний связи за 2002 г. Мы полагаем, что консолидация бизнеса Коминкома/Комбеллги продолжит угнетать рентабельность Голден Телекома в I полугодии 2004 г., однако в целом за 2004 г. компания, по нашим оценкам, продемонстрирует норму EBITDA в 33%.

Рост за счет консолидации

Отчет о прибылях Голден Телекома, млн долл.

	2002	2003	Изм., %	2004П
Выручка	**199**	**361**	**81**	**535**
Себестоимость реализации	92	181	97	219
Износ и амортизация	30	45	51	70
Общие и адм. расходы	46	64	39	62
EBIT	31	70	124	70
EBITDA	**61**	**115**	**88**	**176**
Норма EBITDA, %	*31*	*32*		*33*
Прибыль до налогов	33	73	120	106
Расходы на налог на прибыль	(5)	(17)	278	(21)
Чистая прибыль	**29**	**55**	**88**	**84**
Норма чистой прибыли, %	*15*	*15*		*16*

Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Прогнозы руководства соответствуют нашим оценкам. В ходе телефонной конференции по результатам 2003 г. руководство Голден Телекома объявило свои прогнозы на 2004 г. В частности, компания рассчитывает получить выручку в пределах 510–530 млн долл., операционную прибыль в размере 105–110 млн долл. Амортизационные отчисления должны составить порядка 65–70 млн долл., капзатраты – 85–95 млн долл. Все эти данные соответствуют нашим прогнозам на основе финансовой модели компании. Мы полагаем, что выручка Голден Телекома в 2004 г. достигнет 535 млн долл., операционная прибыль 105 млн долл., амортизационные отчисления – 70 млн долл., капзатраты – 85 млн долл.

Возможные улучшения

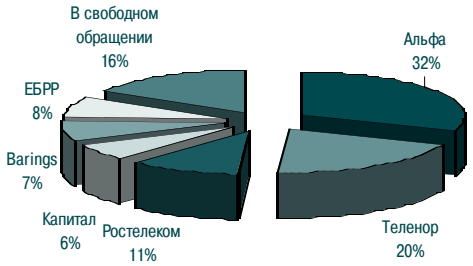
Стремление повысить долю акций в свободном обращении. Решение проблемы низкой ликвидности - первоочередная задача руководства Голден Телекома. Как мы и ожидали, компании удалось убедить миноритарных акционеров разместить часть акций на свободном рынке. ЕБРР, Capital и Barings Vostok намерены продать равные доли своих пакетов в Голден Телекоме, в результате чего на рынке появится дополнительно 3,8 млн акций, или 10,7% акций компании. Размещение должно состояться между апрелем и июнем 2004 г. Сам Голден Телекома акции на рынке размещать не будет. В результате доля акций в свободном обращении увеличиться до 27%. Мы позитивно оцениваем стремление Голден Телекома увеличить число акций на рынке, так как низкая ликвидность является одним из факторов, снижающих инвестиционную привлекательность компании. Однако рынок давно ждет увеличения количества акций в свободном обращении, поэтому на оценку акций оно вряд ли повлияет.

Сильная денежная позиция, низкий уровень задолженности. В 2003 г. Голден Телеком генерировал значительные денежные потоки, которые позволили компании увеличить денежную позицию до 5 млн долл., заплатить 15,3 млн долл. за приобретение Сибчелленджа и выплатить 35,1 млн долл. долга. Денежная позиция Голден Телекома составляет 65 млн долл., а задолженность не превышает 4 млн долл. Это позволяет ему приобретать и развивать региональный бизнес, не прибегая к внешнему финансированию.

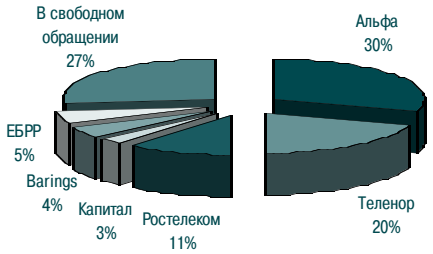
Планируются новые приобретения. Голден Телеком начал 2004 г. с новых приобретений, объявив в феврале о покупке Самары-Телеком за 4,8 млн долл. Мы ожидаем, что скоро компания объявит о новых приобретениях. Осенью прошлого года Голден Телеком объявил о том, что ведет переговоры о покупке Цифровых телефонных сетей – крупнейшего альтернативного оператора фиксированной связи в Ростове-на-Дону. Этой компании принадлежит цифровая оптоволоконная сеть и 80 тыс. телефонных номеров, она предоставляет телекоммуникационные и интернет-услуги потребителям по выделенным линиям.

Голден Телеком планирует увеличить число акций в свободном обращении

Структура акционеров до размещения



Структура акционеров после размещения



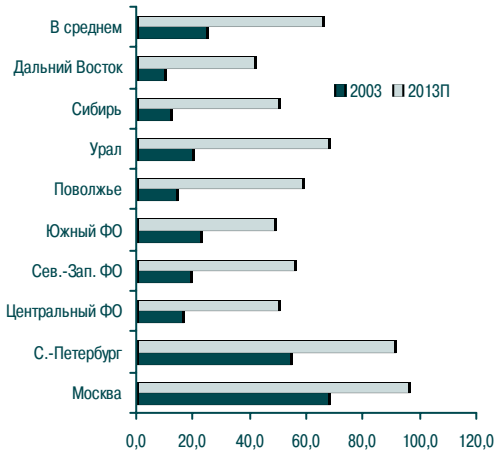
Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Операторы мобильной связи: захват регионов продолжается

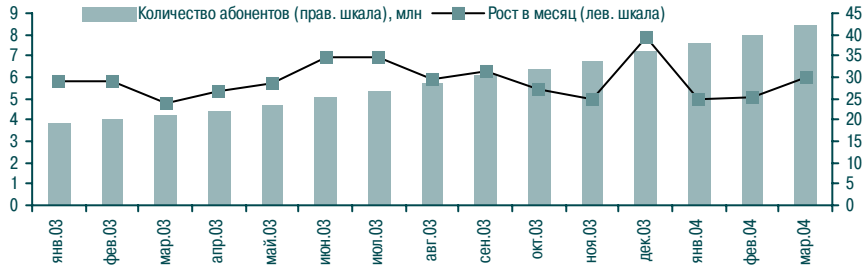
Крайне низкий уровень сотовой телефонизации в регионах. В связи с тем, уровень телефонизации в МЛЗ стремительно увеличивается, а в регионах, где существует высокий спрос на услуги сотовой связи, этот уровень оставляет желать лучшего, российские сотовые компании переключили свое внимание с МЛЗ на регионы. По состоянию на конец 2003 г. уровень сотовой связи в Москве, где доход на душу населения равен 600 долл. (т.е. более чем в три раза превышает средний показатель по России), составил 68%, тогда как в регионах сотовая телефонизация не превышает 10–23%. Дефицит услуг фиксированной связи также является важным фактором развития сотовой связи. В регионах телефонная плотность составляет всего лишь 20%, при этом около 3,5 млн потенциальных абонентов стоят в очереди на подключение в региональных подразделениях Связьинвеста, а приблизительно 50 000 населенных пунктов вообще не телефонизированы. Оживление деловой активности также будет способствовать росту спроса на корпоративные услуги сотовой связи. Мы ожидаем, что наиболее высокие темпы роста числа абонентов сотовой связи будут наблюдаться в 2004–2007 гг. в Поволжье, Центральном регионе и Сибири. При этом на Урале к 2007 г. телефонизация должна достичь 55%, и этот уровень будет самым высоким за пределами Москвы и С.-Петербурга. Экономика и доход на душу населения в регионах продолжают расти, а рынок услуг фиксированной связи остается слабо развитым. Эти факторы свидетельствуют о том, что спрос на услуги сотовой связи и сотовая телефонизация будут увеличиваться.

Существенный потенциал роста
Прогноз телефонизации через 10 лет



Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Стабильный рост абонентской базы
Количество абонентов мобильной связи в России

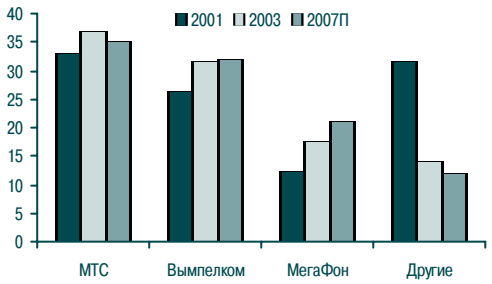


Источники: AC&M, оценка НИКойла

Операторы предпочитают развиваться собственными усилиями

2003 г. стал последним годом региональных приобретений. В результате активной консолидации в России в последние три года компании "большой тройки" – МТС, Вымпелком и МегаФон – "поглотили" доли рынком ряда местных операторов вместе с самими операторами. В некоторых случаях из-за сложной системы получения лицензий в России покупка небольшой региональной компании становилась единственным способом проникнуть на рынок того или иного региона. МТС, которая наиболее активно проводила сделки по слиянию и поглощению, в 2003 г. приобрела Украинскую мобильную связь (УМС), Таиф-Телеком, Сибчеллендж, Томскую сотовую связь и Примтелефон. Только за счет приобретения активов компания получила 2,5 млн абонентов, или 20% от общего числа новых подключений компании в 2003 г. В отличие от МТС, Вымпелком всегда предпочитал строить собственные сети. Вымпелком начал покупать региональные активы только во второй половине 2002 г., а к тому времени на рынке осталось крайне мало привлекательных для покупки компаний. Однако в 2002 г. у Вымпелкома появилась 171 тыс. новых абонентов благодаря покупке трех региональных компаний связи. А после покупки компании "СтавТелеСот" в I квартале 2003 г. абонентская база Вымпелкома выросла на 200 тыс. абонентов. Вместе с тем учитывая, что у компаний "большой тройки" есть практически все лицензии, а в регионах больше не осталось ценных сотовых активов, мы полагаем, что 2003 г. стал последним годом приобретений в России. В будущем российские компании будут развиваться только за счет собственного потенциала. То, что большая часть сетей Вымпелкома создана им "с нуля", обеспечивает ему неоспоримые преимущества перед МТС.

"Большая тройка" выиграла битву
Доля рынка, %



Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Продвижение на рынки СНГ. Российские сотовые компании заинтересованы в выходе на рынки стран СНГ. В некоторых ближайших к России странах существует сильный неудовлетворенный спрос на услуги связи, что создает для российских сотовых компаний прекрасные перспективы для развития. МТС стала первой российской сотовой компанией, появившейся на зарубежном рынке: в 2002 г. компания начала свою деятельность в Белоруссии через дочернюю компанию Mobile TeleSystems, в которой МТС принадлежит 49% акций. Кроме того, в 2003 г. МТС приобрела 100% акций УМС. МегаФон – третий по величине российский оператор сотовой связи – предоставляет услуги связи в Таджикистане. Мы полагаем, что российские сотовые операторы будут продвигаться на другие рынки стран СНГ.

Портфель лицензий. Мегафон – единственная сотовая компания в России, который благодаря своим неформальным отношениям с Министерством связи имеет полный портфель лицензий на работу в 89 регионах страны. В то же время МТС недавно приобрела 11 лицензий, таким образом увеличив свой портфель лицензий до 87 регионов. Вымпелком отстает от своих основных конкурентов: ему принадлежит 79 лицензий. Данная компания не оказывает услуги связи на Дальнем Востоке. Однако лицензионный портфель не является гарантией операционного превосходства перед другими операторами связи. Так, МТС, имевшая до недавнего времени самый небольшой лицензионный портфель на работу в 76 регионах – компания "укомплектовала" полный портфель лицензий всего месяц назад – в настоящее время осуществляет свою деятельность в 62 регионах России, тогда как Вымпелком работает в 59 регионах, а Мегафон – в 54 регионах. Однако в ближайшем будущем МегаФон намерен начать эксплуатацию десяти новых сетей, в настоящее время в этих регионах ведутся тестовые работы. В целом, мы не считаем наличие полного портфеля лицензий у компаний самым значимым преимуществом, так как в 2004 г. все компании "большой тройки" могут получить недостающие лицензии.

МегаФон – владелец лицензий на всю Россию

Лицензионное покрытие и регионы

Регионы	Эконом. положение	МТС	Вымпелком	МегаФон
		Лицензии		
Урал	Богатый	Все	Все	Все
Дальний Восток	Богатый	Все	Нет	Все
Поволжье	Средний	Все	Все	Все
Сибирь	Средний	Все	Все	Все
Сев.-Зап. ФО	Средний	Все	Все	Все
Центральный ФО*	Бедный	Все	Все	Все
Южный ФО	Бедный	Все	Все	Все
		Реальный охват		
Урал	Богатый	Полный	Средний	Средний
Дальний Восток	Богатый	Низкий	Нет	Нет
Поволжье	Средний	Средний	Полный	Полный
Сибирь	Средний	Средний	Полный	Низкий
Сев.-Зап. ФО	Средний	Полный	Низкий	Полный
Центральный ФО*	Бедный	Полный	Полный	Средний
Южный ФО	Бедный	Средний	Полный	Полный

*Без учета Москвы

Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Борьба между операторами сотовой и фиксированной связи усиливается

Сотовые операторы наступают

Сотовая связь вытесняет фиксированную. Развитие сотовых компаний идет быстрыми темпами за счет абонентов массового рынка, уровень ARPU для которых составляет менее 10 долл. Такое развитие ситуации, наверняка, приведет к тому, что население в регионах будет отдавать предпочтение сотовой связи, а не фиксированной. Это будет способствовать снижению выручки от услуг фиксированной связи и росту выручки от услуг сотовой связи.

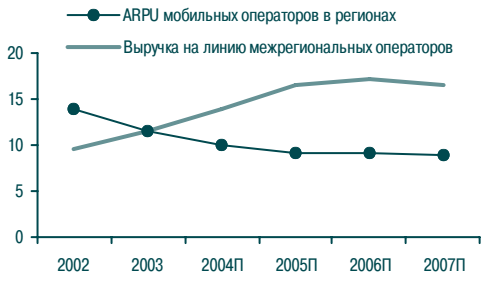
Местный фактор. Несмотря на то, что абоненты фиксированной связи за неограниченное количество минут платят сейчас 4–6 долл. в месяц, тарифы на местную связь постоянно растут, что сокращает разрыв между выручкой межрегиональных компаний на одну телефонную линию и предельным уровнем ARPU. Через два-три года, по нашему мнению, тарифы на местную связь приблизятся к уровню ARPU сотовых операторов, что сведет на нет преимущество фиксированной связи. Сотовая связь является достаточно приемлемой альтернативой фиксированной, особенно в тех регионах, где межрегиональные операторы фиксированной связи не могут удовлетворить спрос на услуги связи со стороны платежеспособных абонентов из-за низкого уровня развития сетей. Мы полагаем, что в ближайшие несколько лет ситуация на российском телекоммуникационном рынке будет развиваться по примеру рынков Восточной Европы, где беспроводная связь активно вытесняет фиксированную.

Фактор междугородной связи. Сотовые тарифы на внутрисетевой роуминг в России стремительно снижаются, уже сейчас данная услуга стоит дешевле междугородней связи с одного стационарного телефона на другой для некоторых направлений. Поэтому, владельцы сотовых телефонов пользуются для междугородных звонков сотовой, а не фиксированной связью.

Сотовая связь заменит фиксированную – осталось не так много времени. Через год, а в лучшем случае для межрегиональных операторов фиксированной связи через два, опережающее развитие сотовой связи в стране станет очевидным. Рост базы абонентов фиксированной связи замедлится после 2006 г., и число абонентов может даже сократиться на фоне развития сотовой связи. Мы ожидаем, что традиционная телефонизация в России составит максимум 28%. При этом к 2007 г. количество телефонных линий будет равно 40 млн. Для сравнения, мы полагаем, что к этому времени сотовой связью в России будут пользоваться 78 млн абонентов.

Мобильные операторы вытесняют традиционных

ARPU мобильных операторов и выручка на линию межрегиональных, долл.



Источники: Связьинвест, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Массовый рынок: мотор для мобильных операторов

Низкодоходные абоненты "размывают" ARPU

Выход на массовый рынок влечет снижение выручки на абонента. Рост абонентской базы за счет увеличения доли абонентов массового сегмента рынка и экспансии в более бедные регионы приведет к снижению показателя среднемесячной выручки на абонента (ARPU) мобильных операторов. Учитывая повышение макроэкономических прогнозов НИКойла, мы устанавливаем новый предельный уровень ARPU для российского рынка в 10 долл. Мы полагаем, что выручка на абонента Вымпелкома сократится с 14 долл. в 2003 г. до 13 долл. в 2004 г., а к 2007 году стабилизируется на уровне 11 долл. ARPU МТС также снизиться с 17 долл. в 2003 г. до 15 долл. в 2004 г. и до 13 долл. в 2005 г. К 2007 г. ARPU МТС стабилизируется на уровне 12 долл. Разница в размере выручки на абонента у МТС и Вымпелкома в будущем уменьшится до 1–2 долл. с нынешних 3 долл. До сих пор выручка на абонента у МТС была выше, чем у Вымпелкома, главным образом из-за того, что доля корпоративных (контрактных) абонентов у МТС традиционно больше. Однако в дальнейшем в результате экспансии компании на массовый рынок ARPU МТС будет стремиться к предельным 10 долл.

Массовый отток абонентов. Миграция (переток) абонентов между операторами мобильной связи в 2003 г. резко усилился, также как и внутрисетевые "перемещения" абонентов (переход с одного тарифа на другой). Частично усиление миграции может объясняться отсутствием платы за подключение, которое позволяет абонентам массового рынка без потерь переходить от одного оператора к другому, если они видят небольшие преимущества одного перед другим. Мы полагаем, что в 2003 г. отток абонентов Вымпелкома вырастет до 39% с 30% в 2002 г., а отток абонентов МТС за тот же период возрастет с 35% до 47%. Более сильный отток абонентов у МТС может частично объясняться введением в 2003 г. тарифного плана pre-paid "Джинс". Сильный отток абонентов сокращает период активного пользования услугами оператора, которому приходится расходовать на подключение абонента больше, чем выручка, которую он может с абонента получить. Операторы мобильной связи стремятся обеспечить лояльность абонентов – прежде всего корпоративных и высокодоходных – предлагая различные варианты, например, бонусную программу и VIP услуги. В ближайшие один-два года уровень оттока абонентов у МТС и Вымпелкома останется высоким.

Развитие в массовом сегменте рынка оборачивается оттоком абонентов

Отток абонентов операторов сотовой связи, %

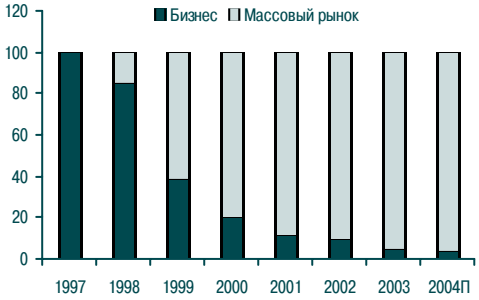
Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Сильные финансовые показатели 2003 г.

Рост абонентской базы и контроль над затратами улучшают финансовое положение. В 2003 г. выручка сотовых операторов существенно увеличилась. Выручка МТС выросла на 87%, Вымпелкома – на 74% относительно 2002 г. Несмотря на то, что усиление конкуренции заставило компании увеличить маркетинговые и рекламные расходы, в целом операционные издержки остались под контролем. Рост выручки и контроль над расходами позволили сотовым операторам улучшить норму EBITDA в 2003 г. Норма операционной прибыли МТС в 2003 г. составила 36%, тогда как в 2002 г. она составляла 34%, норма EBITDA компании увеличилась до 53% в 2003 г. с 49% в 2002 г. Операционная прибыльность Вымпелкома достигла 46% в 2003 г., увеличившись с 42% в 2002 г. Повышение прибыльности регионального бизнеса также способствовало росту финансовых показателей.

Преобладают абоненты массового рынка

Структура абонентской базы мобильных операторов



Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Стабильный рост абонентской базы

Число абонентов мобильной связи, млн

	02	03	Изм., %	мар.04	Изменение с начала года, %
Вымпелком					
Москва	3,7	5,7	53	6,0	7
Регионы	1,4	5,7	299	7,3	27
Итого	5,2	11,4	122	13,3	17
МТС					
Москва	3,1	4,9	60	5,4	9
Регионы	3,6	8,4	137	10,0	18
Украина	-	3,4	-	3,9	15
Итого	6,6	16,7	152	19,2	15

Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Рост экономики позитивно влияет на положение компаний связи

Рентабельность стабилизируется

"Большая тройка": рост операционной эффективности. Эффективность регионального бизнеса компаний "большой тройки" неуклонно растет. По нашим оценкам, EBITDA МТС от региональных операций выросла с 34% в IV квартале 2002 г. до 46% в IV квартале 2003 г., соответствующий показатель Вымпелкома увеличился с 9% в III квартале 2002 г. до 39% в III квартале 2003 г. и до 40% в IV квартале 2003 г. Мы полагаем, что прибыльность регионального бизнеса сотовых операторов продолжит расти за счет увеличения абонентской базы и экономии масштаба.

Низкие затраты на подключение абонентов. Затраты на подключение абонента в 2003 г. сократились в результате снижения дилерских комиссий, сокращения маркетинговых расходов и прекращения субсидирования продажи телефонов. По нашим оценкам, затраты на подключение абонента у МТС снизились на 26% до 26 долл. в 2003 г. с 35 долл. в 2002 г. В то же время соответствующие затраты у Вымпелкома сократились на 19% до 21 долл. в 2003 г. с 26 долл. в 2002 г. Отметим, что более низкие затраты на подключение и более низкий уровень оттока абонентов у Вымпелкома повышают надежность этой компании по сравнению с МТС.

Прибыльность в ближайшие три-четыре года стабилизируется. Учитывая, что затраты на подключение абонента сокращаются быстрее, чем ARPU, экономия масштаба и эффективное управление должно позволить операторам сотовой связи повысить прибыльность, в частности, норму EBITDA. По нашим оценкам, норма EBITDA МТС достигнет 52%. в 2004 г., Вымпелкома – 47%. К 2007 г. под негативным воздействием отчислений в РУО и возросшей платы за межсетевые соединения с межрегиональными операторами норма EBITDA МТС и Вымпелкома, по оценкам, стабилизируется на уровнях 50% и 46% соответственно.

Отчисления в РУО сократят прибыли сотовых операторов

Позитивные изменения в системе регулирования. Операторы связи вступили в 2004 г. с новым законом "О связи", который должен убрать или уменьшить препятствия, мешающие развитию отрасли. Новый закон призван увеличить прозрачность системы распределения радиочастот и выдачи лицензий, что должно привести к уравниванию возможностей и созданию разумной конкуренции между участниками рынка. Кроме того, закон предусматривает создание Резерва универсального обслуживания (РУО) по аналогии с фондами, формируемыми в других странах. РУО будет компенсировать операторам связи недополученную прибыль от услуг, предоставляемых по регулируемым государством тарифам и имеющих социальное значение.

Прибыльность сотовых операторов будет снижаться. Отчисления в РУО приведут к снижению EBITDA и чистой прибыли операторов сотовой связи, так как сам РУО будет формироваться за счет отчислений из годовой выручки операторов связи. В связи с тем, что операторы сотовой связи не предоставляют услуг по государственным тарифам, они будут только отчислять средства в РУО. Механизм отчисления средств и объем годовых выплат пока не определены, однако предполагается, что некоторые компании будут направлять в РУО до 2–4% собственной годовой выручки. Например, МТС в 2005 г. может перечислить в резерв 90–180 млн долл., а обязательства Вымпелкома могут составить 55–110 млн долл. После того как правительство утвердит механизм пополнения РУО, рыночная оценка сотовых операторов может оказаться завышенной. Мы полагаем, что на финансовом положении операторов связи в 2004 г. создание РУО не отразится, так как правительству еще предстоит разработать и утвердить порядка 30 нормативов. Мы не думаем, что эти нормативы вступят в силу до IV квартала, поэтому ощутить их влияние компании отрасли смогут только в начале 2005 г.

Быстрое развитие требует средств

Рост капзатрат в 2004 г. Неожиданно быстрое развитие российских операторов сотовой связи в регионах в 2003 г. привело к тому, что они неверно оценили собственные инвестиционные потребности. В результате в 2003 г. сотовые операторы инвестировали больше, чем планировали. Например, в 2003 г. капитальные инвестиции МТС составили почти 1,9 млрд дол. (включая 958 млн долл., потраченные на приобретения) против запланированных 1 млрд долл. Региональная экспансия компания продолжится в 2004 г., поэтому уровень инвестиций останется высоким. Так, МТС в текущем году планирует потратить 1,2–1,3 млрд долл., а Вымпелком повысил прогноз капзатрат до 950 млн долл. с 650 млн долл. на 2004 г. Компаниям, скорее всего, не хватит собственных денежных потоков от операций для финансирования инвестиций, поэтому они будут привлекать средства с долговых рынков, ситуация на которых остается благоприятной. Однако масштабные инвестиции в 2004 г. и 2005 г. означают, что положительный свободный денежный поток сотовые операторы смогут получить не раньше 2006 г.

Рост финансовых показателей мобильных операторов

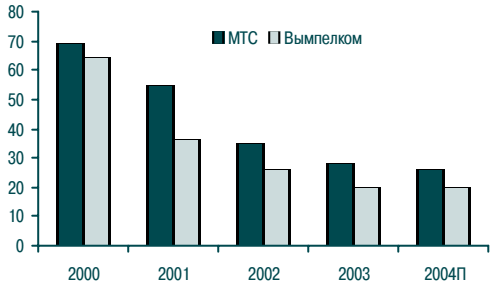
Операционные и финансовые показатели, US GAAP

	Вымпелком			МТС		
	02	03	Изм., %	02	03	Изм., %
Финансовые показатели, млн долл.						
Выручка	768	1 336	74	1 362	2 546	87
Затраты	544	908	67	897	1 624	81
EBIT	225	428	90	464	923	99
Норма EBIT, %	*29*	*32*		*34*	*36*	
Износ и амортизация	97	185	90	210	416	98
EBITDA	322	613	90	674	1 339	99
Норма EBITDA, %	*42*	*46*		*49*	*53*	
Чистая прибыль	130	234	81	277	517	87
Норма чистой приб., %	*17*	*18*		*20*	*20*	
Операционные показатели						
ARPU, долл.	18,3	13,6	(26)	22,9	17,1	(25)
MOU, мин.	92	89	(4)	159	144	(9)
Затраты на подключение, долл.	26	21	(19)	35	26	(26)
Отток, %	30	39		35	47	

Источники: Вымпелком, МТС, оценка НИКойла

Стоимость подключения абонента снижается

Затраты на подключение абонента, долл.



Источники: данные компаний, оценка НИКойла

ВолгаТелеком

Лидер рынка

Хорошие перспективы дальнейшего развития

Рекомендация
ПОКУПАТЬ

Цена, долл.*	2,71	Справед. цена, долл.*	4,10
52 нед. макс.	36,63	52 нед. мин.	18,65
Рын. кап.***	827	Всего акций, млн.	327,95
P/S	1,5	P/B	1,8
Reuters	NNSI.RTS	Bloomberg	NNSI$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,09	0,12	0,23	0,35
P/E	28,7	20,9	11,1	7,1
EV/EBITDA	6,8	4,9	3,7	2,7

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

Источники: РТС, оценка НИКойла

Инвестиционное резюме

Развитие в густонаселенном, промышленно развитом регионе. Недостаточный уровень фиксированной телефонизации и высокий спрос на услуги связи в Поволжье – одном из наиболее промышленно развитых и густонаселенных регионов России – обеспечивают отличные возможности для развития ВолгаТелекома. Консолидация сотовых активов под единым брендом “ВолгаМобайл" откроет для компании новые возможности для увеличения выручки от работы на этом прибыльном сегменте рынка. Мы сохраняем рекомендацию "ПОКУПАТЬ" на акции ВолгаТелекома с прогнозной ценой в 4,1 долл. за акцию.

Позитивные факторы

Основной участник регионального рынка. В своем регионе ВолгаТелеком контролирует львиную долю рынка услуг фиксированной связи. Кроме того, компания является достаточно крупным участником рынка сотовой связи.

Высокая степень экономического развития региона и низкий уровень телефонизации. Низкий уровень телефонизации в регионе в сочетании с высокими темпами экономического развития создают потенциал для роста абонентской базы.

Рост тарифов. В результате роста тарифов на местную связь и выравнивания тарифов на междугородную связь выручка компании должна возрасти.

Завершение консолидации. ВолгаТелеком завершил консолидацию десяти региональных телекоммуникационных компаний, став вторым в России по величине межрегиональным оператором связи.

Затраты под контролем. Норма EBIT в 2002 г. по МСФО на уровне 17% и норма EBITDA в 2002 г. на уровне 32% свидетельствуют о том, что компания контролирует затраты.

Укрепление позиций на рынке сотовой связи. Компания повышает свою конкурентоспособность на рынке сотовой связи за счет консолидации сотовых активов и приобретения новых компаний.

Развитие сети. Компания концентрирует усилия на развитии сети с целью увеличения объема высокорентабельных услуг связи.

Привлечение корпоративных клиентов. ВолгаТелеком продолжает усиливать свои позиции в секторе корпоративных клиентов, за счет которых компания получает 37% от всего объема выручки.

Негативные факторы

Усиление конкуренции. Конкуренция на телекоммуникационном рынке в Поволжье усиливается.

Интеграция сотовых активов. Интеграция большого числа операторов сотовой связи остается основной задачей для межрегиональной компании.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	+	Рост спроса на телекоммуникационные услуги
Перспективы	+	Ожидаются хорошие результаты за 2003 г. по МСФО.
Оценка	+	Недооценка относительно зарубежных компаний и на основе ДДП
Ликвидность	–	Низкая, АДР первого уровня

Крупнейший оператор связи

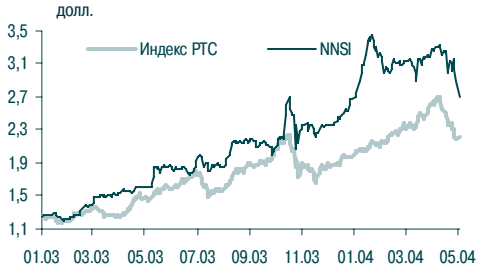
Финансовые показатели, млн долл.

	2002	2003П	2004П	Среднегод.темпы роста, 2002-2007П,%
Выручка	415	567	798	22
Затраты	(343)	(475)	(654)	20
EBIT	72	92	144	32
Износ и амортизация	(60)	(92)	(103)	19
EBITDA	133	184	247	27
Прибыль до налогов	71	74	127	30
Чистая прибыль	29	39	75	41

Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

Опережающий рост

Котировки акций ВолгаТелекома и индекс РТС



Источники: РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

Лидер рынка, хорошие перспективы развития

Основные позитивные факторы

Основной участник регионального рынка. Компания удерживает прочные позиции на региональном телекоммуникационном рынке, контролируя 89% рынка услуг местной связи, 85% рынка услуг междугородной связи и 75% рынка интернет-услуг. Число абонентов, пользующихся интернет-услугами, увеличилось почти в два раза до 200 тыс. в 2003 г. Мы ожидаем, что позиции компании на региональном рынке услуг фиксированной связи останутся прочными в силу ее фактически монопольного положения, а также учитывая, что она контролирует доступ к российской телекоммуникационной сети общего пользования.

Экономически высокоразвитый регион, низкий уровень телефонизации. Низкий уровень телефонизации в Поволжье (19%) обеспечивает потенциал для роста абонентской базы. В настоящее время в очереди на подключение телефона стоят 760 тыс. человек. В 2003 г. число новых абонентов компании составило 220 тыс. Мы полагаем, что в период с 2002 по 2007 гг. абонентская база ВолгаТелекома будет ежегодно увеличиваться на 6%. В результате число абонентов компании вырастет до 5,3 млн, а показатель проникновения фиксированной связи к 2007 г. увеличится до 24%. Высокий уровень промышленного развития в регионе в сочетании с ростом экономики обеспечивают рост трафика междугородной связи: в 2003 г. он увеличился на 17% относительно 2002 г. От услуг междугородной связи компания получила в 2003 г. 32% выручки. Мы ожидаем продолжения роста трафика. По нашей оценке, в период с 2002 по 2007 гг. среднегодовой рост трафика междугородной связи составит 16%.

Рост тарифов. Тарифы на местную связь ВолгаТелекома постепенно растут: в 2002 г. компания подняла тарифы на местную связь для населения в долларовом выражении на 45%, а в 2003 г. тарифы были повышены еще на 39%. В результате выравнивания тарифов население будет платить больше, и выручка компании должна возрасти. Мы полагаем, что в 2006 г. тарифы на местную связь стабилизируются на уровне 8 долл.

Затраты под контролем. Норма EBIT на уровне 17% и норма EBITDA на уровне 31,9% в 2002 г. свидетельствуют о том, что компания контролирует затраты. В частности, компания сократила численность персонала с 57 241 до 51 164 человек в 2002 г., а запланированное сокращение на 2003 г. должно уменьшить число сотрудников компании до 49 117. В 2003–2007 гг. мы ожидаем дальнейшего улучшения финансовых показателей компании благодаря выравниванию тарифов, росту трафика дальней связи и увеличению объема современных услуг и услуг сотовой связи, тарифы на которые не регулируются государством. По нашим оценкам, по итогам 2003 г. выручка компании вырастет до 567 млн долл., а EBITDA и норма EBITDA достигнут 184 млн долл. и 32,4% соответственно.

Укрепление позиций на рынке сотовой связи. ВолгаТелеком является крупным участником регионального рынка сотовой связи. База сотовых абонентов компании насчитывает 500 тыс. (данные по 13 дочерним компаниям ВолгаТелекома, где ему принадлежат от 3 до 100% акций). Недавно ВолгаТелеком приобрел контрольный пакет акций в Татинкоме-Т, третьем по величине операторе сотовой связи в Татарстане. В результате компания получила доступ на очень прибыльный рынок.

Развитие сети. Уровень цифровизации сети компании составляет 41%. Этот показатель отстает от показателя Уралсвязьинформа. На 2003 г. ВолгаТелеком запланировал капвложения в размере 125 млн долл. Однако для удержания своих рыночных позиций ВолгаТелекому необходимо ускорить развитие, поэтому компания вынуждена увеличивать программу капвложений. По нашей оценке, в 2004–2007 гг. компании потребуется 200 млн долл. инвестиций. Для обеспечения необходимого уровня капвложений ВолгаТелекому необходимо внешнее финансирование в размере 400 млн долл., так как операционные денежные потоки компании не позволяют обеспечить инвестиции в нужном размере.

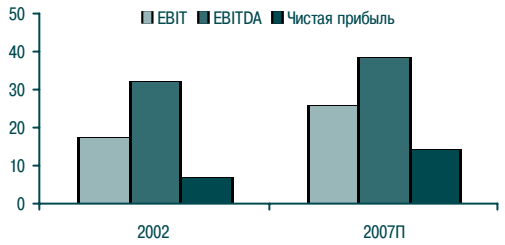
Привлечение корпоративных клиентов. ВолгаТелеком продолжает усиливать свои позиции в секторе корпоративных клиентов. Корпоративные клиенты составляют наименьшую, но наиболее ценную часть абонентской базы компании, благодаря им ВолгаТелеком в 2002 г. получил 37% выручки. ВолгаТелеком планирует увеличить объем современных услуг связи с 2,5% в 2002 г. до 4% в 2003 г. и до 10% в 2004 г.

Основные негативные факторы

Усиление конкуренции. Конкуренция на рынке Поволжья усиливается, так как альтернативные операторы связи, например Голден Телеком, намерены бороться за наиболее прибыльные сектора данного рынка (Нижний Новгород, Самара, Оренбург), особое внимание уделяя при этом привлечению корпоративных клиентов.

Интеграция сотовых активов. Компания планирует интегрировать все свои сотовые активы под единым брендом. Однако это может оказаться непростой задачей и, возможно, увеличит затраты в краткосрочной перспективе.

Эффект экономии масштаба
Рентабельность ВолгаТелекома

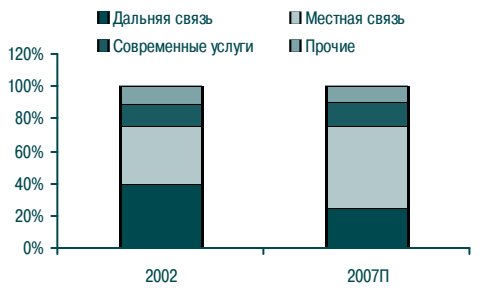


Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

Развитие фиксированной и сотовой связи
Абоненты, млн

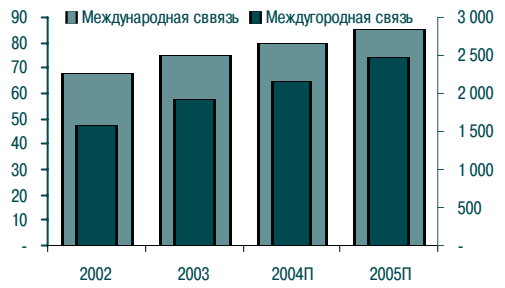
Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

Традиционные услуги по-прежнему преобладают
Структура выручки



Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

Рост наравне с экономикой
Трафик, млн млн.



Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

Лидер рынка, хорошие перспективы развития

Сильный участник регионального рынка

Факторы роста выручки

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Макро факторы, годовой рост в %						
Рост ВВП	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Рост реальных доходов населения	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Число абонентов, млн						
Население	3,2	3,4	3,7	4,1	4,3	4,3
Корпоративные клиенты	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Государственные предприятия	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Региональная телефонизация, %	17,8	18,8	20,8	22,8	23,8	24,2
Структура выручки, млн долл.						
Выручка от местного трафика	103	121	191	334	456	461
Выручка от подключения	45	37	90	73	17	2
Выручка от трафика междугородной связи	134	187	233	264	286	297
Выручка от трафика международной связи	23	30	35	38	40	40
Интернет услуги и услиги передачи данных	45	86	97	96	89	91
Выручка от беспроводной связи	17	26	34	42	53	65
Прочие доходы	39	60	82	99	105	103
Прочие высокодоходные услуги	10	20	35	53	70	84
Итого выручка	415	567	798	999	1115	1142
Годовой рост трафика,%						
Международная связь	10	10	0	(5)	(5)	(5)
Междугородная связь	10	10	0	(8)	(8)	(8)
Ежемесячный тариф на местную связь	51	39	27	15	27	0
Тариф за подключение	89	12	12	(40)	(50)	(75)
Годовой рост трафика, %						
Международная связь	10	11	6	8	8	7
Междугородная связь	22	23	16	15	16	15

Рост абонентской базы обусловлен высоким уровнем промышленного развития в регионе, ростом деловой активности, а также относительно высоким уровнем доходов на душу населения

Выручка компании будет расти благодаря прочному положению компании на региональном рынке сотовой связи

Выравнивание тарифов на местную и дальнюю связь, а также рост трафика дальней связи будут способствовать росту финансовых показателей

Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

Сравнительная оценка

ВолгаТелеком, российские и международные компании сектора

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002П	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002П	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/AL* 2002
Российские операторы фиксированной связи															
ВолгаТелеком	**Россия**	**2,71**	**827**	**905**	**28,7**	**20,9**	**11,1**	**7,1**	**6,8**	**4,9**	**3,7**	**2,7**	**1,5**	**1,8**	**233**
ЦентрТелеком	Россия	0,36	712	987	neg	18,2	12,9	7,8	6,3	5,1	4,2	2,8	1,1	1,5	175
Сев.-Зап. Телеком	Россия	0,577	502	596	18,5	17,0	13,8	5,1	5,7	5,6	4,8	2,7	1,2	1,1	175
ЮТК	Россия	0,09	336	661	10,2	10,6	14,7	6,5	6,3	4,4	3,9	2,7	0,7	0,8	200
СибирьТелеком	Россия	0,05	700	850	30,0	14,9	13,1	6,1	7,1	5,6	4,7	2,6	1,2	1,6	247
Дальсвязь	Россия	1,15	110	164	47,3	12,6	3,4	4,9	4,9	3,7	3,1	2,1	0,5	0,6	150
В среднем		**-**	**-**	**-**	**27,9**	**18,1**	**13,0**	**7,1**	**6,8**	**5,3**	**4,4**	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**253**
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Telefonos de Mexico	Мексика	1,7	22 055	25 851	13,1	10,5	10,8	10,2	5,0	4,6	4,7	4,7	2,2	3,0	1 789
Lietuvos Telekomas	Литва	0,7	577	708	23,4	32,0	26,7	24,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,3	756
TT&T	Тайланд	0,1	328	974	22,9	отр.	-	-	18,6	9,4	9,4	7,7	1,9	1,0	649
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,37	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
В среднем					**18,4**	**18,8**	**17,1**	**16,7**	**7,2**	**5,7**	**5,2**	**5,0**	**1,9**	**1,7**	**856**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	875
British Telecom	Великобритания	100,1	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8	680
В среднем		**-**	**-**	**-**	**отр.**	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**	**902**

*AL абонентская линия

Источники: РТС, Bloomberg, оценка НИКойла

Лидер рынка, хорошие перспективы развития

Улучшение финансовых показателей

Финансовые показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Рост выручки	-	29,8	30,7	21,0	13,9	14,8
Норма EBITDA, %	32	33	31	35	37	38
Рост EBITDA, %	-	34,0	21,9	37,6	20,9	18,3
EBITDA на акцию, долл.	0,54	0,72	0,88	1,21	1,46	1,73
Норма чистой прибыли, %	6,9	7,3	7,9	11,5	13,4	14,7
Прибыль на акцию, долл.	0,088	0,120	0,228	0,355	0,477	0,496
Рост прибыли на акцию, %	-	37,1	89,3	55,7	34,4	4,1

Рентабельность возрастет благодаря росту выручки и мерам по контролю над затратами

Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

Стабильный баланс

Балансовые показатели, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Основные фонды	545	608	735	887	975	1 031
Прочие внеоборотные активы	10	13	19	25	32	38
Внеоборотные активы	**556**	**621**	**754**	**913**	**1 007**	**1 069**
Дебиторская задолженность	23	53	69	79	79	70
Прочие оборотные средства	48	47	61	75	84	87
Денежные средства и эквиваленты	7	54	41	79	197	360
Оборотные активы	**78**	**155**	**171**	**233**	**360**	**517**
Итого активы	**634**	**776**	**925**	**1 146**	**1 367**	**1 586**
Акционерный капитал	121	121	121	121	121	121
Нераспределенная прибыль	291	328	400	510	657	807
Итого акционерный капитал	**412**	**449**	**521**	**631**	**778**	**929**
Доля меньшинства	11	21	31	49	66	83
Доля кредитов к погашению	50	79	47	70	60	80
Прочие краткосрочные обязательства	78	92	134	167	185	188
Иого текущие пассивы	**128**	**171**	**181**	**237**	**245**	**268**
Кредиты за вычетом доли к погашению	35	84	137	167	207	227
Долгосрочные обязательства	49	51	55	62	70	79
Итого пассивы	**83**	**135**	**192**	**229**	**277**	**306**
Акционерный капитал, доля меньшинства и обязательства	**634**	**776**	**925**	**1 146**	**1 367**	**1 586**

Внушительны рост основных фондов за счет развития и модернизации сети

Компании необходимо внешнее финансирование для реализации инвестиционной программы

Стабильное улучшение финансовых показателей

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**415**	**567**	**798**	**999**	**1 115**	**1 142**
Себестоимость реализации	(343)	(475)	(654)	(776)	(833)	(847)
включая амортизацию и износ	(60)	(92)	(103)	(117)	(127)	(145)
EBIT	72	92	144	223	282	295
EBITDA	**133**	**184**	**247**	**339**	**409**	**440**
Прибыль до налогов	71	74	127	201	258	269
Налоги	(37)	(24)	(42)	(66)	(85)	(89)
Доля меньшинства	(5)	(10)	(10)	(18)	(17)	(18)
Чистая прибыль (убыток)	**29**	**39**	**75**	**116**	**156**	**163**

Рост тарифов на местную связь, увеличение трафика дальней связи, а также рост объемов современных высокорентабельных услуг способствуют росту выручки

Введение новой системы расчетов за междугородную связь с Ростелекомом в полном масштабе приведет к росту затрат...

Источники: Волга Телеком, оценка НИКойла

...однако растущая операционная эффективность обеспечит увеличение прибыли

Лидер рынка, хорошие перспективы развития

Хорошие операционнные денежные потоки

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль до налогов и доли меньшинства	71	74	127	201	258	269
Износ и амортизация	60	92	103	117	127	145
Корректировки денежных потоков от операционной деятельности	15	30	25	32	34	37
Изменение в нетто оборотном капитале	5	14	21	12	5	(2)
Денежные средства от операций	(27)	(113)	(77)	(101)	(113)	(114)
Денежные потоки от операций, нетто	**124**	**96**	**199**	**260**	**312**	**335**
Денежные потоки от инвестиций	**109**	**(125)**	**(230)**	**(269)**	**(215)**	**(200)**
Денежные потоки от финансирования	**9**	**76**	**18**	**47**	**21**	**27**
Рост (сокращение) ден. средств и эквивалентов, нетто	0	48	(13)	38	118	163
Ден. средства и эквиваленты на начало периода	7	7	54	41	79	197
Ден. средства и эквиваленты на конец периода	**7**	**54**	**41**	**79**	**197**	**360**

Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

Оценка на основе анализа ДДП свидетельствует о потенциале роста

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

Оценка ДДП ВолгаТелекома, млн долл.

	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	92	144	223	282	295	281	292	277	276	279
EBIT за вычетом налогов	62	97	149	189	198	188	196	186	185	187
Износ и амортизация	92	103	117	127	145	155	166	186	197	208
Денежный поток без учета задолженности	153	200	266	316	342	343	361	372	382	395
Капитальные затраты	(125)	(230)	(269)	(215)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
Изменение оборотного капитала	(8)	(32)	(23)	(11)	(0)	(3)	(5)	(8)	(10)	(10)
Дивиденды по привилегированным акциям	(2)	(3)	(6)	(9)	(13)	(13)	(12)	(13)	(12)	(12)
Св. ден. поток для владельцев обыкн. акций	**18**	**(66)**	**(33)**	**80**	**130**	**127**	**144**	**151**	**161**	**173**
Средневзвешенная стоимость капитала		**13,0**								
Приведенная стоимость св. денежного потока		420								
Рост по окончанию прогнозного периода		2								
Текущая остаточная стоимость		696								
EV		1116								
Долг, нетто		108								
Стоимость собственного капитала		1007								
Цена на основе анализа ДДП, долл.		**4,10**								

Источники: оценка НИКойла

Анализ чувствительности ДДП

Рост, %	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
WACC*, %					
11,0	5,17	5,45	5,78	6,16	6,61
11,5	4,75	4,99	5,26	5,58	5,95
12,0	4,38	4,58	4,81	5,08	5,38
12,5	4,05	4,23	4,42	4,65	4,90
13,0	3,77	3,93	**4,10**	4,29	4,51
13,5	3,50	3,63	3,78	3,94	4,12
14,0	3,26	3,38	3,50	3,65	3,80
14,5	3,05	3,15	3,26	3,38	3,52
15,0	2,85	2,94	3,04	3,15	3,27

* средневзвешенная стоимость капитала

Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

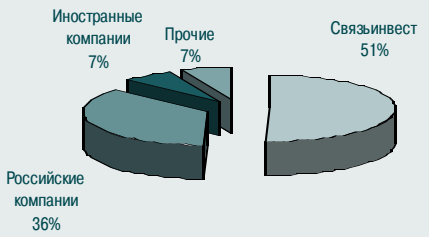
ВолгаТелеком – описание компании

Современные технологии и диверсификация бизнеса. ВолгаТелеком – второй по величине региональный оператор фиксированной связи в России, обслуживающий 4,1 млн абонентов. Компания предоставляет полный спектр телекоммуникационных услуг, включая голосовую фиксированную связь, услуги по передаче данных, внутризоновые услуги дальней связи. Кроме того, ВолгаТелеком обеспечивает для своих абонентов доступ к услугам дальней связи Ростелекома. Число абонентов сотовой связи компании составляет порядка 500 тыс. Постепенно ВолгаТелеком увеличивает объем и расширяет разнообразие современных услуг связи, включая интернет-услуги, услуги по передаче данных и MMDS.

Поволжье – густонаселенный промышленный регион. Поволжье – это густонаселенный макрорегион (в его составе 11 регионов), где расположены такие крупные города, как Нижний Новгород и Самара. Растущая экономика Поволжья обеспечивает ВолгаТелекому стабильно высокий уровень спроса на услуги связи.

Доминирующее положение Связьинвеста в структуре акционеров ВолгаТелекома. Основным акционером ВолгаТелекома является Связьинвест, которому принадлежит 51% акций компании.

Структура акционерного капитала



Источники: ВолгаТелеком, оценка НИКойла

В погоне за утраченной долей рынка в крупнейшем регионе России

Инвестиционное резюме

Крупнейший межрегиональный оператор связи в густонаселенном регионе. ЦентрТелеком – крупнейший в России оператор фиксированной связи с большим потенциалом наращивания абонентской базы. Число абонентов ЦентрТелекома может возрасти благодаря низкой телефонизации региона и быстрому развитию малого и среднего бизнеса. В планах ЦентрТелекома – перевод абонентов Московской области с прямых городских номеров на областные, это позволит компании увеличить выручку от услуг дальней связи. Исходя из анализа ДДП и сравнительной оценки, компания остается недооцененной относительно иностранных операторов связи. Мы сохраняем рекомендацию "ПОКУПАТЬ" и прогнозную цену на акции компании на уровне 0,63 долл.

Позитивные факторы

Крупнейшая региональная сеть. Число задействованных абонентских линий ЦентрТелекома составляет 5,7 млн. По этому показателю ЦентрТелеком является крупнейшим межрегиональным оператором связи.

Высокий спрос на телекоммуникационные услуги. Низкая степень фиксированной телефонизации в Центральном регионе обеспечивает высокий спрос на услуги связи.

Выход за пределы Центрального региона. Приобретение Роснета обеспечивает ЦентрТелекому выход на московский рынок и рынки других регионов.

Новая рыночная стратегия. Новая маркетинговая стратегия ЦентрТелекома призвана остановить сокращение доли компании в Центральном регионе в 2004 г.

Бизнес выходит из Москвы. Предприятия малого бизнеса перемещаются из столицы в прилегающие районы, увеличивая потенциальный рынок для ЦентрТелекома.

Новые соглашения о межсетевых соединениях. ЦентрТелеком заключил новое, более выгодное соглашение о расчетах за междугородную связь с Ростелекомом и вскоре может подписать новые соглашения о межсетевых соединениях с сотовыми операторами.

Высокорентабельные услуги. ЦентрТелеком ввел в эксплуатацию мультисервисную сеть и наращивает предложение высокодоходных услуг, таких как интернет-услуги, трансляция кабельного ТВ и др.

Для реализации новых планов нужны капвложения. Компании необходимо модернизировать и расширять сеть для того, чтобы увеличить объем предоставляемых услуг.

Негативные факторы

Конкуренция в Москве. Крупнейший филиал ЦентрТелекома работает в Московском регионе, в условиях серьезной конкуренции со стороны альтернативных операторов фиксированной связи и операторов сотовой связи.

Низкий уровень дохода на душу населения. Относительно низкий уровень доходов на душу населения в ряде областей, где ЦентрТелеком обеспечивает связь, сдерживает темпы роста компании.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	=	Рост спроса на телекоммуникационные услуги, сильная конкуренция
Перспективы	+	Ожидаются результаты за 2003 г. по МСФО
Оценка	+	Недооценка относительно международных компаний сектора и на основании анализа ДДП
Ликвидность	–	Низкая ликвидность, ADR первого уровня

Рекомендация
ПОКУПАТЬ

Цена, долл.*	0,36	Справед. цена, долл.*	0,63
52 нед. макс.	138	52 нед. мин.	46,18
Рын. кап.***	712	Всего акций, млн.	2 104,00
P/S	1,1	P/B	1,5
Reuters	ESMO.RTS	Bloomberg	ESMO$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,0	0,0	0,03	0,04
P/E	отр.	18,2	12,9	7,8
EV/EBITDA	6,3	5,1	4,2	2,8

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

Источники: РТС, оценка НИКойла

2003 г. – возрождение

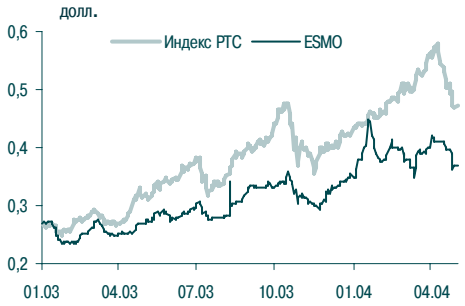
Финансовые показатели, млн долл.

	2002	2003П	2004П	Ср. темпы роста, %, 2002-2007П
Выручка	550	672	867	19
Затраты	(503)	(605)	(765)	15
EBIT	157	194	236	46
Износ и амортизация	(109)	(126)	(134)	8
EBITDA	47	68	102	25
Прибыль до налогов	1	53	76	181
Чистая прибыль	3	39	55	131

Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

Потенциал роста сохраняется

Котировки акций ЦентрТелекома и индекс РТС



Источники: РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

В погоне за утраченной долей рынка

Основные позитивные факторы

Крупнейшая региональная сеть. Число задействованных абонентских линий ЦентрТелекома составляет 5,7 млн, по этому показателю ЦентрТелеком является крупнейшим межрегиональным оператором связи. ЦентрТелеком контролирует 85% рынка фиксированной связи в Центральном регионе (без учета Москвы) и приблизительно 52% всего регионального телекоммуникационного рынка.

Высокий спрос на телекоммуникационные услуги. Уровень традиционной телефонизации Центрального региона составляет всего 20%, что является причиной огромного спроса на услуги фиксированной связи. Список очередников ЦентрТелекома оценивается в 1 млн человек, что создает большой потенциал роста абонентской базы компании. 2003 г. компания ввела в эксплуатацию 400 тыс. новых абонентских линий и планирует сохранить высокий уровень новых подключений в 2004–2005 гг. (ежегодно порядка 400 тыс. новых абонентов). По нашим оценкам, в 2003–2007 гг. среднегодовой темп роста абонентской базы Центр Телекома составит 5%, в результате к 2007 г. уровень телефонизации региона возрастет до 24%.

Новая рыночная стратегия. Недавно ЦентрТелеком представил новую стратегию поведения на рынке. Суть стратегии – остановить потерю рыночной доли ЦентрТелекома к 2004 г. Компания намерена увеличить долю высокорентабельных услуг, предоставляемых по негосударственным тарифам (интернет–услуги, услуги по передаче данных и трансляция кабельного). В результате должна измениться структура выручки компании: если сейчас на долю голосовой телефонии приходится порядка 90% выручки, то в дальнейшем компания планирует сократить эту долю до 30%, тогда как еще треть будет поступать от межсетевых соединений и прочих сопутствующих платежей, а остальное – от современных услуг. ЦентрТелеком рассматривает возможность приобретения региональных альтернативных операторов для усиления собственных позиции на рынке. Первое приобретение состоялось в конце 2003 г., когда ЦентрТелеком приобрел крупнейшего межрегионального оператора Роснет, имеющего отделения в 30 регионах России и действующего даже за пределами Центрального региона. За счет Роснета ЦентрТелеком получил доступ к прибыльному московскому рынку, который, прочем, отличается и высоким уровнем конкуренции. Кроме того, компания планирует приобрести два-три оператора в 2004–2005 гг.

Высокорентабельные услуги. Компания наращивает базу пользователей интернет-услугами, которая уже в 2002 г. насчитывала 121 425 абонентов. База абонентов сотовой связи компании составляет порядка 100 тыс. ЦентрТелеком – это один из крупнейших участников рынка кабельного телевидения, однако компания планирует еще больше расширить данное направление работы. настоящее время 34 тыс. клиентов компании пользуются услугой кабельного телевидения в девяти телевизионных сетях. При этом ARPU равен 15 долл. Используя недавно созданную мультисервисную сеть, Центр Телеком сможет объединить местные кабельные сети в единую сеть.

Для реализации новых планов нужны капвложения. Уровень цифровизации компании равен 42%, что несколько ниже среднего по России (47%). Однако городские сети имеют цифровизацию на уровне 53%. Компании необходимо модернизировать свои сети для того, чтобы увеличить долю современных услуг связи, предоставляемых абонентам. Мы полагаем, что в ближайшие пять лет ЦентрТелекому необходимо будет ежегодно инвестировать порядка 150 млн долл. В 2004–2005 гг. структура капвложений будет на половину состоять из собственных средств компании, а на половину – из заемных средств.

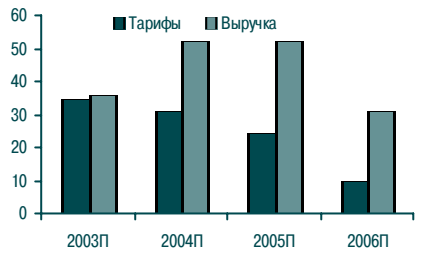
Основные негативные факторы

Конкуренция в Москве. Крупнейшее отделение ЦентрТелекома работает в Московской области, и вскоре оно столкнется с серьезной конкуренцией со стороны альтернативных операторов фиксированной связи и операторов сотовой связи. Центр Телеком не работает на рынке сотовой связи, и такой фактор как замещение фиксированной связи сотовой связью может негативно отразиться на компании (все крупнейшие мобильные операторы работают в Центральном регионе России).

Низкий уровень дохода на душу населения. Относительно низкий уровень доходов на душу населения в ряде областей, где ЦентрТелеком обеспечивает связь, сдерживает темпы роста компании. В таких областях как Ивановская, Курская и Рязанская уровень дохода на душу населения достаточно низок. Кроме того, эти области отличаются большой долей сельского населения.

Новые услуги должны обеспечить рост выручки

Рост тарифов и выручки за год, %



Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

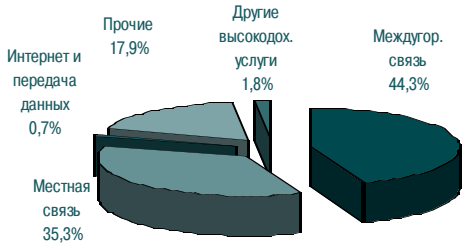
Население – основной источник дохода

Структура абонентской базы, млн

Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

Рост доли высокодоходных услуг

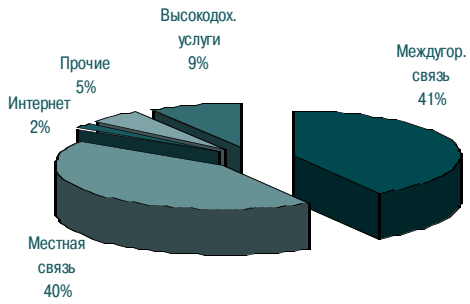
Структура выручки в 2002 г., %



Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

Преобладание местной связи

Структура выручки в 2007П, %



Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

В погоне за утраченной долей рынка

Сильные факторы

Факторы, определяющие выручку

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Макрофакторы, изменение за год, %						
Рост ВВП	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Рост реальных доходов населения	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Число абонентов, млн						
Население	4,63	4,76	4,99	5,25	5,41	5,49
Компании	0,68	0,70	0,73	0,77	0,79	0,80
Бюджетные орканизации	0,34	0,35	0,37	0,38	0,40	0,40
Уровень региональной телефонизации	20,2	20,7	21,7	22,9	23,6	23,9
Структура выручки, млн долл.						
Местный трафик	150	164	234	413	527	554
Плата за подключение	46	26	60	49	16	2
Междугородный трафик	204	293	361	414	454	477
Международный трафик	43	53	61	66	69	68
Мобильная связь	12	17	22	28	24	27
Интернет и передача данных	4	5	8	12	17	24
Прочие доходы	88	97	90	81	68	63
Высокодоходные услуги	10	17	30	67	102	117
Итого выручка	557	672	867	1130	1278	1331
Рост тарифов за год, %						
Международная связь	10	10	0	(5)	(5)	(5)
Междугородная связь	10	10	0	(8)	(8)	(8)
Местная абонентская плата	54	35	31	24	10	6
Плата за подключение местного номера	52	12	14	(40)	(50)	(75)
Рост трафика за год, %						
Международная связь	8	9	4	7	7	6
Междугородная связь	20	21	11	17	17	16

Рост российской экономики должен усилить спрос на услуги связи

Рост тарифов на местную связь и увеличение объемов высокодоходных услуг способствуют росту выручки

Снижение тарифов на междугородную связь и экономический рост в России должны спровоцировать рост дальнего трафика

Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

Недооценка относительно международных компаний сектора

Сравнительная оценка

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002П	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002П	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/AL* 2002
Российские операторы фиксированной связи															
ВолгаТелеком	Россия	2,71	827	905	28,7	20,9	11,1	7,1	6,8	4,9	3,7	2,7	1,5	1,8	233
ЦентрТелеком	**Россия**	**0,36**	**712**	**987**	**neg**	**18,2**	**12,9**	**7,8**	**6,3**	**5,1**	**4,2**	**2,8**	**1,1**	**1,5**	**175**
Сев.-Зап. Телеком	Россия	0,577	502	596	18,5	17,0	13,8	5,1	5,7	5,6	4,8	2,7	1,2	1,1	175
ЮТК	Россия	0,09	336	661	10,2	10,6	14,7	6,5	6,3	4,4	3,9	2,7	0,7	0,8	200
СибирьТелеком	Россия	0,05	700	850	30,0	14,9	13,1	6,1	7,1	5,6	4,7	2,6	1,2	1,6	247
Дальсвязь	Россия	1,15	110	164	47,3	12,6	3,4	4,9	4,9	3,7	3,1	2,1	0,5	0,6	150
В среднем		**-**	**-**	**-**	**27,9**	**18,1**	**13,0**	**7,1**	**6,8**	**5,3**	**4,4**	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**253**
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Telefonos de Mexico	Мексика	1,7	22 055	25 851	13,1	10,5	10,8	10,2	5,0	4,6	4,7	4,7	2,2	3,0	1 789
Lietuvos Telekomas	Литва	0,7	577	708	23,4	32,0	26,7	24,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,3	756
TT&T	Тайланд	0,1	328	974	22,9	отр.	-	-	18,6	9,4	9,4	7,7	1,9	1,0	649
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,37	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
В среднем					**18,4**	**18,8**	**17,1**	**16,7**	**7,2**	**5,7**	**5,2**	**5,0**	**1,9**	**1,7**	**856**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	875
British Telecom	Великобритания	100,1	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8	680
В среднем		**-**	**-**	**-**	**отр.**	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**	**902**

*AL абонентская линия

Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

В погоне за утраченной долей рынка

Быстрый рост выручки

Некоторые финансовые показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Рост выручки, %	-	22	29	30	13	4
Норма EBITDA, %	29	29	27	31	34	36
Рост EBITDA, %	-	23,6	21,9	47,9	24,5	8,7
EBITDA на акцию, долл.	0,10	0,12	0,15	0,22	0,28	0,30
Норма чистой прибыли, %	1,7	5,8	6,4	8,1	11,4	12,5
Прибыль на акцию, долл.	отр.	0,019	0,026	0,043	0,065	0,072
Рост прибыли на акцию, %	-	-	45,2	66,5	60,0	11,2

Темпы роста выручки замедляются вследствие усиления конкуренции, снижения тарифов на дальнюю связь, а также стабилизации тарифов на местную связь

Мы полагаем, что норма EBITDA снижается из-за введения системы расчетов за междугородную связь с Ростелекомом

Мы полагаем, что норма EBITDA будет расти благодаря эффекту экономии масштаба и контролю над затратами

Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

Быстрое развитие

Показатели отчета о прибылях, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**550**	**672**	**867**	**1 130**	**1 278**	**1 331**
Себестоимость реализации	(503)	(605)	(765)	(923)	(995)	(1 020)
Включая амортизационные отчисления	(109)	(126)	(134)	(143)	(152)	(161)
Операционная прибыль	157	194	236	349	435	473
EBITDA	**47**	**68**	**102**	**207**	**283**	**312**
Прибыль до налогов	1	53	76	149	226	255
Налоги	1	(13)	(19)	(37)	(57)	(64)
Доля меньшинства	(0)	(1)	(2)	(21)	(24)	(25)
Чистая прибыль (убыток)	**3**	**39**	**55**	**91**	**146**	**167**

Рост выручки связан с повышением тарифов и увеличением трафика

Сокращение затрат на рабочую силу должно позитивно отразиться на уровне затрат, EBITDA и прибыли

Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

Высокий уровень задолженности

Показатели балансовой отчетности, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Основные фонды, нетто	648	776	809	853	899	938
Прочие внеоборотные активы	13	17	20	23	26	27
Внеоборотные активы	**662**	**793**	**829**	**877**	**925**	**965**
Дебиторская задолженность	41	39	41	45	33	10
Прочие оборотные средства	59	75	91	113	127	132
Денежные средства и эквиваленты	10	37	187	337	502	689
Оборотные активы	**110**	**151**	**319**	**495**	**661**	**831**
Итого активы	**771**	**944**	**1 148**	**1 372**	**1 586**	**1 795**
Акционерный капитал	38	38	38	38	38	38
Нераспределенная прибыль	401	437	488	574	711	863
Итого собственный капитал	**440**	**475**	**526**	**612**	**749**	**901**
Доля меньшинства	1	1	3	24	47	72
Доля процентных кредитов к погашению	106	50	64	105	105	135
Прочие краткосрочные обязательства	117	145	194	252	285	296
Иого текущие пассивы	**223**	**195**	**258**	**357**	**390**	**431**
Процентные кредиты без доли к погашению	98	262	348	363	378	363
Долгосрочные обязательства	10	11	13	17	22	29
Итого пассивы	**108**	**273**	**361**	**379**	**400**	**391**
Собственный капитал, доля меньшинства и пассивы	**771**	**944**	**1 148**	**1 372**	**1 586**	**1 795**

Развитие современных услуг связи благодаря увеличению основных фондов, развитию и модернизации сети

Рост задолженности, вызванный потребностью в капитальных инвестициях

Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

В погоне за утраченной долей рынка

Способность генерировать мощный денежный поток

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль до налогов и доли меньшинства	1	53	76	149	226	255
Износ и амортизация	109	126	134	143	152	161
Корректировка на денежный поток от операций	51	29	45	82	84	85
Изменение в нетто оборотном капитале	(21)	4	26	26	11	1
Денежные средства от операций	(33)	(139)	(58)	(110)	(115)	(116)
Денежные потоки от операций, нетто	**108**	**74**	**223**	**290**	**359**	**387**
Денежные потоки от инвестиций	**(101)**	**(150)**	**(170)**	**(190)**	**(200)**	**(200)**
Денежные потоки от финансирования	**6**	**104**	**96**	**50**	**6**	**0**
Рост (сокращение) ден. средств и эквивалентов, нетто	(6)	28	149	150	164	187
Ден. средства и эквиваленты на начало периода	15	10	37	187	337	502
Ден. средства и эквиваленты на конец периода	**10**	**37**	**187**	**337**	**502**	**689**

Операционный денежный поток должен превысить сумму инвестиций после 2004 г.

Источники: ЦентрТелеком, оценка НИКойла

Большой потенциал роста

Оценка ЦентрТелекома на основании анализа ДДП, млн долл.

	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	68	102	207	283	312	289	292	270	245	229
EBIT за вычетом налогов	51	77	155	212	234	217	219	202	184	172
Износ и амортизация	126	134	143	152	161	170	179	188	197	206
Денежный поток без учета задолженности	177	211	298	364	395	387	398	390	381	378
Капитальные затраты	(150)	(170)	(190)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
Изменение оборотного капитала	(19)	(43)	(48)	(24)	(6)	(6)	(7)	(11)	(13)	(14)
Дивиденды по привилегированным акциям	(4)	(4)	(6)	(9)	(15)	(17)	(15)	(16)	(14)	(13)
Своб. ден. поток для владельцев обыкн. акций	**5**	**(6)**	**54**	**131**	**174**	**164**	**176**	**163**	**154**	**151**
Средневзвешенная стоимость капитала		**13,4%**								
Приведенная стоимость свобоного денежного потока		652								
Рост по окончанию прогнозного периода		2%								
Текущая остаточная стоимость		621								
EV		1 273								
Долг, нетто		275								
Стоимость собственного капитала		998								
Цена на основе анализа ДДП		**0,63**								

Источник: оценка НИКойла

Анализ чувствительности ДДП

Темпы роста, %	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
WACC*, %					
11,0	0,83	0,87	0,92	0,97	1,03
11,5	0,77	0,80	0,84	0,89	0,94
12,0	0,72	0,75	0,78	0,81	0,86
12,5	0,67	0,69	0,72	0,75	0,79
13,0	0,62	0,65	0,67	0,70	0,73
13,4	0,59	0,61	**0,63**	0,66	0,68
14,0	0,55	0,57	0,58	0,60	0,62
14,5	0,52	0,53	0,55	0,56	0,58
15,0	0,49	0,50	0,51	0,53	0,54

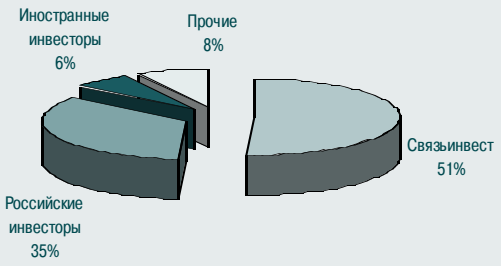
* средневзвешенная стоимость капитала

ЦентрТелеком – описание компании

Крупнейший в России региональный оператор связи. ЦентрТелеком является крупнейшим в России региональным оператором фиксированной связи, обслуживающим 5,7 млн абонентов. Компания предоставляет полный спектр телекоммуникационных услуг, включая голосовую фиксированную связь, услуги по передаче данных, внутризоновые услуги дальней связи. Кроме того, компания обеспечивает для своих абонентов доступ к услугам дальней связи Ростелекома. ЦентрТелеком также предоставляет интернет-услуги и осуществляет трансляцию кабельного телевидения. Число абонентов сотовой связи компании составляет около 100 тыс. абонентов.

Развивающийся регион. Центральный макрорегион – самый густонаселенный в России, в него входят 17 регионов, в том числе Москва и Московская область, где проживают люди с высоким уровнем доходов. Центральный регион экономически относительно высокоразвит, что обусловливает спрос на услуги ЦентрТелекома.

Структура акционеров



Источники: ЦентрТелеком

Доминирующее положение Связьинвеста в структуре акционеров ЦентрТелекома. Основным акционером ЦентрТелекома является Связьинвест, которому принадлежит 51% акций компании.

Сибирьтелеком

Сибирский богатырь

Инвестиционное резюме

Компания с потенциалом роста. Сибирьтелеком занимает прочные позиции на телекоммуникационном рынке макрорегиона и обладает потенциалом для развития за счет роста числа абонентов фиксированной и сотовой связи. Росту выручки компании будет способствовать повышение тарифов и диверсификация бизнеса. При этом сокращение затрат и положительные результаты межрегиональной консолидации должны повысить рентабельность Сибирьтелекома. Мы сохраняем рекомендацию "ПОКУПАТЬ" на акции Сибирьтелекома и устанавливаем прогнозную цену на них на уровне 0,065 долл.

Позитивные факторы

Сильные позиции на региональном рынке связи. Компания занимает сильные позиции на телекоммуникационном рынке Сибири, контролируя 69% рынка.

Регион с низким уровнем телефонизации. Рынок фиксированной и сотовой связи Сибири далек от насыщения.

Рост за счет сотового бизнеса. Финансовые результаты Сибирьтелекома за 2002 г. по МСФО оказались высокими в немалой степени благодаря сотовому бизнесу.

Улучшение финансовой отчетности за счет диверсификации бизнеса и выравнивания тарифов. Финансовые показатели компании вырастут благодаря росту тарифов на местную связь и выравниванию тарифов на дальнюю связь.

Результаты за 2003 г. по РСБУ обещают дальнейший рост. Результаты Сибирьтелекома за 2003 г. по РСБУ подтвердили способность компании повышать свои финансовые показатели.

Возможность сокращения затрат. Компания по-прежнему имеет возможность сокращать затраты за счет снижения численности персонала, оптимизации системы управления и т.д.

Развитие экономики региона будет способствовать росту трафика дальней связи. Огромная территория региона обеспечивает компании большой трафик дальней связи.

Региональный участник рынка сотовой связи. Сибирьтелеком владеет долями во многих сотовых компаниях, 20% пользователей услуг мобильной связи в регионе –абоненты Сибирьтелекома.

Высокий уровень цифровизации сети. Уровень цифровизации Сибирьтелекома равен 48% (при этом уровень цифровизации городской сети составляет 54%), тогда как средний уровень по стране равен 47%.

Негативные факторы

Конкуренция усиливается. Некоторые альтернативные операторы фиксированной связи уже начали деятельность в Сибири, что сокращает долю Сибирьтелекома на рынке.

Неравномерное экономическое развитие в макрорегионе. В ряде регионов с низким уровнем экономического развития спрос на услуги связи ограничен.

Для развития сети необходимо внешнее финансирование. Сибирьтелеком оказывает услуги связи на огромной территории. Для развития и поддержания инфраструктуры необходимы большие капвложения.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	+	Сильный регионального спроса на услуги связи
Перспективы	+	Потенциально высокие результаты за 2003 г. по МСФО.
Оценка	+	Недооценка относительно других компаний сектора и на основе ДДП
Ликвидность	–	Низкая, ADR I уровня

Рекомендация
ПОКУПАТЬ

Цена, долл.*	0,046	Цель, долл.	0,065
52 нед. макс	0,054	52 нед. мин.	0,027
Рын. кап.***	700	Всего акций, млн.	15 919,82
P/S	1,2	P/B	1,6
Reuters	ENCO.RTS	Bloomberg	ENCO$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,002	0,003	0,003	0,007
P/E	30,0	14,9	13,1	6,1
EV/EBITDA	7,1	5,6	4,7	2,6

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

Источники: РТС, оценка НИКойла

Быстрый рост чистой прибыли

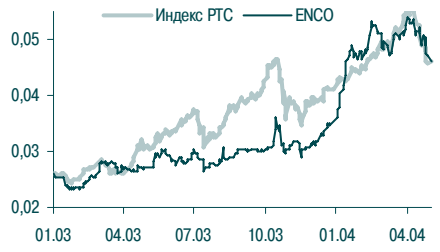
Некоторые финансовые показатели, млн долл.

	2002	2003П	2004П	Рост за год, %, 02-07П
Выручка	440	574	726	21
Затраты	(367)	(476)	(608)	17
EBIT	(47)	(55)	(62)	14
Износ и амортизация	73	98	118	36
EBITDA	120	153	180	29
Прибыль до налогов	57	88	107	42
Чистая прибыль	23	47	54	47

Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Вслед за индексом

Акции СибирьТелекома, долл., и индекс РТС



Источники: РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

Сибирский богатырь

Основные позитивные факторы

Сильные позиции на региональном рынке связи. Сибирьтелеком занимает сильные позиции на телекоммуникационном рынке Сибири, контролируя 69% рынка. На долю компании приходится 89% услуг фиксированной связи и 20% услуг сотовой связи в макрорегионе. Сибирьтелеком планирует сохранить долю рынка фиксированных услуг связи на уровне не ниже 75%. Мы полагаем, что почти монопольное положение компании на региональном рынке фиксированной связи сохранится, так как Сибирьтелеком контролирует доступ к российской сети общего пользования. У компании также есть возможность укрепить свои позиции на рынке сотовой связи за счет консолидации сотовых активов и синергии сотового бизнеса и бизнеса фиксированной связи.

Регион с низким уровнем телефонизации. Региональный рынок фиксированной и сотовой связи Сибири далек от насыщения. Уровень обеспеченности населения услугами фиксированной связи в Сибири составляет 19%, а сотовой связи – 12%. Мы полагаем, что число абонентов фиксированной связи компании будет расти на 5% ежегодно в период с 2003 по 2007 г. В результате к 2007 г. абонентская база компании составит 4,4 млн, а уровень обеспеченности населения услугами фиксированной связи будет равен 22%.

Улучшение финансовой отчетности за счет диверсификации бизнеса и выравнивания тарифов. В следующие пять лет мы ожидаем роста выручки компании за счет повышения тарифов на местную связь, выравнивания тарифов на дальнюю связь и роста объемов современных телекоммуникационных услуг. Доля современных услуг связи (Интернет, передача данных, мультимедийные услуги и т.д.) должна вырасти в 2003г. до 4,5% и до 6% в 2004 г., а услуги сотовой связи должны обеспечить компании дополнительно 13% выручки. В соответствии с нашей моделью, среднегодовой рост выручки компании в период с 2003 по 2007 г. составит 20%. В сочетании с сокращением затрат это позволит компании повысить норму операционной прибыли. Тарифы на местную связь для большинства абонентов Сибирьтелекома, то есть для населения, выросли в 2002 г. на 45%, а в 2003 г. – на 30%. Выравнивание тарифов должно привести в среднем к небольшому, 5-процентному, росту тарифов, что должно позитивно отразиться на динамике выручки Сибирьтелекома. По нашим прогнозам, тарифы на местную связь к 2007 г. стабилизируются на уровне 8 долл.

Возможности сокращения затрат. В конце 2002 г. Сибирьтелеком стал единым оператором связи в своем макрорегионе. Это произошло в результате консолидации 11 региональных компаний. Сибирьтелеком по-прежнему имеет возможность сокращать затраты за счет снижения численности персонала, оптимизации системы управления и т.д.

Развитие экономики региона будет способствовать росту трафика дальней связи. Несмотря на ряд медленно развивающихся областей, в целом сибирский макрорегион образуют регионы с высокой деловой активностью, что способствует росту трафика междугородной связи. Кроме того, огромная территория региона с низкой плотностью населения обеспечивает компании большой трафик дальней связи. Мы полагаем, что тенденция продолжится, и среднегодовые темпы роста трафика междугородной связи в период с 2003 по 2007 гг. составят 15%.

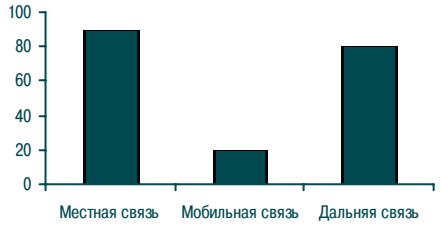
Региональный участник рынка сотовой связи. Сибирьтелеком является заметным участником регионального рынка сотовой связи: 20% абонентов соответствующих услуг в регионе являются абонентами Сибирьтелекома. Среднегодовые темпы роста числа абонентов сотовой связи компании могут составить в ближайшие пять лет 40%.

Основные негативные факторы

Конкуренция усиливается. Несмотря на то что компания занимает почти монопольное положение на рынке местной и междугородной связи, несколько альтернативных операторов фиксированной связи уже осуществляют деятельность в Сибири и претендуют на наиболее доходную часть абонентской базы и могут подорвать позиции Сибирьтелекома на рынке.

Неравномерное экономическое развитие в макрорегионе. В Сибирском административном округе есть несколько регионов со слабой экономикой. В этих регионах уровень доходов населения очень низкий, поэтому платежеспособный спрос на телекоммуникационные услуги ограничен, а потенциал роста телекоммуникационного рынка – низкий.

Сильные позиции
Доля на региональном рынке, %

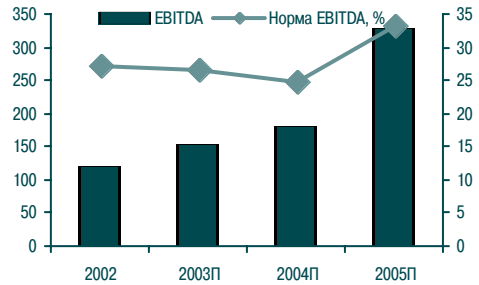


Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Быстрый рост
Абоненты, млн

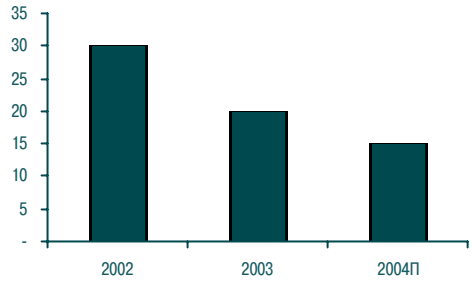
Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Повышение производственной эффективности
EBITDA, млн долл. и норма EBITDA, %



Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Давление со стороны "большой тройки"
Доля на рынке сотовой связи,%



Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Сибирский богатырь

Рост экономики провоцирует усиление спроса на услуги связи

Факторы роста выручки

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Макроэкономические факторы, изменение за год, %						
Рост ВВП	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Реальные доходы населения	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Число абонентов, млн						
Население	2,82	3,07	3,25	3,47	3,60	3,67
Компании	0,41	0,45	0,48	0,51	0,53	0,54
Госучреждения	0,21	0,22	0,24	0,25	0,26	0,27
Региональная телефонизация, %	17,2	18,7	19,8	21,2	22,0	22,4
Структура выручки, млн долл.						
Выручка от местной вязи	90	109	168	323	427	431
Выручка от платы за подключение	43	48	43	41	12	1
Выручка от междугородной связи	154	213	265	300	324	337
Выручка от междугородной связи	28	35	41	45	47	47
Сотовая связь	46,0	80,0	97,0	133	113	123
Интернет и передача данных	12	14	16	20	25	30
Прочие доходы	67	64	67	80	79	73
Высокодоходные услуги	7	11	29	53	78	89
Итого выручка	446	574	726	995	1105	1131
Рост тарифов за год, %						
Международная связь	10	10	0	(5)	(5)	(5)
Междугородная связь	10	10	0	(8)	(8)	(8)
Месячная абонентская плата	45	30	29	26	24	0
Плата за подключение местного номера	34	22	18	(40)	(50)	(75)
Рост трафика за год, %						
Международная связь	13	12	6	7	8	7
Междугородная связь	19	23	12	15	15	15

Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Рост ВВП и реальных доходов населения способствует увеличению дальнего трафика и спроса на современные услуги связи, а также приросту абонентской базы

Положение Сибирьтелекома на рынке сотовой связи будет способствовать увеличению выручки

Выравнивание тарифов по регионам и разным группам потребителей, а также рост дальнего трафика будут способствовать улучшению финансовых результатов

Привлекательная оценка

Сравнительная оценка

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002П	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002П	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/AL* 2002
Российские операторы фиксированной связи															
ВолгаТелеком	Россия	2,71	827	905	28,7	20,9	11,1	7,1	6,8	4,9	3,7	2,7	1,5	1,8	233
ЦентрТелеком	Россия	0,36	712	987	neg	18,2	12,9	7,8	6,3	5,1	4,2	2,8	1,1	1,5	175
Сев.-Зап. Телеком	Россия	0,577	502	596	18,5	17,0	13,8	5,1	5,7	5,6	4,8	2,7	1,2	1,1	175
ЮТК	Россия	0,09	336	661	10,2	10,6	14,7	6,5	6,3	4,4	3,9	2,7	0,7	0,8	200
СибирьТелеком	**Россия**	**0,05**	**700**	**850**	**30,0**	**14,9**	**13,1**	**6,1**	**7,1**	**5,6**	**4,7**	**2,6**	**1,2**	**1,6**	**247**
Дальсвязь	Россия	1,15	110	164	47,3	12,6	3,4	4,9	4,9	3,7	3,1	2,1	0,5	0,6	150
В среднем		**-**	**-**	**-**	**27,9**	**18,1**	**13,0**	**7,1**	**6,8**	**5,3**	**4,4**	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**253**
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Telefonos de Mexico	Мексика	1,7	22 055	25 851	13,1	10,5	10,8	10,2	5,0	4,6	4,7	4,7	2,2	3,0	1 789
Lietuvos Telekomas	Литва	0,7	577	708	23,4	32,0	26,7	24,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,3	756
TT&T	Тайланд	0,1	328	974	22,9	отр.	-	-	18,6	9,4	9,4	7,7	1,9	1,0	649
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,37	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
В среднем					**18,4**	**18,8**	**17,1**	**16,7**	**7,2**	**5,7**	**5,2**	**5,0**	**1,9**	**1,7**	**856**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	875
British Telecom	Великобритания	100,1	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8	680
В среднем		**-**	**-**	**-**	**отр.**	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**	**902**

*AL абонентская линия

Источники: Bloomberg, РТС, оценка НИКойла

Уравновешенный баланс

Показатели балансовой отчетности, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Основные фонды, нетто	560	650	739	850	951	1 043
Прочие внеоборотные активы	23	33	48	68	90	113
Внеоборотные активы	**583**	**683**	**787**	**918**	**1 042**	**1 156**
Дебиторская задолженность	30	27	39	56	61	58
Прочие оборотные средства	53	42	51	65	73	77
Денежные средства и эквиваленты	13	56	79	179	274	397
Оборотные активы	**97**	**125**	**169**	**300**	**408**	**532**
Итого активы	**680**	**808**	**956**	**1 218**	**1 449**	**1 688**
Акционерный капитал	111	96	96	96	96	96
Нераспределенная прибыль	304	349	397	506	635	784
Итого собственный капитал	**416**	**444**	**493**	**602**	**731**	**880**
Доля меньшинства	9	15	26	61	94	128
Доля процентных займов к погашению	64	50	45	65	60	80
Прочие краткосрочные обязательства	97	125	158	212	234	237
Иого текущие пассивы	**162**	**175**	**203**	**277**	**294**	**317**
Процентные займы без доли к погашению	39	117	172	207	247	267
Долгосрочные обязательства	54	58	62	72	84	97
Итого пассивы	**93**	**174**	**234**	**279**	**330**	**363**
Собственный капитал, доля меньшинства и пасс	**680**	**808**	**956**	**1 218**	**1 449**	**1 688**

Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Интенсивное развитие компании требует привлечения внешнего финансирования

Улучшение финансового положения

Показатели отчета о прибылях, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**440**	**574**	**726**	**995**	**1 105**	**1 131**
Себестоимость реализации	(367)	(476)	(608)	(736)	(804)	(789)
включая износ и амортизацию	(47)	(55)	(62)	(70)	(80)	(90)
EBITDA	120	153	180	329	380	431
EBIT	**73**	**98**	**118**	**259**	**301**	**341**
Прибыль до налогов	57	88	107	248	290	328
Налоги	(28)	(35)	(43)	(99)	(116)	(131)
Доля меньшинства	(6)	(6)	(11)	(35)	(33)	(34)
Чистая прибыль (убыток)	**23**	**47**	**54**	**114**	**141**	**163**

Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Рост тарифов, дальнего трафика и объема услуг сотовой связи обеспечивают увеличение выручки

Увеличение выручки и контроль над затратами означают улучшение операционных показателей

Рост выручки и контроль над затратами улучшают операционные результаты

Финансовые показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Рост выручки, %	-	30	27	37	11	2
Норма EBITDA, %	27	27	25	33	34	38
Рост EBITDA, %	-	27	18	83	16	13
EBITDA на акцию, долл.	0,01	0,01	0,01	0,03	0,03	0,04
Норма чистой прибыли, %	5	8	7	11	13	14
Прибыль на акцию, долл.	0,002	0,003	0,003	0,007	0,008	0,009
Рост прибыли на акцию, %	-	56	10	123	19	15

Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Улучшение рентабельности в результате увеличения выручки, экономии масштаба и контроля над затратами

Сибирский богатырь

Улучшение операционных денежных потоков

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль до налогов и доли меньшинства	57	88	107	248	290	328
Износ и амортизация	47	55	62	70	80	90
Корректировка денежного потока от операций	2	16	14	21	17	19
Изменение в нетто оборотном капитале	5	33	19	28	10	(4)
Денежные средства от операций	(24)	(100)	(74)	(137)	(144)	(155)
Денежные потоки от операций, нетто	**87**	**91**	**128**	**230**	**251**	**278**
Денежные потоки от инвестиций	**(73)**	**(110)**	**(150)**	**(180)**	**(180)**	**(180)**
Денежные потоки от финансирования	**(7)**	**61**	**45**	**50**	**24**	**26**
Рост (сокращение) ден. средств и эквивалентов, нетто	5	42	23	100	95	123
Ден. средства и эквиваленты на начало периода	9	13	56	79	179	274
Ден. средства и эквиваленты на конец периода	**13**	**56**	**79**	**179**	**274**	**397**

Быстрое развитие требует внешнего финансирования

Источники: Сибирьтелеком, оценка НИКойла

Оценка на основе анализа ДДП свидетельствует о потенциале роста котировок компании

Оценка Сибирьтелекома на основании анализа ДДП, млн долл.

	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	98	118	259	301	341	336	329	328	319	309
EBIT за вычетом налогов	59	71	155	181	205	201	198	197	191	185
Износ и амортизация	55	62	70	80	90	100	112	124	137	152
Денежный поток без учета задолженности	114	133	226	260	294	302	309	320	329	337
Капитальные затраты	(110)	(150)	(180)	(180)	(180)	(180)	(170)	(170)	(170)	(170)
Изменение оборотного капитала	(22)	(27)	(42)	(17)	1	(2)	(4)	(6)	(5)	(6)
Дивиденды по привилегированным акциям	(3)	(5)	(5)	(11)	(14)	(16)	(16)	(16)	(16)	(15)
Своб. ден. поток для владельцев обыкн. акций	**(21)**	**(49)**	**(2)**	**52**	**101**	**104**	**120**	**129**	**138**	**146**
Средневзвешенная стоимость капитала		**13,4%**								
Приведенная стоимость свобоного денежного потока		357								
Рост по окончанию прогнозного периода		2%								
Текущая остаточная стоимость		540								
EV		897								
Долг, нетто		111								
Стоимость собственного капитала		786								
Цена на основе анализа ДДП		**0,065**								

Источник: оценка НИКойла

Анализ чувствительности ДДП

Темпы роста, %	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
WACC*, %					
11,0	0,088	0,093	0,099	0,105	0,113
11,5	0,081	0,085	0,090	0,095	0,102
12,0	0,075	0,078	0,082	0,087	0,092
12,5	0,069	0,072	0,076	0,079	0,084
13,0	0,064	0,067	0,070	0,073	0,077
13,4	0,060	0,063	**0,065**	0,068	0,072
14,0	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065
14,5	0,052	0,054	0,056	0,058	0,060
15,0	0,049	0,050	0,052	0,054	0,056

* средневзвешенная стоимость капитала

Описание компании

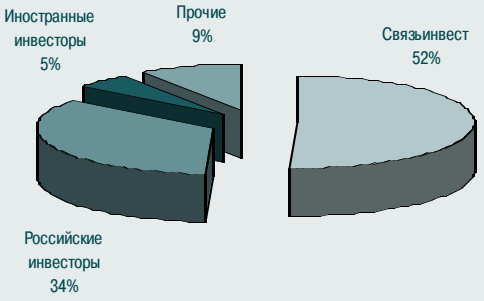
Лидер регионального рынка связи. Сибирьтелеком – крупнейший оператор фиксированной связи в Сибирском макрорегионе, который обслуживает 3,75 млн линий. Компания также контролирует 20% рынка сотовой связи региона и имеет 0,5 млн абонентов сотовой связи. Сибирьтелеком предоставляет широкий перечень услуг, включая услуги фиксированной и сотовой, радио пейджинг, Интернет и телевидение.

Крупнейший регион в России. Сибирь – это крупнейший, но низко населенный макрорегион, который включает 11 регионов с неравномерным экономическим развитием. Крупнейшими городами являются Красноярск, Новосибирск, Омск, Томск и Иркутск. Это города с высоким уровнем индустриализации. Здесь расположены крупнейшие в России металлургические, химические и нефтеперерабатывающие заводы.

Связьинвест – основной акционер. Как и в других региональных телекоммуникационных компаниях Связьинвест является основным акционером, владеющим 52% акций.

Контрольный пакет у Связьинвеста

Структура акционеров Сибирьтелекома



Источники: Сибирьталеком

Недооцененная компания
На краю России

Инвестиционное резюме

Небольшая, но недооцененная компания. Дальсвязь обладает ограниченным потенциалом роста из-за сложной экономической ситуации в регионе. При этом компания недооценена как относительно рыночных коэффициентов, иностранных конкурентов и средних показателей российского рынка связи, так и относительно оценки на основе ДДП. Рост тарифов на местную связь, выравнивание тарифов на дальнюю связь, увеличение дальнего трафика благодаря оживлению региональной экономики, а также рост объемов высокодоходных услуг на двух региональных рынках сотовой связи (в Магадане и на Камчатке) должны способствовать росту выручки компании и укреплению ее финансового положения. Мы сохраняем нашу рекомендацию "ПОКУПАТЬ" на акции Дальсвязи и устанавливаем прогнозную цену на уровне 1,7 долл. за акцию.

Позитивные факторы

Региональная монополия на рынке фиксированной связи. Компания является монополией на рынке фиксированной связи макрорегиона.

Низкий уровень телефонизации. Уровень телефонизации на Дальнем Востоке составляет лишь 19%, что создает потенциал для роста абонентской базы компании.

Улучшения в системе тарифного регулирования. Дальсвязь постепенно повышает тарифы на местную связь и выравнивает их по группам абонентов и регионам.

Консолидация позволяет проводить сокращение затрат. Компания по-прежнему имеет возможность сокращать затраты путем снижения численности персонала, оптимизации системы управления и сокращения затрат.

Рост трафика дальней связи. Благодаря улучшению экономической ситуации в ряде областей Дальнего Востока, трафик дальней связи растет.

Экономические связи с Азией. Экономические связи между Россией и странами Азии укрепляются, что увеличивает потенциал Дальневосточного региона.

Реструктуризация сотовых активов. Дальсвязь продаст МТС компанию "Примтелефон", а вырученные средства пойдут на развитие других сотовых активов.

Негативные факторы

Развитие сети. Компания увеличивает объем капитальных вложений, направленных на модернизацию и развитие сети, чтобы иметь возможность предоставлять современные услуги связи.

Усиление конкуренции. Конкуренция на телекоммуникационном рынке в Дальневосточном макрорегионе усиливается.

Небольшое число номеров. Дальсвязь остается самой маленькой межрегиональной компанией связи на российском рынке. У нее всего 1,1 млн абонентов.

Медленный экономический рост в регионе. Удаленный от центра Дальневосточный макрорегион состоит из семи регионов с неравномерным экономическим развитием.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	=	Рост спроса на услуги связи, ограниченный рынок
Перспективы	+	Потенциально хорошие результаты за 2003 г. по МСФО.
Оценка	+	Недооценка относительно компаний сектора и на основе ДДП
Ликвидность	–	Низкая, ADR первого уровня

Рекомендация
ПОКУПАТЬ

Цена, долл.*	1,15	Цель, долл.	1,70
52 нед. макс	1,45	52 нед. мин.	0,675
Рын. кап.***	110	Всего акций, млн.	126,75
P/S	0,5	P/B	0,6
Reuters	ESPK.RTS	Bloomberg	ESPK$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,02	0,07	0,25	0,18
P/E	47,3	12,6	3,4	4,9
EV/EBITDA	4,9	3,7	3,1	2,1

*Цена последней сделки, **млн долл., ***долл./акция

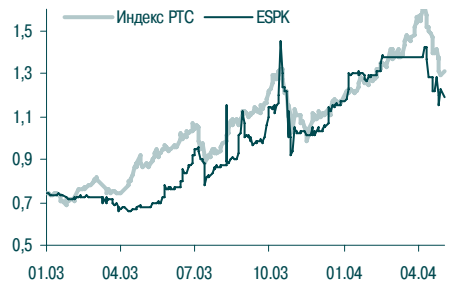
Источники: РТС, оценка НИКойла

Ожидается прогресс
Финансовые показатели, млн долл.

	2002	2003П	2004П	GAGR %,02-07П
Выручка	181	208	275	17,0
Затраты	(165)	(189)	(253)	14,0
EBIT	(20)	(26)	(31)	16,0
Износ и амортизация	16	19	22	27,6
EBITDA	36	45	53	38,0
Прибыль до налогов	13	14	45	41,0
Чистая прибыль	4	9	32	63,0

Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Погоня за рынком
Котировки акций Дальсвязи, долл., и индекс РТС



Источники: РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

Основные позитивные факторы

Региональная монополия на рынке фиксированной связи. Большинство региональных телекоммуникационных компаний, которые участвовали в консолидации Дальсвязи, занимали монопольное положение в своих регионах. В результате консолидации Дальсвязь усилила свои позиции на рынке. Дальсвязь контролирует 91% регионального рынка услуг местной связи, 85% рынка междугородной связи и 50% рынка интернет-услуг. Мы полагаем, что компания сохранит сильные позиции на региональном рынке фиксированной связи, так как фактически она является региональным монополистом и контролирует доступ к российской сети общего пользования.

Низкий уровень телефонизации. Уровень телефонизации на Дальнем Востоке составляет 19% – один из самых низких показателей по стране, что обеспечивает потенциал для роста абонентской базы компании. В 2003 г. число новых подключений у Дальсвязи составило 55 000. Мы ожидаем, что в период с 2003 по 2007 г. абонентская база компании будет ежегодно расти на 5%. В результате абонентская база Дальсвязи составит 1,4 млн, а уровень региональной телефонизации вырастет до 22% к 2007 г.

Улучшения в системе тарифного регулирования. Благодаря усилиям Связьинвеста и Минсвязи Дальсвязь постепенно повышает тарифы на местную связь. В 2002 г. компания подняла тарифы на местную связь для населения на 11% в долларовом выражении, а в 2003 г. тарифы выросли еще на 34%. Мы полагаем, что тарифы на местную связь компании стабилизируются на уровне 8 долл./мес. к 2006 г.

Консолидация позволяет проводить сокращения затрат. В конце 2002 г. Дальсвязь завершила консолидацию 7 региональных телекоммуникационных компаний. В результате была создана межрегиональная компания. В 2003 г. компания начала осуществлять операции как единая компания. При этом Дальсвязь по-прежнему имеет большие возможности сокращать затраты путем снижения численности персонала, оптимизации системы управления и сокращения затрат.

Рост трафика дальней связи. Хотя экономика Дальневосточного макрорегиона развивается неравномерно по регионам, несколько регионов (Приморский край, Хабаровский край, Сахалин) демонстрируют рост деловой активности и, как следствие, рост трафика дальней связи. В 2003 г. трафик дальней связи компании вырос на 21% относительно уровня 2002 г. Благодаря росту трафика выручка от услуг дальней связи в общей структуре выручки Дальсвязи увеличилась до 47%. Мы полагаем, что рост трафика дальней связи продолжится, а среднегодовой рост трафика междугородной связи в 2003–2007 гг. составит 17%.

Реструктуризация сотовых активов. Дальсвязь решила продать 50% акций Примтелефона МТС. Продажа данного актива может принести компании 30 млн долл., которые могут быть потрачены на развитие новых направлений бизнеса и укрепить позиции Дальсвязи на рынке. Дальсвязь является важным участником регионального рынка сотовой связи и контролирует значительную его долю. Ее сотовая абонентская база насчитывает 10 000 абонентов на Камчатке, где компания занимает 42% рынка, и в Магадане, где весь рынок подчинен Дальсвязи. Кроме того, данная сделка может позитивно отразиться на чистой прибыли компании, что увеличит размер дивидендов как по обыкновенным, так и по привилегированным акциям. Мы полагаем, что сделка может состояться в 2004 г.

Основные негативные факторы

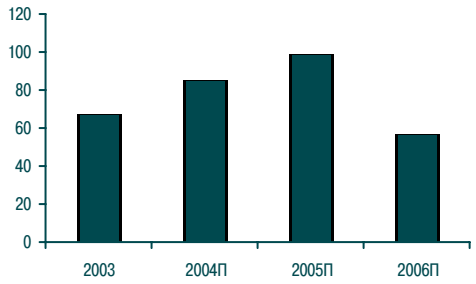
Развитие сети. В 2002 г. размер капвложений компании составил 16 млн долл., из которых 31% (5 млн долл.) был направлен на модернизацию сети, что позволило увеличить номерную емкость компании на 99 тыс. новых линий. В 2003 г. основными направлениями развития Дальсвязи стало развитие сети передачи данных, сети сотовой связи и повышение уровня цифровизации сети. В настоящее время уровень цифровизации сети Дальсвязи составляет 47%, что соответствует среднему показателю по компаниям Связьинвеста.

Рост конкуренции. Конкуренция на телекоммуникационном рынке в Дальневосточном макрорегионе усиливается, так как отечественные альтернативные операторы связи и местные телекоммуникационные компании, нацелились на завоевание прибыльных рынков. При этом они делают акцент на привлечение корпоративных клиентов, что сокращает долю Дальсвязи на рынке.

Небольшое число номеров. Дальсвязь остается самой маленькой межрегиональной компанией связи на российском рынке, у нее всего 1,1 млн абонентов. В долгосрочной перспективе Связьинвест (после приватизации) может рассмотреть возможность слияния компании с СибирьТелекомом. Данное слияние отвечает интересам акционеров Дальсвязи.

Число новых подключений возрастет

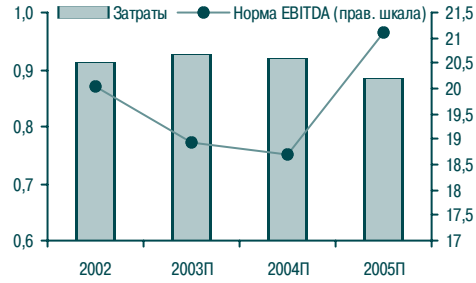
Новые подключения, тыс.



Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Затраты будут сокращаться

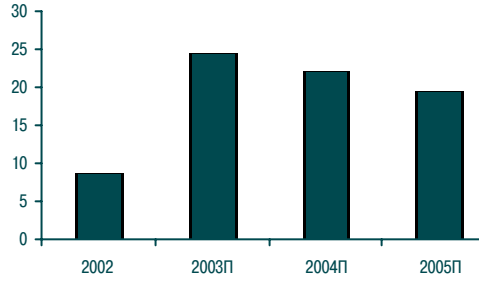
Затраты/выручка и норма EBITDA, %



Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Резкое увеличение инвестиций

Инвестиции в % от выручки



Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Недооцененная компания на краю России

Рост за счет выравнивания тарифов и роста трафика

Факторы роста выручки

	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Макрофакторы, рост год к году в %						
Рост ВВП	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Рост реальных доходов населения	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Число абонентов, млн						
Население	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Корпоративные клиенты	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Государство	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Уровень региональной телефонизации, %	19,1	19,3	20,5	21,0	21,5	21,9
Структура выручки, млн долл.						
Выручка от услуг местной связи	44	52	69	112	137	137
Выручка от подключения	14	2	14	8	5	2
Выручка от услуг междугородной связи	64	90	111	126	136	141
Выручка от услуг международной связи	14	18	21	23	24	24
Интернет-услуги, передача данных	7	9	12	14	16	18
Прочие доходы	26	27	34	40	46	44
Высокодоходные услуги	5	7	11	17	25	30
Итого выручка	181	208	275	342	393	399
Рост тарифов, год к году в, %						
Международная связь	10	10	0	(5)	(5)	(5)
Междугородная связь	10	10	0	(8)	(8)	(8)
Местный ежемесячный тариф	42	34	21	18	20	0
Местный тариф за подключение	43	14	10	15	(40)	(50)
Рост трафика, год к году в %						
Международная связь	12	12	6	7	8	7
Междугородная связь	20	23	12	15	15	15

Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Несмотря на то что удаленный дальневосточный макрорегион состоит из 7 регионов с неравномерным экономическим развитием, некоторые регионы демонстрируют экономический рост, что обеспечивает спрос на телекоммуникационные услуги и способствует увеличению трафика дальней связи

Низкий уровень региональной телефонизации создает потенциал для роста абонентской базы

Рост тарифов на местную связь и выравнивание тарифов по регионам и между группами абонентов будет способствовать росту выручки

Самая дешевая компания

Сравнительная оценка

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002П	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002П	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/AL* 2002
Российские операторы фиксированной связи															
ВолгаТелеком	Россия	2,71	827	905	28,7	20,9	11,1	7,1	6,8	4,9	3,7	2,7	1,5	1,8	233
ЦентрТелеком	Россия	0,36	712	987	neg	18,2	12,9	7,8	6,3	5,1	4,2	2,8	1,1	1,5	175
Сев.-Зап. Телеком	Россия	0,577	502	596	18,5	17,0	13,8	5,1	5,7	5,6	4,8	2,7	1,2	1,1	175
ЮТК	Россия	0,09	336	661	10,2	10,6	14,7	6,5	6,3	4,4	3,9	2,7	0,7	0,8	200
СибирьТелеком	Россия	0,05	700	850	30,0	14,9	13,1	6,1	7,1	5,6	4,7	2,6	1,2	1,6	247
Дальсвязь	**Россия**	**1,15**	**110**	**164**	**47,3**	**12,6**	**3,4**	**4,9**	**4,9**	**3,7**	**3,1**	**2,1**	**0,5**	**0,6**	**150**
В среднем		**-**	**-**	**-**	**27,9**	**18,1**	**13,0**	**7,1**	**6,8**	**5,3**	**4,4**	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**253**
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Telefonos de Mexico	Мексика	1,7	22 055	25 851	13,1	10,5	10,8	10,2	5,0	4,6	4,7	4,7	2,2	3,0	1 789
Lietuvos Telekomas	Литва	0,7	577	708	23,4	32,0	26,7	24,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,3	756
TT&T	Тайланд	0,1	328	974	22,9	отр.	-	-	18,6	9,4	9,4	7,7	1,9	1,0	649
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,37	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
В среднем					**18,4**	**18,8**	**17,1**	**16,7**	**7,2**	**5,7**	**5,2**	**5,0**	**1,9**	**1,7**	**856**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	875
British Telecom	Великобритания	100,1	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8	680
В среднем		**-**	**-**	**-**	**отр.**	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**	**902**

*AL абонентская линия

Источники: оценка НИКойла

Недооцененная компания на краю России

Улучшение финансовых показателей

Финансовые показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Рост выручки	-	15,0	32,4	24,4	14,8	1,6
Норма EBITDA, %	20,0	21,5	19,2	23,0	27,9	31,0
Рост EBITDA, %	-	23,4	18,4	48,9	39,1	12,8
EBITDA на акцию, долл.	0,38	0,47	0,55	0,82	1,15	1,29
Норма чистой прибыли, %	2,5	4,2	11,7	6,5	10,8	12,7
Прибыль на акцию, долл.	0,02	0,07	0,25	0,18	0,32	0,37
Рост прибыли на акцию, %	-	190,4	269,2	(30,5)	80,6	14,8

Рост тарифов и трафика, а также увеличение объема современных услуг связи будут способствовать росту выручки

Снижение нормы EBITDA в связи с полномасштабным введением системы расчетов за междугородную связь с Ростелекомом

Рост выручки в сочетании с сокращением затрат и экономией масштаба, обусловленной межрегиональной консолидацией, обеспечивают рост рентабельности

Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Хороший баланс

Балансовые показатели, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Основные фонды, нетто	232	274	309	349	382	399
Прочие внеоборотные активы	6	8	10	13	17	20
Внеоборотные активы	**238**	**282**	**319**	**362**	**399**	**419**
Дебиторская задолженность	10	11	14	17	18	14
Прочие оборотные средства	19	21	26	31	35	36
Денежные средства и эквиваленты	3	11	45	49	68	116
Оборотные активы	**32**	**43**	**85**	**98**	**121**	**166**
Итого активы	**270**	**324**	**404**	**459**	**520**	**585**
Акционерный капитал	97	96	96	96	96	96
Нераспределенная прибыль	90	98	130	149	189	235
Итого собственный капитал	**188**	**194**	**225**	**244**	**285**	**331**
Доля меньшинства	-	1	3	6	9	12
Задолженность к погашению	14	20	28	45	38	50
Прочие краткосрочные обязательства	34	41	56	66	77	78
Иого текущие пассивы	**48**	**61**	**83**	**111**	**114**	**128**
Кредиты за вычетом доли к погашению	10	45	68	73	85	85
Долгосрочные обязательства	23	23	24	25	27	29
Итого пассивы	**33**	**68**	**92**	**98**	**112**	**114**
Собственный капитал, доля меньшинства и пассивы	**269**	**324**	**404**	**459**	**520**	**585**

Модернизация и развитие сети приводят к увеличению основных фондов

Большие капвложения требуют внешнего финансирования

Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Улучшение финансовых показателей

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**181**	**208**	**275**	**342**	**393**	**399**
Себестоимость реализации	(165)	(189)	(253)	(300)	(324)	(319)
включая амортизацию и износ	(20)	(26)	(31)	(37)	(41)	(44)
EBITDA	**36**	**45**	**53**	**79**	**109**	**124**
EBIT	16	19	22	41	69	80
Прибыль до налогов	13	14	45	33	61	72
Налоги	(8)	(3)	(11)	(8)	(15)	(18)
Доля меньшинства	(1)	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
Чистая прибыль (убыток)	**4**	**9**	**32**	**22**	**43**	**51**

Рост выручки благодаря выравниванию тарифов, росту трафика дальней связи и увеличению доли нерегулируемых государством услуг связи

Рост прибыли за счет роста выручки и сокращения затрат

Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Улучшение операционных денежных потоков

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль до налогов и доли меньшинства	10	14	45	33	61	72
Износ и амортизация	20	26	31	37	41	44
Корректировки денежных потоков от операций	2	8	10	12	12	12
Изменение в нетто оборотном капитале	(3)	2	6	5	2	(1)
Денежные средства от операций	(4)	(24)	(22)	(25)	(26)	(26)
Денежные потоки от операций, нетто	**23**	**24**	**70**	**63**	**90**	**100**
Денежные потоки от инвестиций	**16**	**(55)**	**(65)**	**(77)**	**(75)**	**(60)**
Денежные потоки от финансирования	**(6)**	**40**	**29**	**19**	**3**	**8**
Рост (сокращение) ден. средств и эквивалентов, нетто	-	8	33	5	18	49
Ден. средства и эквиваленты на начало периода	3	3	11	45	49	68
Ден. средства и эквиваленты на конец периода	**3**	**11**	**45**	**49**	**68**	**116**

Компании необходимо привлечь дополнительные ресурсы для реализации инвестиционной программы

Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Привлекательная оценка

Оценка ДДП Дальсвязи, млн долл.

	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	19	22	41	69	80	77	67	63	61	61
EBIT за вычетом налогов	14	17	31	52	60	58	50	47	46	46
Износ и амортизация	26	31	37	41	44	46	49	52	55	58
Денежный поток без учета задолженности	40	47	68	92	104	104	99	100	101	104
Капитальные затраты	(55)	(65)	(77)	(75)	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)	(60)
Изменение оборотного капитала	(3)	(11)	(9)	(6)	1	0	(2)	(2)	(1)	(1)
Дивиденды по привилегированным акциям	(1)	(1)	(3)	(2)	(4)	(5)	(5)	(4)	(4)	(4)
Св. ден. поток для владельцев обыкн. акций	**(20)**	**(30)**	**(21)**	**10**	**40**	**40**	**33**	**34**	**37**	**39**
Средневзвешенная стоимость капитала, %		**13,5**								
Приведенная стоимость свобоного денежного потока		74								
Рост по окончанию прогнозного периода, %		2								
Текущая остаточная стоимость		142								
EV		216								
Долг, нетто		54								
Стоимость собственного капитала		162								
Цена на основе анализа ДДП		**1,70**								

Анализ чувствительности ДДП

Рост, %	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
WACC*, %					
11,0	2,51	2,68	2,87	3,09	3,36
11,5	2,27	2,41	2,57	2,75	2,97
12,0	2,05	2,17	2,30	2,46	2,64
12,5	1,86	1,96	2,08	2,21	2,36
13,0	1,69	1,78	1,88	1,99	2,11
13,5	1,54	1,61	**1,70**	1,79	1,90
14,0	1,40	1,46	1,54	1,62	1,71
14,5	1,27	1,33	1,39	1,47	1,55
15,0	1,16	1,21	1,27	1,33	1,40

* средневзвешенная стоимость капитала

Источники: оценка НИКойла

Дальсвязь – описание компании

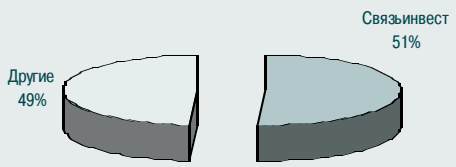
Сильные региональные позиции. Являясь самой небольшой региональной телекоммуникационной компанией, имеющей всего 1,1 млн абонентов, Дальсвязь контролирует практически весь рынок региональной фиксированной связи. Компания контролирует 91% регионального рынка фиксированной связи и 85% рынка услуг междугородной связи. Помимо того, что компания занимает прочные позиции на рынке фиксированной связи, она также контролирует рынки сотовой связи на Камчатке и в Магадане.

Крупный, но слабозаселенный регион. Компания работает в крупном, но слабозаселенном регионе, в котором проживают всего 5,7 млн человек, что ограничивает потенциал роста компании. Регионы, входящие в Дальневосточный макрорегион, неравномерно развиты с экономической точки зрения. Однако Дальневосточный макрорегион имеет экономические связи с Азией, что позитивно может отразиться на спросе на услуги дальней связи.

Связьинвест – крупнейший акционер Дальсвязи. Связьинвесту принадлежит 51% акций Дальсвязи.

Связьинвесту принадлежит контрольный пакет

Структура акционеров Дальсвязи



Источники: Дальсвязь, оценка НИКойла

Борьба за место на тесном рынке

Инвестиционное резюме

Ограниченный потенциал роста и конкурентная среда. Северо-Западный Телеком работает в экономически неоднородном Северо-Западном регионе. Несмотря на то, что компания предоставляет услуги на прибыльном рынке С.-Петербурга, уровень телефонизации в городе уже достаточно высокий, кроме того усиливается конкуренция между операторами фиксированной и мобильной связи. Доходы населения в регионе (за пределами С.-Петербурга) низкие, и это ограничивает потенциал развития СЗТ. Предстоящая консолидация Ленсвязи и Комисвязи должна укрепить позиции СЗТ на региональном рынке, поэтому мы сохраняем рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" на акции СЗТ и повышаем прогноз цены на акции компании до 0,7 долл.

Позитивные факторы

Консолидация Ленсвязи и Комисвязи. В течение 2004 г. СЗТ консолидирует Комисвязь и Ленсвязь, в результате чего число абонентов и выручка компании резко возрастут.

Результаты за 2003 г. свидетельствуют об улучшении положения компании. Судя по результатам за 2003 г., положение компании улучшилось. Однако пока компания представила результаты только по РСБУ.

Экономия масштаба в результате консолидации. У компании сохраняются возможности для сокращения затрат за счет снижения численности персонала, оптимизации системы управления и экономии масштаба.

Высокая выручка за счет повышения тарифов. Выручка СЗТ должна возрасти за счет повышения тарифов на местную связь и выравнивания тарифов на дальнюю связь.

Новое руководство. Тесные неформальные связи руководства СЗТ в Министерстве связи и Связьинвесте могут быть преимуществом для компании.

Возможен рост трафика международной связи. Географическое положение макрорегиона, возможно, будет способствовать росту трафика международной связи.

Негативные факторы

Посредственные результаты 2002 г. по МСФО. Результаты СЗТ за 2002 г. по МСФО свидетельствуют о сложном финансовом положении компании.

Недостаточно развитая сеть. Большая доля устаревшего оборудования и низкий уровень цифровизации сети затрудняют развитие современных услуг связи.

Высокий уровень телефонизации в С.-Петербурге. Высокий уровень телефонизации ограничивает потенциал роста абонентской базы в С.-Петербурге.

Конкуренция с альтернативными операторами. СЗТ сталкивается с усилением конкуренции со стороны альтернативных операторов фиксированной связи и операторов мобильной связи.

Рост тарифов ограничен. Компания постепенно повышает и выравнивает тарифы, однако и здесь ее возможности ограничены конкуренцией.

Низкий уровень доходов на душу населения в ряде областей. Несколько филиалов СЗТ работают в экономически неразвитых областях с низким уровнем доходов на душу населения.

Недостаточная диверсификация. СЗТ практически не работает на рынке сотовой связи, доля современных услуг в выручке компании очень мала.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	=	Приобретение Комисвязи и Ленсвязи; конкурентный рынок
Перспективы	+	Возможны хорошие результаты 2003 г. по МСФО
Оценка	=	Компания недооценена относительно конкурентов и справедливо оценена на основе анализа ДДП
Ликвидность	–	Низкая, ADR первого уровня

Рекомендация
ДЕРЖАТЬ

Цена, долл.*	0,58	Цель, долл.	0,70
52 нед. макс	0,68	52 нед. мин.	0,349
Рын. кап.***	502	Всего акций, млн.	937,94
P/S	1,2	P/B	1,1
Reuters	SPTL.RTS	Bloomberg	SPTL$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,03	0,03	0,04	0,10
P/E	18,5	17,0	13,8	5,1
EV/EBITDA	5,7	5,6	4,8	2,7

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

Источники: РТС, оценка НИКойла

Медленный рост

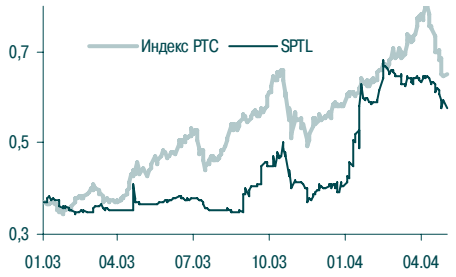
Финансовые показатели, млн долл.

	02	03П	04П	Рост за год %, 02-07П
Выручка	340	402	493	19,3
Затраты	(302)	(353)	(434)	16,3
EBIT	(55)	(58)	(64)	11,2
Износ и амортизация	37	49	59	36,5
EBITDA	92	107	124	24,1
Прибыль до налогов	27	43	54	45,1
Чистая прибыль	15	29	36	51,0

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Справедливая оценка

Котировки акций СЗТ, долл., и индекс РТС



Источники: РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

Борьба за место на тесном рынке

Основные позитивные факторы

Консолидация Ленсвязи и Комисвязи. Ленсвязь и Комисвязь – дочерние подразделения Связьинвеста– будут присоединены к компании в 2004 г. В результате число абонентов СЗТ вырастет до 670 тыс., а выручка – до 70 млн долл. Кроме того, благодаря консолидации компания получит доступ на рынок промышленно развитого региона со стабильно растущей экономикой.

Результаты за 2003 г. отражают некоторое улучшение в работе компании. Несмотря на то что выручка СЗТ за 2003 г. по РСБУ оказалась ниже среднего показателя по сектору, она увеличилась по сравнению с соответствующим прошлогодним показателем на 25% благодаря повышению тарифов и росту трафика дальней связи. Затраты за отчетный период выросли на 30% к прошлогоднему показателю, EBIT – на 10%. Чистая прибыль компании увеличилась на 165%, что было обусловлено замедлением роста расходов и отсутствием разовых убытков, имевших место в 2002 г. Опубликованные показатели дают надежду на дальнейший рост финансовых результатов СЗТ.

Новое руководство. Новый генеральный директор СЗТ Сергей Кузнецов пришел на работу в компанию из Ростелекома, и это позволяет нам надеяться на улучшение положения СЗТ. У СЗТ тесные неформальные связи со Связьинвестом и Министерством связи, что является преимуществом компании. Генеральный директор Связьинвеста Валерий Яшин ранее был генеральным директором Санкт-Петербургской городской телефонной сети – компании, на основе которой был образован СЗТ, – а кандидат в заместители министра транспорта и связи Леонид Рейман – его заместителем.

Высокая выручка за счет повышения тарифов. В последующие пять лет выручка СЗТ, по нашим оценкам, будет расти благодаря повышению тарифов на местную связь и выравниванию тарифов на дальнюю связь. Наша модель указывает на то, что среднегодовые темпы роста выручки СЗТ в 2003-2007 гг. составят 19%, а одновременное сокращение затрат позволит компании повысить рентабельность. Тарифы на услуги местной связи для населения, которое составляет большую часть абонентов СЗТ, увеличились в 2002 г. на 43%, а в 2003 г. – на 33%. Выравнивание тарифов на дальнюю связь в 2003 г. приведет к незначительному – на 5% – их повышению, что также принесет дополнительный доход компании. Мы полагаем, что роста тарифов на местную связь стабилизируется на уровне 7% в 2007 г.

Возможен рост трафика международной связи. Развитие экономических связей между Калининградом, Карелией и Ленинградской областью, с одной стороны, и Норвегией, Польшей, Финляндией, Швецией и странами Балтии, с другой, возможно, будет способствовать более быстрому, чем ожидалось, росту трафика международной связи. Это приведет к росту выручки Северо-Западного Телекома.

Основные негативные факторы

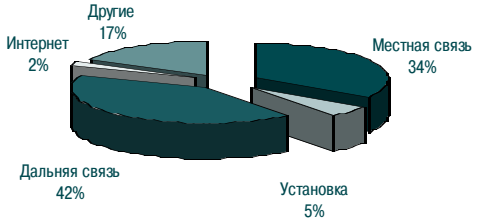
Недостаточно развитая сеть. Сетевое оборудование Северо-Западного Телекома в значительной степени устарело, что затрудняет предоставление услуг, требующих новых технологий. Уровень цифровизации сети СЗТ составляет всего 41%, тогда как средний показатель для компаний Связьинвеста - 47%. Уровень цифровизации основной сети СЗТ в С.-Петербурге – лишь 25%, то есть гораздо ниже среднего показателя по отрасли. СЗТ намерен модернизировать свою сеть, однако на это требуются большие средства, которые компания не в состоянии обеспечить за счет собственных операционных денежных потоков.

Конкуренция с альтернативными операторами. СЗТ сталкивается с усилением конкуренции со стороны альтернативных операторов фиксированной и мобильной связи в С.-Петербурге и других городах. Доля компании в секторе современных услуг в регионе постепенно сокращается – в начале 2003 г. СЗТ контролировал лишь 25% интернет-услуг по выделенным линиям, порядка 40% интернет-услуг по телефонным линиям и около 50% услуг по передаче данных. Однако нарастающая конкуренция со стороны сотовых операторов "Большой тройки" – МТС, Вымпелкома и МегаФона – приводит к замещению фиксированной связи сотовой. В результате СЗТ рискует остаться оператором для низкодоходных абонентов. Возможное повышение тарифов в С-Петербурге ограничено конкуренцией с операторами мобильной связи, которые имеют преимущество низких затрат на обслуживание.

Недостаточная диверсификация. Северо-Западный Телеком практически не работает на рынке сотовой связи. Ему принадлежит 60% акций компании "Вологодская сотовая связь", которая работает в стандарте NMT-450 и предоставляет услуги на территории Вологодской области. Также СЗТ владеет 33,5% акций Калининградской мобильной сети и 43% акций Дельта Телекома (обе компании работают в стандарте NMT-450). Эти активы давно устарели и будут проданы согласно решению Связьинвеста, основного акционера СЗТ. В данный момент у СЗТ нет прибыльных сотовых активов, которые открыли бы компании доступ к доходному рынку мобильной связи. Доля высокодоходных услуг в общей сумме выручки СЗТ в 2002 г. составила лишь 2,4%. Такое положение ухудшает долгосрочные перспективы компании.

Преобладание традиционных услуг

Структура выручки, %



Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Развитие сотовой связи

Телефонизция в Санкт-Петербурге, %

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

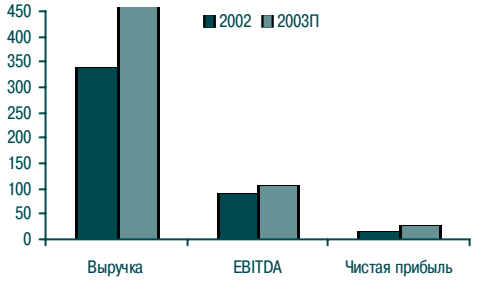
Небольшая доля бизнес-абонентов

Структура абонентской базы СЗТ, %

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Медленное улучшение

Финансовые показатели, млн долл.



Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Борьба за место на тесном рынке

Неравномерное развитие областей сдерживает рост компании

Факторы роста выручки

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Макрофакторы, изм. за год, %						
Рост ВВП	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Рост реальных доходов населения	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Число абонентов, млн						
Население	2,79	2,88	2,99	3,70	3,77	3,82
Бизнес	0,41	0,42	0,44	0,54	0,55	0,56
Госструктуры	0,20	0,21	0,22	0,27	0,28	0,28
Региональная телефонизация, %	30,1	31,1	32,3	32,0	32,8	33,3
Структура выручки, млн долл.						
Выручка от местной связи	117	127	166	267	360	405
Выручка от платы за подключение	18	18	26	124	6	1
Выручка от междугородной связи	97	129	150	160	175	181
Выручка от международной связи	47	58	66	70	76	79
Интернет и передача данных	7	9	11	13	17	21
Прочие доходы	47	49	56	80	75	79
Высокодоходные услуги	8	12	19	34	40	53
Итого выручка	344	402	493	748	750	819
Рост тарифов за год, %						
Международная связь	10	10	0	(5)	(5)	(5)
Междугородная связь	10	10	0	(8)	(8)	(8)
Месячная абонентская плата	43	33	22	7	13	12
Плата за подключение местного номера	63	12	16	(40)	(50)	(75)
Рост трафика за год, %						
Международная связь	14	12	6	8	8	8
Междугородная связь	16	18	9	12	12	12

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Уровень телефонизации в регионе достаточно высок: в С.-Петербурге он достигает 44%. Высокий уровень телефонизации и относительно низкие доходы населения в некоторых областях сдерживают рост абонентской базы СЗТ

Стабильное повышение тарифов до 2007 г. и отмена всех льгот абонентам с 2005 г. увеличит выручку от местной связи. Однако усиление конкуренции со стороны альтернативных операторов негативно скажется на тарифах на другие виды услуг

Справедливо оцененная компания

Сравнительная оценка

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002П	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002П	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/AL* 2002
Российские операторы фиксированной связи															
ВолгаТелеком	Россия	2,71	827	905	28,7	20,9	11,1	7,1	6,8	4,9	3,7	2,7	1,5	1,8	233
ЦентрТелеком	Россия	0,36	712	987	neg	18,2	12,9	7,8	6,3	5,1	4,2	2,8	1,1	1,5	175
Сев.-Зап. Телеком	**Россия**	**0,577**	**502**	**596**	**18,5**	**17,0**	**13,8**	**5,1**	**5,7**	**5,6**	**4,8**	**2,7**	**1,2**	**1,1**	**175**
ЮТК	Россия	0,09	336	661	10,2	10,6	14,7	6,5	6,3	4,4	3,9	2,7	0,7	0,8	200
СибирьТелеком	Россия	0,05	700	850	30,0	14,9	13,1	6,1	7,1	5,6	4,7	2,6	1,2	1,6	247
Дальсвязь	Россия	1,15	110	164	47,3	12,6	3,4	4,9	4,9	3,7	3,1	2,1	0,5	0,6	150
В среднем		**-**	**-**	**-**	**27,9**	**18,1**	**13,0**	**7,1**	**6,8**	**5,3**	**4,4**	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**253**
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Telefonos de Mexico	Мексика	1,7	22 055	25 851	13,1	10,5	10,8	10,2	5,0	4,6	4,7	4,7	2,2	3,0	1 789
Lietuvos Telekomas	Литва	0,7	577	708	23,4	32,0	26,7	24,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,3	756
TT&T	Тайланд	0,1	328	974	22,9	отр.	-	-	18,6	9,4	9,4	7,7	1,9	1,0	649
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,37	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
В среднем					**18,4**	**18,8**	**17,1**	**16,7**	**7,2**	**5,7**	**5,2**	**5,0**	**1,9**	**1,7**	**856**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	875
British Telecom	Великобритания	100,1	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8	680
В среднем		**-**	**-**	**-**	**отр.**	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**	**902**

*AL абонентская линия

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Ожидается улучшение финансовых показателей

Финансовые показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Рост выручки	-	18,3	22,9	51,7	0,2	9,3
Норма EBITDA, %	27,1	26,7	25,0	28,1	30,3	33,0
Рост EBITDA, %	-	16,5	15,3	70,0	8,2	19,0
EBITDA на акцию, долл.	12,50	14,56	16,79	28,53	30,87	36,73
Норма чистой прибыли, %	4,4	7,3	7,4	12,2	12,9	14,3
Прибыль на акцию, долл.	0,016	0,031	0,039	0,104	0,119	0,124
Рост прибыли на акцию, %	-	96,8	23,6	167,7	14,3	4,4

Выравниваение тарифов и новая система расчетов за междугородную связь с Ростелекомом позволит СЗТ увеличить выручку и повысить рентабельность

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Развитие сети требует инвестиций

Показатели балансовой отчетности СЗТ, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Основные фонды, нетто	510	560	593	637	690	729
Прочие внеоборотные активы	37	37	36	35	34	33
Внеоборотные активы	**548**	**597**	**628**	**671**	**724**	**761**
Дебиторская задолженность	31	33	38	64	49	44
Прочие оборотные средства	29	32	38	54	55	59
Денежные средства и эквиваленты	11	8	19	83	158	261
Оборотные активы	**71**	**73**	**95**	**201**	**262**	**364**
Итого активы	**619**	**670**	**723**	**872**	**986**	**1 125**
Акционерный капитал	84	84	84	84	84	84
Нераспределенная прибыль	346	370	404	491	579	687
Итого собственный капитал	**429**	**454**	**488**	**575**	**663**	**770**
Доля меньшинства	0	1	2	5	7	9
Доля процентных займов к погашению	36	50	38	35	38	50
Прочие краткосрочные обязательства	62	67	83	126	131	142
Итого текущие пассивы	**98**	**117**	**121**	**161**	**168**	**192**
Процентные займы без доли к погашению	47	53	66	81	93	93
Долгосрочные обязательства	44	45	47	51	55	60
Итого пассивы	**91**	**98**	**113**	**132**	**148**	**153**
Собственный капитал, доля меньшинства и пассивы	**618**	**670**	**723**	**872**	**986**	**1 125**

Недостаточный операционный денежный поток заставляет СЗТ финансировать развитие за счет внешних источников

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Выравнивание тарифов идет на пользу

Показатели отчета о прибылях, млн долл.

	2002П	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**340**	**402**	**493**	**748**	**750**	**819**
Себестоимость реализации	(302)	(353)	(434)	(610)	(602)	(642)
с учетом износа и амортизации	(55)	(58)	(64)	(71)	(80)	(93)
EBITDA	**92**	**107**	**124**	**210**	**227**	**270**
EBIT	37	49	59	139	147	177
Прибыль до налогов	27	43	54	133	142	171
Налоги	(11)	(13)	(16)	(40)	(42)	(51)
Доля меньшинства	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
Чистая прибыль (убыток)	**15**	**29**	**36**	**91**	**97**	**117**

Выравнивание тарифов и новая система расчетов за междугородную связь с Ростелекомом, предусматривающая плату за входящий междугородный трафик, позволят СЗТ увеличить выручку

Новая система расчетов с Ростелекомом увеличит платежи СЗТ Ростелекому за исходящий трафик, и затраты компании повысятся

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Борьба за место на тесном рынке

Растущий операционный денежный поток

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль до налогов и доли меньшинства	27	43	54	133	142	171
Износ и амортизация	55	58	64	71	80	93
Корректировка денежного потока от операций	18	14	15	20	21	22
Изменение в нетто оборотном капитале	(3)	6	7	16	(0)	3
Денежные средства от операций	4	(55)	(31)	(72)	(41)	(59)
Денежные потоки от операций, нетто	**76**	**66**	**109**	**169**	**201**	**230**
Денежные потоки от инвестиций	**(67)**	**(85)**	**(96)**	**(114)**	**(132)**	**(130)**
Денежные потоки от финансирования	**(4)**	**16**	**(3)**	**9**	**6**	**3**
Рост (сокращение) ден. средств и эквивалентов, нетто	4	(2)	11	64	75	103
Ден. средства и эквиваленты на начало периода	7	11	8	19	83	158
Ден. средства и эквиваленты на конец периода	**11**	**8**	**19**	**83**	**158**	**261**

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Оценка на основе ДДП подтверждает, что компания оценена справедливо

Оценка СЗТ на основе анализа ДДП, млн долл.

	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	49	59	148	168	176	186	177	169	160	151
EBIT за вычетом налогов	34	41	104	118	123	130	124	118	112	106
Износ и амортизация	58	64	71	80	93	99	105	111	117	123
Денежный поток без учета задолженности	93	106	175	198	216	229	229	229	229	229
Капитальные затраты	(85)	(96)	(114)	(132)	(130)	(130)	(130)	(130)	(130)	(130)
Изменение оборотного капитала	(10)	(13)	(34)	(2)	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Дивиденды по привилегированным акциям	(5)	(3)	(4)	(10)	(11)	(12)	(12)	(12)	(11)	(10)
Своб. ден. поток для владельцев обыкн. акций	**(7)**	**(6)**	**24**	**53**	**71**	**85**	**84**	**85**	**86**	**86**
Средневзвешенная стоимость капитала, %		**13,4**								
Приведенная стоимость свобоного денежного потока		308								
Рост по окончанию прогнозного периода, %		2,0								
Текущая остаточная стоимость		318								
EV		626								
Долг, нетто		95								
Стоимость собственного капитала		531								
Цена на основе анализа ДДП		**0,72**								

Источники: СЗТ, оценка НИКойла

Анализ чувствительности ДДП

Темпы роста, %	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
WACC*, %					
11,0	0,95	1,00	1,05	1,11	1,19
11,5	0,88	0,92	0,96	1,02	1,08
12,0	0,81	0,85	0,89	0,93	0,98
12,5	0,76	0,79	0,82	0,86	0,90
13,0	0,71	0,74	0,76	0,79	0,83
13,4	0,67	0,70	**0,72**	0,75	0,78
14,0	0,63	0,64	0,67	0,69	0,71
14,5	0,59	0,61	0,62	0,64	0,67
15,0	0,56	0,57	0,59	0,60	0,62

* средневзвешенная стоимость капитала

Северо-Западный Телеком – описание компании

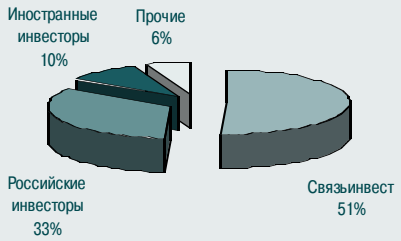
Традиционный оператор на конкурентном рынке. СЗТ обслуживает 3,5 млн абонентских линий и предоставляет услуги фиксированной связи на достаточно богатом рынке С.-Петербурга и в восьми других регионах. Регион деятельности СЗТ отличается высоким уровнем конкуренции, однако СЗТ контролирует 82% регионального рынка местной связи и 90% рынка фиксированной междугородной связи.

Крупный регион. СЗТ обслуживает абонентов в густонаселенном регионе, население которого составляет 11,5 млн человек. Наиболее экономически развитыми регионами являются С.-Петербург, Калининград и Мурманск. После консолидации Ленсвязи и Комисвязи СЗТ получит выход на рынок еще двух экономически развитых областей.

Связьинвест – хозяин. Связьинвесту принадлежит контрольный пакет акций СЗТ (51%). Среди миноритарных акционеров компании российские и иностранные инвесторы.

Контрольный пакет акций у Связьинвеста

Структура акционеров СЗТ



Источники: Северо-Западный Телеком, оценка НИКойла

Монополист фиксированной связи
в небогатом регионе

Рекомендация
ДЕРЖАТЬ

Инвестиционное резюме

Справедливая оценка плюс ряд тревожных моментов. На первый взгляд, ЮТК является инвестиционно привлекательной компанией, учитывая проводящуюся консолидацию, низкий уровень телефонизации региона и практически монопольное положение на рынке фиксированной связи. Однако низкий уровень доходов на душу населения, наибольшая доля сельских жителей в структуре абонентской базы среди российских межрегиональных телекоммуникационных компаний ограничивает потенциал роста ЮТК. В то же время запланированное повышение тарифов и большое число туристов должны способствовать росту выручки компании, поэтому мы сохраняем рекомендацию «ДЕРЖАТЬ» на акции ЮТК и устанавливаем прогноз цены в 0,11 долл. на акцию.

Цена, долл.*	0,09	**Цель, долл.**	0,11
52 нед. макс	0,121	**52 нед. мин.**	0,081
Рын. кап.* **	336	**Всего акций, млн.**	3 932,66
P/S	0,7	**P/B**	0,8
Reuters	KUBN.RTS	**Bloomberg**	KUBN$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,01	0,01	0,01	0,01
P/E	10,2	10,6	14,7	6,5
EV/EBITDA	6,3	4,4	3,9	2,7

***Цена закрытия, ****млн долл., *****долл./акция**

Источники: РТС, оценка НИКойла

Позитивные факторы

Сильные рыночные позиции. ЮТК контролирует значительную долю рынка услуг фиксированной связи в регионе.

Низкий уровень телефонизации. Низкий уровень телефонизации в Южном регионе обеспечивает компании большой потенциал роста абонентской базы.

Межрегиональная консолидация. Межрегиональная консолидация позволит компании сократить расходы.

Выравнивание тарифов. В результате балансирования тарифов население будет платить больше, что положительно отразиться на выручке компании.

Курортный район. Большое число отдыхающих обеспечивает компании высокую выручку от междугородной связи.

Негативные факторы

Бедный регион. Южный макрорегион включает ряд областей с низким уровнем экономического развития и крайне малообеспеченным населением.

Низкий уровень диверсификации бизнеса. Низкая доля высокорентабельных услуг и отсутствие прибыльных сотовых активов – факторы, ограничивающие потенциал роста компании.

Новая система расчетов за междугородную связь. Дисбаланс между входящим и исходящим междугородными трафиками ЮТК может негативно повлиять на финансовые результаты компании.

Слаборазвитая сеть. Сетевое оборудование ЮТК по большей части является устаревшим, а модернизация требует больших капвложений.

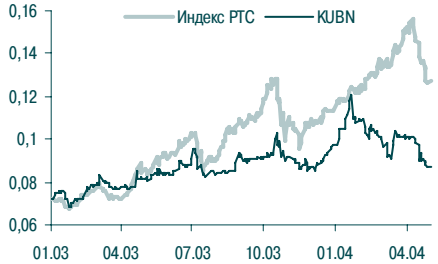
Рост конкуренции. Альтернативные операторы связи борются за высокодоходных абонентов в наиболее развитых регионах России.

Улучшение впереди
Финансовые показатели, млн долл.

	2002	2003П	2004П	Рост за год, %, 02-07П
Выручка	379	492	655	21
Затраты	(346)	(427)	(591)	19
EBIT	(77)	(90)	(108)	14
Износ и амортизация	33	65	63	41
EBITDA	110	155	172	25
Прибыль до налогов	65	54	39	21
Чистая прибыль	38	35	23	21

Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Отстающая от индекса компания
Акции ЮТК, долл., и индекс РТС



Источники: РТС

— Плюсы и минусы —

Ситуация	+	Высокий спрос на услуги связи
Перспективы	+	Ожидаются сильные результаты 2003 г. по МСФО
Оценка	=	Недооценка относительно других компаний отрасли, адекватная оценка относительно ДДП
Ликвидность	–	Низкая ликвидность, ADR первого уровня

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2003 г.

Монополист фиксированной связи в небогатом регионе

Основные позитивные факторы

Сильные рыночные позиции. ЮТК – основной оператор фиксированной связи в Южном регионе, абонентская база компании составляет 3,6 млн абонентов. На конец 2003 г. ЮТК контролировала 95% рынка местной связи, а также 68% рынка международной и междугородной связи (совместно с Ростелекомом). Доля компании на рынке высокодоходных услуг достигала 32%, на рынке услуг фиксированной связи – 78%, а общая доля на региональном телекоммуникационном рынке – 45% (включая сотовую связь).

Низкий уровень телефонизации. Низкий уровень телефонизации в Южном регионе (19%) обеспечивает компании потенциал роста абонентской базы. Очереди на подключение телефона ожидает 720 тыс. потенциальных абонентов. В 2003 г. компания подключила к сети 390 000 новых абонентов. Мы полагаем, что в период с 2003 по 2007 гг. абонентская база ЮТК будет расти ежегодно на 7%, в результате чего достигнет 4,6 млн абонентов, а уровень телефонизации в регионе составит к 2007 г. 25%.

Выравнивание тарифов. В результате совместных усилий Связьинвеста и Министерства связи тарифы на местную связь постоянно растут. В 2002 г. ЮТК повысила свои тарифы на местную связь для населения на 57% в долларовом выражении, а в 2003 г. тарифы выросли еще на 29%. В результате выравнивания тарифов население начало платить больше, из-за этого увеличились темпы роста выручки. Мы полагаем, что в 2007 г. тарифы на местную связь ЮТК стабилизируются на уровне 7 долл.

Курортная зона. Компания обслуживает крупнейшую и самую популярную курортную зону на Черноморском побережье России (Сочи). Большое число приезжающих на отдых обеспечивает компании высокий уровень исходящего трафика междугородной связи, что увеличивает выручку компании.

Основные негативные факторы

Бедный регион. В Южный макрорегион входит ряд регионов (Кабардино-Балкария, Республика Адыгея, Осетия, Калмыкия, Карачаево–Черкессия) с низким уровнем экономического развития и крайне малообеспеченным населением. Четыре региона (Кубань, Ростов, Волгоград и Ставрополь) из десяти обеспечивают компании львиную долю выручки - 83%. Основным фактором развития региона выступает сельское хозяйство, промышленность же находится на низком уровне. Таким образом, спрос на услуги связи, особенно на современные виды услуг, ограничен.

Низкий уровень диверсификации бизнеса. Весной 2002 г. ЮТК продала МТС свою долю в Кубань-GSM. Кубань GSM – крупнейший оператор связи в регионе с абонентской базой порядка 500 тыс. абонентов. На сегодняшний день у ЮТК не осталось значимых сотовых активов, которые обеспечили бы ей заметное присутствие на прибыльную часть телекоммуникационного рынка. Отсутствие развитых высокорентабельных услуг и продажа сотовых активов ограничивает диверсификацию бизнеса компании и ослабляет долгосрочные перспективы развития компании.

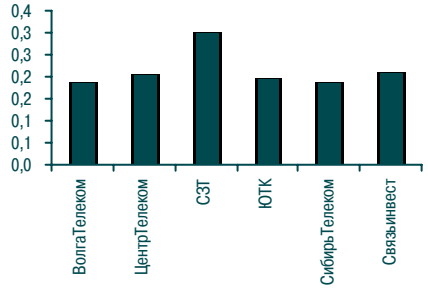
Новая система расчетов за междугородную связь. Новая система расчетов за междугородную связь, которая была введена в августе 2003 г., с одной стороны, приведет к дополнительному росту выручки компании, так как ЮТК будет получать платежи от Ростелекома за терминацию входящих междугородных звонков. Однако и платежи ЮТК Ростелекому также возрастут, и в результате дисбаланса входящего и исходящего междугородного трафика ЮТК чистый эффект для компании будет негативным.

Слаборазвитая сеть. Сетевое оборудование ЮТК по-прежнему по большей части является устаревшим и не позволяет внедрять новые технологии. Из-за этого доля высокорентабельных услуг в структуре выручки компании по РСБУ составила в 2003 г. всего 4,1%, что всего лишь на 1,2% больше, чем в 2002 г. Модернизация оборудования потребует больших капвложений, а операционные денежные потоки не обеспечивают компанию достаточным объемом денежных средств. В целом же, для обеспечения необходимого темпа развития компании требуется ежегодно 150–200 млн долл. вложений в период с 2003 по 2005 гг.

Рост конкуренции. Конкуренция на самом прибыльном телекоммуникационном рынке Южного региона постоянно растет. Альтернативные операторы связи борются за высокодоходных абонентов в наиболее прибыльных секторах рынка. Как результат, доля ЮТК на рынке высокорентабельных услуг снизилась с 36% в 2001 г. до 32% в 2002 г.

Наравне со средним показателем по отрасли

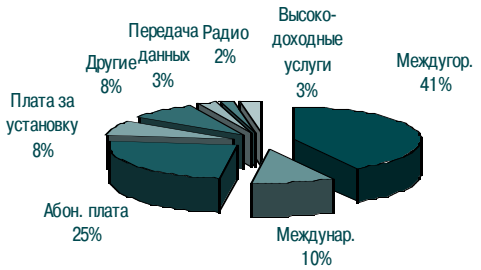
Фиксированная телефонизация, %



Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Регулируемые виды услуг доминируют

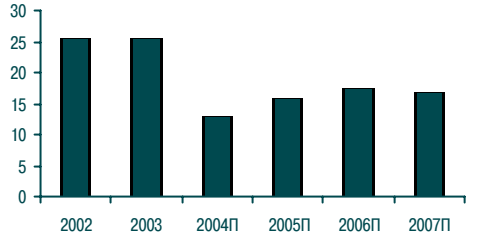
в структуре выручки ЮТК



Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Рост дальнего графика за счет туристов

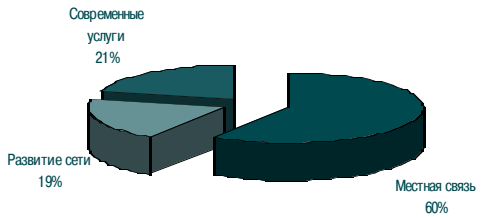
Изменение дальнего трафика за год, %



Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Инвестиции уходят на традиционные услуги

Структура инвестиций ЮТК в 2004 г.



Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Монополист фиксированной связи в небогатом регионе

Недостаточная развитость региона ограничивает потенциал роста

Факторы роста выручки

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Изменение макро факторов за год, %						
Рост ВВП	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Рост реальных доходов населения	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Число абонентов, млн						
Население	2,72	2,97	3,26	3,57	3,74	3,81
Компании	0,40	0,44	0,48	0,52	0,55	0,56
Государственные структуры	0,20	0,22	0,24	0,26	0,27	0,28
Телефонизация в регионе, %	17,7	19,4	21,2	23,3	24,4	24,8
Структура выручки, млн долл.						
Выручка от услуг местной связи	83	90	142	266	361	384
Выручка от подключения	25	47	65	53	15	2
Выручка от междугородной связи	154	217	271	309	340	358
Выручка от международной связи	33	41	47	50	51	51
Интернет и передача данных	12	16	20	24	28	33
Прочие доходы	57	62	76	92	96	101
Высокодоходные услуги	14	21	33	49	64	67
Итого выручка	379	492	655	844	955	995
Рост тарифов за год, %						
Международная связь	10	10	0	(5)	(5)	(5)
Междугородная связь	10	10	0	(8)	(8)	(8)
Месчная плата за местную связь	58	29	30	25	13	6
Местная плана за установку	95	18	14	(40)	(50)	(75)
Рост трафика за год, %						
Международная связь	8	8	4	6	6	6
Междугородная связь	26	25	13	16	17	17

Низкий уровень телефонизации региона создает потенциал роста абонентской базы, однако низкий уровень доходов на душу населения в Южном фед. округе ограничивает рост спроса на услуги связи

Стабильное повышение тарифов на местную связи до 7 долл. в 2007 г. и отмена всех льгот для абонентов с 2005 г. приведет к росту выручки от местной связи

Большое количество туристов в сезон отпусков обеспечивает компании высокую выручку от исходящего междугородного трафика

Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Относительно недооцененная компания

Сравнительная оценка

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002П	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002П	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/AL* 2002
Российские операторы фиксированной связи															
ВолгаТелеком	Россия	2,71	827	905	28,7	20,9	11,1	7,1	6,8	4,9	3,7	2,7	1,5	1,8	233
ЦентрТелеком	Россия	0,36	712	987	neg	18,2	12,9	7,8	6,3	5,1	4,2	2,8	1,1	1,5	175
Сев.-Зап. Телеком	Россия	0,577	502	596	18,5	17,0	13,8	5,1	5,7	5,6	4,8	2,7	1,2	1,1	175
ЮТК	**Россия**	**0,09**	**336**	**661**	**10,2**	**10,6**	**14,7**	**6,5**	**6,3**	**4,4**	**3,9**	**2,7**	**0,7**	**0,8**	**200**
СибирьТелеком	Россия	0,05	700	850	30,0	14,9	13,1	6,1	7,1	5,6	4,7	2,6	1,2	1,6	247
Дальсвязь	Россия	1,15	110	164	47,3	12,6	3,4	4,9	4,9	3,7	3,1	2,1	0,5	0,6	150
В среднем		**-**	**-**	**-**	**27,9**	**18,1**	**13,0**	**7,1**	**6,8**	**5,3**	**4,4**	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**253**
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Telefonos de Mexico	Мексика	1,7	22 055	25 851	13,1	10,5	10,8	10,2	5,0	4,6	4,7	4,7	2,2	3,0	1 789
Lietuvos Telekomas	Литва	0,7	577	708	23,4	32,0	26,7	24,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,3	756
TT&T	Тайланд	0,1	328	974	22,9	отр.	-	-	18,6	9,4	9,4	7,7	1,9	1,0	649
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,37	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
В среднем					**18,4**	**18,8**	**17,1**	**16,7**	**7,2**	**5,7**	**5,2**	**5,0**	**1,9**	**1,7**	**856**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	875
British Telecom	Великобритания	100,1	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8	680
В среднем		**-**	**-**	**-**	**отр.**	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**	**902**

*AL абонентская линия

Источники: РТС, Bloomberg, оценка НИКойла

Монополист фиксированной связи в небогатом регионе

Рост показателей за счет выравнивания тарифов

Финансовые показатели

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Рост выручки	-	30,0	32,9	28,9	13,2	4,1
Норма EBITDA, %	29,1	31,5	26,2	30,6	33,0	33,7
Рост EBITDA, %	-	40,6	10,7	50,6	22,1	6,3
EBITDA на акцию, долл.	0,04	0,05	0,06	0,09	0,11	0,11
Норма чистой прибыли, %	10,0	7,1	3,5	7,4	9,5	9,7
Прибыль на акцию, долл.	0,008	0,008	0,006	0,013	0,025	0,030
Рост прибыли на акцию, %	-	(3,6)	(28,4)	127,6	89,1	19,8

Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Рост выручки замедляется в результате усиления конкуренции, снижения тарифов на дальнюю связь и стабилизации тарифов на местную связь

Выравнивание тарифов и контроль над затратами позволит компании улучшить рентабельность

Увеличение долгосрочной задолженности

Балансовые показатели, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Основные фонды, нетто	519	629	820	946	1 028	1 078
Прочие внеоборотные активы	22	27	42	60	80	100
Внеоборотные активы	**541**	**655**	**862**	**1 006**	**1 108**	**1 178**
Дебиторская задолженность	27	40	50	61	62	56
Прочие оборотные средства	42	45	59	46	79	83
Денежные средства и эквиваленты	7	46	4	22	13	66
Оборотные активы	**76**	**132**	**113**	**129**	**155**	**205**
Итого активы	**616**	**787**	**975**	**1 135**	**1 263**	**1 382**
Акционерный капитал	96	96	96	96	96	96
Нераспределенная прибыль	295	325	344	405	489	577
Итого собственный капитал	**390**	**420**	**440**	**500**	**585**	**672**
Доля меньшинства	5	8	12	27	47	68
Доля процентных займов к погашению	83	50	69	120	120	150
Прочие краткосрочные обязательства	70	90	114	144	163	169
Иого текущие пассивы	**153**	**140**	**183**	**264**	**283**	**319**
Процентные займы без доли к погашению	47	195	316	316	316	286
Долгосрочные обязательства	22	23	24	28	32	37
Итого пассивы	**69**	**218**	**340**	**343**	**348**	**323**
Собст. капитал, доля меньшинства и пассивы	**616**	**787**	**975**	**1 135**	**1 263**	**1 382**

Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Денежная позиция останется низкой из-за общирной инвестиционной программы

ЮТК необходимо привлечь дополнительное внешнее финансирование на модернизацию и развитие сети

Тарифы способствуют росту выручки

Показатели отчет о прибылх, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**379**	**492**	**655**	**844**	**955**	**995**
Себестоимость реализации (включая амортизацию)	(346)	(427)	(591)	(710)	(778)	(810)
Износ и амортизация	(77)	(90)	(108)	(124)	(138)	(150)
EBITDA	**110**	**155**	**172**	**258**	**315**	**335**
EBIT	33	65	63	134	177	185
Прибыль до налогов	65	54	39	111	158	168
Налоги	(24)	(16)	(12)	(33)	(47)	(51)
Доля меньшинства	(3)	(3)	(4)	(15)	(20)	(21)
Чистая прибыль (убыток)	**38**	**35**	**23**	**63**	**91**	**96**

Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Балансирование тарифов и новая система расчетов за междугородную связь с Ростелекомом, которая предполагает платежи за входящий междугородный трафик, позволит компании увеличить выручку

Новая система расчетов за междугородную связь увеличит платежи ЮТК Ростелекому за исходящий трафик, что приведет к росту затрат и негативно отразится на норме EBITDA ЮТК

Монополист фиксированной связи в небогатом регионе

Рост операционных денежных потоков

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль до налогов и доли меньшинства	60	54	39	111	158	168
Износ и амортизация	77	90	108	124	138	150
Корректировки денежного потока от операций	(31)	16	31	32	29	26
Изменение в нетто оборотном капитале	(11)	7	6	35	(20)	1
Денежные средства от операций	(32)	(94)	(63)	(82)	(88)	(85)
Денежные потоки от операций, нетто	**64**	**73**	**121**	**220**	**217**	**261**
Денежные потоки от инвестиций	**(34)**	**(144)**	**(300)**	**(250)**	**(220)**	**(200)**
Денежные потоки от финансирования	**(28)**	**111**	**137**	**48**	**(6)**	**(9)**
Рост (сокращение) ден. средств и эквивалентов, нетто	(1)	39	(42)	18	(9)	52
Ден. средства и эквиваленты на начало периода	8	7	46	4	22	13
Ден. средства и эквиваленты на конец периода	**7**	**46**	**4**	**22**	**13**	**66**

Скудный денежный поток от операций заставляет ЮТК привлекать внешнее финансирования для обеспечения развития

Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Справедливо оцененная компания

Оценка ДДП ЮТК, млн долл.

	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
EBIT	65	63	134	177	185	170	188	182	177	174
EBIT за вычетом налогов	46	44	94	124	129	119	132	127	124	121
Износ и амортизация	90	108	124	138	150	163	175	188	200	213
Денежный поток без учета задолженности	135	153	218	262	280	282	307	315	325	335
Капитальные затраты	(150)	(300)	(250)	(220)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
Изменение оборотного капитала	(13)	(16)	(20)	(12)	(4)	(1)	(4)	(5)	(5)	(6)
Дивиденды по привилегированным акциям	(5)	(3)	(2)	(6)	(9)	(10)	(9)	(10)	(10)	(10)
Св. ден. поток для владельцев обыкн. акций	**(33)**	**(167)**	**(54)**	**24**	**67**	**71**	**94**	**101**	**109**	**118**
Средневзвешенная стоимость капитала, %		**13,3**								
Приведенная стоимость свобоного ден. потока		82								
Рост по окончанию прогнозного периода, %		2								
Текущая остаточная стоимость		449								
EV		531								
Долг, нетто		199								
Стоимость собственного капитала		332								
Цена на основе анализа ДДП		**0,11**								

Источники: ЮТК, оценка НИКойла

Анализ чувствительности ДДП

Рост, %	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
WACC*, %					
11,0	0,18	0,20	0,22	0,24	0,26
11,5	0,16	0,17	0,19	0,21	0,23
12,0	0,14	0,15	0,16	0,18	0,19
12,5	0,12	0,13	0,14	0,15	0,17
13,0	0,10	0,11	0,12	0,13	0,14
13,3	0,10	0,10	0,11	0,12	0,13
14,0	0,08	0,08	0,09	0,10	0,11
14,5	0,06	0,07	0,08	0,08	0,09
15,0	0,05	0,06	0,06	0,07	0,08

* средневзвешенная стоимость капитала

ЮТК – описание компании

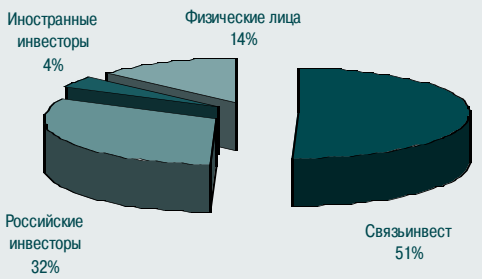
Крупнейший оператор фиксированной связи на юге России. ЮТК почти является монополистом на рынке фиксированной связи юга России, предоставляя телекоммуникационные услуги 3,6 млн абонентов. Компания контролирует 95% рынка фиксированной связи в регионе и является основным провайдером услуг дальней связи (68% рынка).

Относительно бедный регион. Юг России характеризуется преобладанием сельского хозяйства в экономике, самым низким развитием городов и скудными доходами на душу населения. Из десяти регионов только три (Ростовская область, Краснодарский Край и Волгоградская область) обеспечивают высокий доход ЮТК (фактически львиную его долю), тогда как Кабардино-Балкария, Адыгея, Осетия, Калмыкия и Карачаево-Черкессия отличаются очень низким уровнем жизни населения.

Связьинвест контролирует ЮТК. Государственный холдинг Связьинвест владеет контрольным пакетом акций (51%) в ЮТК.

Контрольный пакет у Связьинвеста

Структура акционеров Южтелекома



Источники: Связьинвест, ЮТК, оценка НИКойла

Благодаря консолидации на рынке появится новый лидер

Инвестиционное резюме

Потенциал роста и привлекательная оценка при возросшей неопределенности в отношении консолидации. В случае консолидации на базе МГТС всех активов фиксированной связи Системы Телеком, МГТС превратится из оператора, преимущественно оказывающего услуги местной связи населению, в диверсифицированную телекоммуникационную компанию, обслуживающую самые различные категории клиентов. Мы высоко оцениваем вероятность такой консолидации, однако признаем, что привлекательность МГТС зависит от условий ее проведения, которые пока не определены. Неясность в отношении консолидации заставляет нас присвоить рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" на акции МГТС.

Позитивные факторы

Консолидация и диверсификация началась. Преобразование МГТС в диверсифицированную телекоммуникационную компанию фиксированной связи существенно повлияет на операционные и финансовые показатели.

Первичное размещение акций МГТС может произойти в 2004–2005 гг. Система ведет переговоры о покупке доли Связьинвеста в МГТС, что позволит МГТС провести первичное размещение своих акций на мировом рынке.

Москва – лучший российский рынок. МГТС работает в самом густонаселенном и богатом регионе России.

Рост выручки обусловлен ростом тарифов. Повышения тарифов в 2001–2002 гг. привели к росту выручки компании. В 2004 г. ожидается новое повышение и выравнивание тарифов.

Компанию возглавил опытный менеджер. Акционеры МГТС недавно назначили на пост генерального директора компании бывшего президента МТС Михаила Смирнова.

Недооцененная компания. На основании относительной оценки акции МГТС недооценены.

Негативные факторы

Неопределенность в отношении планов консолидации. Окончательные условия консолидации активов Системы Телеком пока не определены.

Потенциал роста абонентской базы ограничен. Уровень телефонизации в Москве достиг 50%, что ограничивает потенциал роста абонентской базы МГТС.

Низкий уровень корпоративного управления. Корпоративное управление в компании должно быть приведено в соответствие с международными стандартами до проведения первичного размещения.

Большие потребности в инвестициях. Телефонная сеть МГТС устарела и нуждается в больших капитальных инвестициях.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	+	Рост спроса на услуги связи
Перспективы	–	Риски консолидации
Оценка	=	Недооценка по отношению к конкурентам; на уровне оценки, сделанной на основе анализа ДДП
Ликвидность	–	Низкая ликвидность

Рекомендация
ДЕРЖАТЬ

Цена, долл.*	14,95	Цель, долл.	13,00
52 нед. макс	15,025	52 нед. мин.	6,95
Рын. кап.***	1 328	Всего акций, млн.	95,80
P/S	2,6	P/B	1,0
Reuters	MGTS.RTS	Bloomberg	MGTS$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,61	0,76	1,16	1,57
P/E	22,8	18,2	12,0	8,8
EV/EBITDA	7,7	6,3	4,9	4,1

*Средняя цена, **млн долл., ***долл./акция

Источники: РТС, оценка НИКойла

Консолидация способствует росту рентабельности

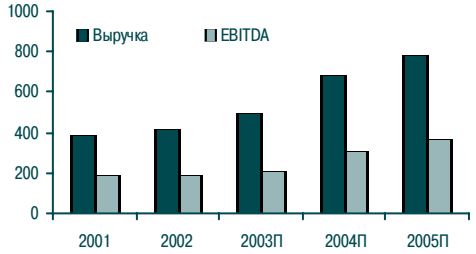
Ключевые факторы, %

	2001	2002	2003П	2004П
Норма EBITDA	48,3	45,7	43,0	45,0
Норма EBIT	31,8	29,9	27,0	30,0
Норма чистой прибыли	14,2	13,9	12,0	16,0
Прибыль на акцию, долл.	0,69	0,73	0,72	1,40

Источники: МГТС, оценка НИКойла

Рост прибыльности

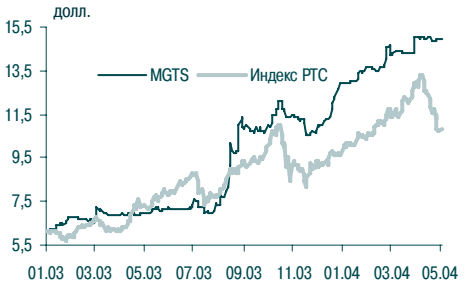
Выручка и EBITDA, млн долл.



Источники: МГТС, оценка НИКойла

Потенциал роста реализован

Котировки акций МГТС и индекс РТС



Источники: РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

Благодаря консолидации на рынке появится новый лидер

Основные позитивные факторы

Консолидация и диверсификация началась. Система – это высокодиверсифицированный российский холдинг, которому принадлежат самые разные активы – от нефтяных до телекоммуникационных. Холдинг планирует на базе Комстара (основным акционером которого будет МГТС) провести консолидацию своих альтернативных операторов фиксированной связи. Объединенный оператор будет контролировать Комстар, МТУ-Информ, Голден Лайн, Телмос и МТУ-Интел. В настоящее время МГТС является крупнейшей в России телекоммуникационной компанией фиксированной связи и обладает самой большей городской телефонной сетью. В результате консолидации МГТС будет преобразована в холдинговую компанию, имеющую большой пакет акций Комстара. На долю консолидированных компаний будет приходиться 42% всей выручки МГТС. МТУ-Информ будет контролировать порядка 40% всего московского рынка альтернативной телефонной связи и большую долю рынка голосовой связи, рынка услуг по передаче данных, а также рынка связи с использованием коммутируемых линий. После консолидации МГТС по размеру и структуре бизнеса будет сопоставима с иностранными компаниями сектора.

Первичное размещение акций МГТС может произойти в 2004 г. Начиная с 2000 г., АФК "Система" строит масштабные планы по проведению первичного размещения АДР 3-го уровня МГТС на Нью-йоркской фондовой бирже. Однако Связьинвест – второй по величине акционер МГТС – выступал против первичного размещения из-за опасений потерять блокирующий пакет акций. Сейчас Система ведет переговоры со Связьинвестом о покупке 28% акций МГТС. Если Система приобретет этот пакет акций, то у МГТС появятся шансы на проведение первичного размещения в 2004-2005 гг.

Москва – лучший российский рынок. МГТС работает в Москве, самом густонаселенном и богатом регионе России. Численность населения Москвы составляет 9 млн человек, а доход на душу населения – 600 долл., что в 4,6 раза больше среднего показателя по России. Кроме того, МГТС обслуживает львиную долю самых высокодоходных клиентов – корпоративных клиентов. Альтернативные операторы связи широко используют фиксированные линии МГТС для предоставления услуг своим клиентам из числа представителей малого бизнеса. Это составляет конкурентное преимущество МГТС. После консолидации влияние МГТС на московский рынок связи также возрастет. Пользуясь своим монопольным положением, МГТС намерена пересмотреть свои соглашения с альтернативными операторами связи. Таким образом, если это произойдет, консолидированная финансовая отчетность МГТС улучшится.

Компанию возглавил опытный менеджер. Недавно акционеры МГТС избрали Михаила Смирнова – бывшего президента МТС – генеральным директором МГТС. Мы считаем, что столь опытный руководитель сможет существенно повысить управленческий уровень в компании. Назначение такого сильного руководителя, как Смирнов, на пост главы МГТС свидетельствует о том, что намерения Системы консолидировать все телекоммуникационные активы на базе МГТС будут реализованы.

Недооцененная компания. Исходя из сравнительной оценки МГТС является недооцененной компанией с большим потенциалом роста за счет увеличения объема традиционных и современных услуг, предоставляемых дочерними компаниями МГТС. Однако риски консолидации заставляют нас подтвердить нашу рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" на акции МГТС.

Основные негативные факторы

Неопределенность в отношении планов консолидации. В конце 2003 г. Владимир Лагутин, президент Системы Телеком, объявил о том, что МГТС не получит контрольного пакета акций объединенного альтернативного оператора, создаваемого на базе активов Системы. Если так и произойдет, МГТС не сможет консолидировать в финансовую отчетность цифровые телекоммуникационные активы, которые, по оценкам, могут обеспечивать компании до 42% выручки. И хотя заявление Лагутина пока нельзя рассматривать как окончательное, неопределенность относительно планов консолидации Системы усиливается.

Потенциал роста ограничен. Уровень телефонизации в Москве достиг 50%, что ограничивает потенциал роста абонентской базы МГТС. Дальнейший рост числа телефонных линий на 2–3% в год является недостаточным для повышения объема выручки компании. Однако консолидация позволит повысить финансовые показатели МГТС, что произойдет благодаря росту объема современных услуг, спрос на которые в Москве по-прежнему имеется.

Диверсификация бизнеса

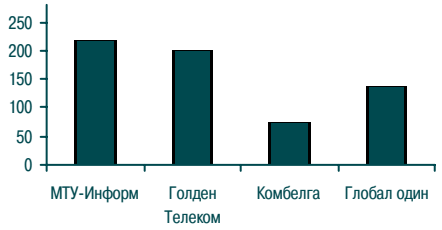
Альтернативные телекоммуникационные активы АФК "Система"

Компания	Бизнес	Доля МГТС	"Система" и дочерние компании
МТУ-Информ	Альтернативный оператор	51%	49%
Телмос	Альтернативный оператор	40%	40%
МТУ-Интел	Интернет-услуги	25,5%	74,5%
Golden Line	Магистральные сети	-	100%
Комстар	Альтернативный оператор	50%	50%

Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Будет создан крупный оператор

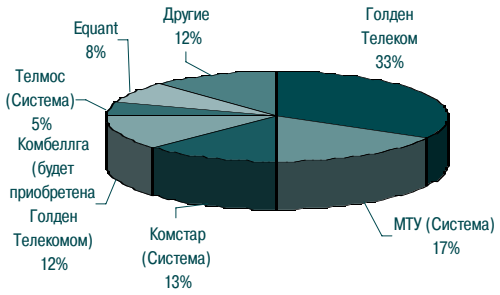
Выручка альтернативных операторов в 2002 г., млн долл.



Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Сильная позиция АФК "Система" на рынке

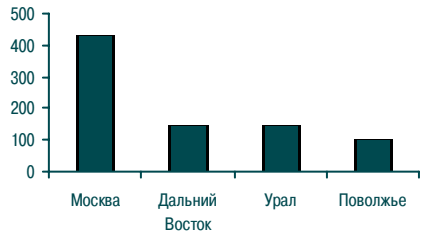
Распределение трафика голосовой связи в Москве



Источники: данные компаний, оценка НИКойла

Москва – богатейший регион

Доход на душу населения по федеральным округам, долл.



Источники: Госкомстат, оценка НИКойла

Благодаря консолидации на рынке появится новый лидер

Рост за счет консолидации и спроса

Факторы роста выручки

	2000	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Макро факторы								
Рост ВВП за год, %	8,3	5,0	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен, %	20,2	18,6	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Рост доходов населения за год, %	13,4	9,8	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Рыночные факторы								
Население Москвы, млн чел.	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Степень телефонизации, %	46,6	47,3	48,3	49,2	50,1	50,9	51,5	52,0
Число абонентских линий, млн	4,19	4,25	4,33	4,40	4,49	4,56	4,61	4,66
Действующие абонентские линии, млн	4,01	4,07	4,16	4,23	4,31	4,37	4,43	4,47
Коэффициент загрузки, %	96	96	96	96	96	96	96	96
Доли различных видов абонентов, % :								
Население	82,3	82,3	82,0	82,0	82,0	82	82	82
Бизнес	11,8	11,8	12,0	12,0	12,0	12,3	12,6	13
Государственные учреждения	5,9	5,9	6,0	6,0	6,0	5,7	5,4	5
Финансовые факторы								
Абонентская плата в месяц, средний курс долл. за год								
Бизнес	5,9	5,7	5,3	5,4	5,8	6,0	6,0	6,0
Государственные учреждения	2,0	2,3	4,0	4,1	5,0	5,5	6,0	6,0
Население	1,4	1,9	2,5	4,4	5,0	5,5	6,0	6,0
Плата за подключение, долл.								
Бизнес	235	268	286	292	300	300	300	300
Государственные учреждения	117	211	286	292	300	300	300	300
Население	117	160	190	205	250	300	300	300
Показатели прибыли								
Норма EBITDA, %	50	48	46	43	45	47	47	47
Норма EBIT, %	36	32	30	27	30	33	33	32
Норма чистой прибыли, %	3	14	14	12	16	20	21	21
Прибыль на акцию, долл.	0,12	0,69	0,61	0,76	1,16	1,57	2,31	2,46

Высокий уровень телефонизации ограничивает рост абонентской базы

Мы полагаем, что перекрестное субсидирование будет ликвидировано в 2004 - 2005 гг.

Рост рентабельности в результате консолидации

Источники: МГТС, оценка НИКойла

Заметная недооценка

Сравнительная оценка МГТС, российских и международных компаний отрасли

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/линия, долл. 2002
МГТС	Россия	**14,95**	**1 328**	**1 461**	**22,8**	**18,2**	**12,0**	**8,8**	**7,7**	**6,3**	**4,9**	**4,1**	**2,6**	**1,0**	**337**
В среднем по Связьинвесту		**-**	**-**	**-**	**27,9**	**18,1**	**13,0**	**7,1**	**6,8**	**5,3**	**4,4**	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**253**
Развивающиеся рынки															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Telefonos de Mexico	Мексика	1,7	22 055	25 851	13,1	10,5	10,8	10,2	5,0	4,6	4,7	4,7	2,2	3,0	1 789
Lietuvos Telekomas	Литва	0,7	577	708	23,4	32,0	26,7	24,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,3	756
TT&T	Таиланд	0,1	328	974	22,9	отр.	-	-	18,6	9,4	9,4	7,7	1,9	1,0	649
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,4	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	**n/a**	2,6	-	429
В среднем		**-**	**-**	**-**	**18,4**	**18,8**	**17,1**	**16,7**	**7,2**	**5,7**	**5,2**	**5,0**	**1,9**	**1,7**	**856**
Развитые рынки															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	875
British Telecom	Великобритания	100,1	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8	680
В среднем		**-**	**-**	**-**	отр.	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**	**902**

Источники: Bloomberg, РТС, оценка НИКойла

Благодаря консолидации на рынке появится новый лидер

Значительный рост активов

Балансовые показатели, млн долл.

	2000	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Денежные средства и эквиваленты	21	31	43	97	170	208	313	455
Дебиторская задолженность, нетто	40	62	66	80	96	109	122	128
Запасы	14	12	12	34	35	36	39	41
Прочие оборотные средства	9	4	5	5	7	8	9	9
Оборотные средства	**85**	**110**	**126**	**216**	**307**	**361**	**483**	**633**
Основные фонды, нетто	767	839	880	962	1 203	1 270	1 335	1 397
Прочие внеоборотные активы	138	138	133	56	80	99	112	116
Внеоборотные активы	**905**	**976**	**1 013**	**1 018**	**1 282**	**1 369**	**1 447**	**1 513**
ВСЕГО АКТИВЫ	**990**	**1 086**	**1 139**	**1 234**	**1 590**	**1 730**	**1 930**	**2 146**
Кредиторская задолженность, нетто	41	46	82	54	75	86	98	104
Краткосрочная задолженность	175	69	42	42	42	42	42	42
Прочая краткосрочная задолженность	35	34	42	31	70	58	58	59
ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	**252**	**150**	**165**	**127**	**186**	**186**	**198**	**204**
Долгосрочная задолженность	28	158	106	225	215	217	219	220
Прочая долгосрочная задолженность	117	120	149	83	79	43	26	25
Долгосрочные обязательства	**145**	**278**	**415**	**438**	**500**	**475**	**482**	**493**
ВСЕГО ПАССИВЫ	**397**	**428**	**580**	**566**	**687**	**661**	**679**	**697**
Доля меньшинства	**43**	**56**	**71**	**92**	**113**	**134**	**155**	**176**
ИТОГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	**549**	**602**	**652**	**703**	**976**	**1 121**	**1 294**	**1 478**
ИТОГО ПАССИВЫ И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	**990**	**1 086**	**1 139**	**1 234**	**1 590**	**1 730**	**1 930**	**2 146**

Источники: МГТС, оценка НИКойла

Консолидация нескольких альтернативных операторов существенно увеличивает основные фонды и акционерный капитал

Долгосрочная задолженность сохранится на уровне 200 млн долл.

Консолидация увеличит выручку

Отчет о прибылях, млн долл.

	2000	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**315**	**388**	**418**	**495**	**680**	**783**	**890**	**946**
Себестоимость реализации	203	264	293	364	478	528	598	645
EBIT	**112**	**123**	**125**	**132**	**203**	**255**	**292**	**301**
Износ и амортизация	44	64	66	81	102	114	127	140
EBITDA	**156**	**187**	**191**	**213**	**304**	**369**	**418**	**441**
Чистый расход на финансирование	28	23	23	27	26	20	18	12
Прибыль до налогов	84	101	102	105	176	235	274	289
Налоги	(1)	31	22	26	44	59	69	72
Доля меньшинства	12	15	21	21	21	21	21	21
Чистая прибыль	**9**	**55**	**58**	**58**	**112**	**155**	**185**	**196**

Источники: МГТС, оценка НИКойла

После присоединения консолидированный оператор будет обеспечивать 42% выручки МГТС

Благодаря консолидации на рынке появится новый лидер

Мощные операционные денежные потоки

Отчет о денежных потоках, млн долл.

	2000	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Операционные денежные потоки								
Чистая прибыль	9	55	58	58	112	155	185	196
Износ и амортизация	44	64	66	81	102	114	127	140
Прочие неденежные статьи	78	(2)	17	(27)	9	(30)	(7)	17
Операционные денежные потоки, нетто	**132**	**117**	**141**	**112**	**223**	**239**	**305**	**352**
Денежные потоки от инвестиций								
Денежные средства на приобретения	5	(12)	(7)	-	-	-	-	-
Приобретение основных фондов	(83)	(95)	(78)	(110)	(170)	(180)	(190)	(200)
Прочие	(5)	9	8	-	-	-	-	-
Чистый денежный поток от инвестиций	**(83)**	**(97)**	**(76)**	**(110)**	**(170)**	**(180)**	**(190)**	**(200)**
Денежные потоки от финансирования								
Доходы от заимствований	38	167	45	100	60	60	60	60
Выплаты по долгу	(81)	(169)	(92)	(42)	(31)	(70)	(58)	(58)
Выплаты дивидендов	(1)	(5)	(5)	(6)	(9)	(10)	(12)	(12)
Чистый денежный поток от финансирования	**(44)**	**(8)**	**(52)**	**52**	**20**	**(20)**	**(10)**	**(11)**
Денежный поток	4	10	12	54	72	39	105	142
Изменение денежной позиции	**18**	**21**	**31**	**43**	**97**	**170**	**208**	**313**
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	**21**	**31**	**43**	**97**	**170**	**208**	**313**	**455**

Источники: МГТС, оценка НИКойла

Операционный денежный поток растет за счет консолидированных компаний, начиная с 2004 г.

МГТС – описание компании

Лидер российского рынка. МГТС – крупнейшая в России городская фиксированная телефонная сеть, предоставляющая широкий спектр современных телекоммуникационных услуг. Компания проводит установку проводных и беспроводных телефонов, монтаж и обслуживание местных телекоммуникационных сетей, общественных таксофонов и цифровых сетей, включая создание сетей пакетной передачи данных на дальние расстояния и за границу.

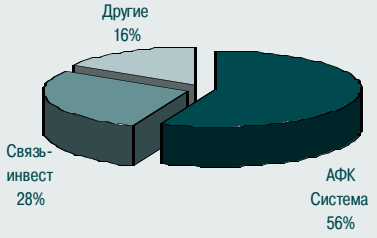
Крупные акционеры. Основные акционеры МГТС – крупная российская компания АФК "Система" (56% акций) и государственный телекоммуникационный холдинг Связьинвест (28% акций).

Крупная компания на прибыльном рынке. По численности связанных друг с другом абонентов МГТС входит в десятку крупнейших мировых телефонных сетей. В 2003 г. телефонная сеть МГТС превысила 4,3 млн номеров.

МГТС – центр консолидации. АФК "Система" – высокодиверсифицированный российский холдинг, которому принадлежат активы в различных секторах экономики: от нефтяных компаний до телекоммуникационных, – намерен провести консолидацию альтернативных операторов связи на базе одной из крупнейших телекоммуникационных компаний фиксированной связи и крупнейшей в стране городской телефонной сети – МГТС.

Система – основной акционер

Структура акционеров МГТС



Источники: МГТС, оценка НИКойла

Колосс на глиняных ногах

Долгосрочные перспективы неоднозначны

Инвестиционное резюме

Неоднозначные фундаментальные показатели. Доля рынка и выручка Ростелекома снижаются, что обусловлено усилением конкуренции со стороны альтернативных операторов на рынке услуг междугородной и международной связи. Несмотря на то что изменение системы расчетов с межрегиональными телекоммуникационными компаниями может поддержать выручку Ростелекома, долгосрочные перспективы компании неоднозначны. Ростелеком переоценен по отношению к иностранным конкурентам и имеет низкий уровень диверсификации бизнеса компании. Наша справедливая оценка акций Ростелекома, сделанная на основе анализа ДДП и составляющая 1,30 долл. за акцию, отражает долгосрочные перспективы развития компании и подтверждает нашу рекомендацию "СОКРАЩАТЬ" на акции Ростелекома.

Негативные факторы

Усиление конкуренции на рынке междугородной связи. Альтернативные операторы связи усиливают свои позиции на рынке, что грозит сокращением рыночной доли Ростелекома.

Сокращение выручки от международных операторов. Выручка от международных операторов связи продолжает снижаться, хотя данный фактор несколько компенсируется снижением выплат этим операторам.

Низкая степень диверсификации бизнеса. Позиции Ростелекома ослаблены отсутствием выхода на конечных абонентов, а также тем, что компания в основном предоставляет услуги дальней связи.

Межрегиональные компании связи получат доступ на рынок междугородной связи. Расширение лицензий межрегиональных компаний позволяет им оказывать услуги междугородной связи.

Отсутствие долгосрочной стратегии. Похоже, Ростелеком не готов конкурировать с другими компаниями отрасли после реформирования телекоммуникационного сектора.

Прогноз цены на основании долгосрочных финансовых показателей. Ухудшение фундаментальных показателей Ростелекома заставляет нас больше доверять оценке компании на основе анализа дисконтированных денежных потоков. Наш прогноз цены акции на основе анализа ДДП составляет 1,30 долл.

Позитивные факторы

Новая расчетная система. Новая расчетная система, введенная с августа 2003 г., повысит прозрачность расчетов за услуги междугородной связи.

Реструктуризация активов. Продажа РТК-Лизинг в 2003 г. положительно повлияла на финансовое положение компании.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	–	Рост конкуренции со стороны альтернативных операторов
Перспективы	+	Новая система расчетов за междугородную связь
Оценка	–	Переоценка относительно мировых компаний и на основе анализа ДДП
Ликвидность	+	АДР второго уровня обращаются на NYSE

Рекомендация
СОКРАЩАТЬ

Цена, долл.*	2,22	Цель, долл.	1,30
52 нед. макс	2,64	52 нед. мин.	1,435
Рын. кап.***	2 019	Всего акций, млн.	971,53
P/S	2,1	P/B	0,9
Reuters	RTKM.RTS	Bloomberg	RTKM$ RU

	2002	2003П	2004П	2005П
EPS***	0,04	0,05	0,08	0,08
P/E	54,3	38,0	26,4	25,2
EV/EBITDA	6,2	5,9	5,1	5,0

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

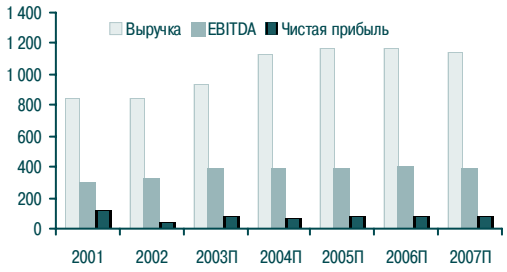
Источники: РТС, оценка НИКойла

Операционные показатели
Ключевые факторы, %

	2001	2002	2003П	2004П
Рост выручки	(1,4)	0,4	11,1	20,5
Норма валовой прибыли	38,1	38,7	40,8	34,5
Рост EBITDA	25,3	11,3	17,2	1,9
Норма чистой прибыли	(7,2)	4,4	8,5	6,0
Рост прибыли на акцию	-	(81,5)	43,0	43,7

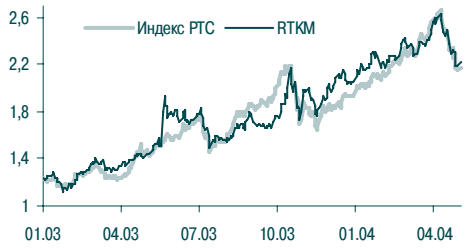
Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Рост выручки вводит в заблуждение
Финансовые результаты, млн долл., 2001-2007П



Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Необоснованный рост
Акции Ростелекома, долл., и индекс РТС



Источник: РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

Колосс на глиняных ногах. Долгосрочные перспективы неоднозначны

Основные негативные факторы

Усиление конкуренции со стороны операторов дальней связи. Ряд альтернативных операторов связи (Голден Телеком, Комстар) уже предоставляют потребителям услуги комплексной связи, в том числе услуги междугородной и международной связи, лучшего, чем Ростелеком, качества и по более низким тарифам. Ожидается, что конкуренция вызовет сокращение рыночной доли Ростелекома. Вследствие неконкурентоспособных тарифов и отсутствия стратегии выручка компании в Москве сократилась. Ростелеком рискует потерять наиболее ценных корпоративных клиентов, которые могут уйти к конкурентам. Об усилении конкуренции свидетельствует сокращение доли выручки от международной связи в структуре доходов Ростелекома. После вступления России в ВТО и прихода на российский рынок международных компаний связи конкуренция в отрасли еще более усилится.

Низкая степень диверсификации бизнеса. Ростелеком является оператором для операторов, и от передачи междугородного и международного трафика Ростелеком получает 82% выручки. У компании нет прямого выхода на конечных абонентов – даже на прибыльном московском рынке Ростелеком предоставляет услуги с использованием сети МГТС, так как сам не имеет инфраструктуры "последней мили". Дополнительной проблемой Ростелекома является устаревшее оборудование МГТС.

Сокращение выручки от международных операторов. Впервые за несколько лет Ростелеком продемонстрировал увеличение входящего трафика международной связи – на 12% в 2002 г. относительно 2001 г. В то же время компания зарегистрировала 20-процентное падение выручки от международных операторов связи, которое было вызвано снижением международной расчетной таксы. Одновременно с этим плата за пользование услугами международных операторов снизилась на 18% по сравнению соответствующим прошлогодним показателем, что позволило компании сократить операционные издержки.

Межрегиональные компании связи получат доступ на рынок междугородной связи. Недавно Министерство связи приняло решение о расширении лицензий межрегиональных операторов связи, что позволяет им оказывать услуги междугородной связи. Теперь у межрегиональных компаний связи появилось конкурентное преимущество, так как расширенные лицензии разрешают им не прибегать к помощи Ростелекома для передачи трафика внутри макрорегионов. Генеральный директор Связьинвеста Валерий Яшин заявил, что межрегиональные компании связи, возможно, будут предоставлять свои услуги в пределах своих макрорегионов независимо от Ростелекома. По его словам, холдинг постепенно готовит Ростелеком к либерализации рынка дальней связи. Однако межрегиональным компаниям связи все же понадобится несколько лет для того, чтобы составить конкуренцию Ростелекому на макрорегиональном уровне.

Привлекательная сравнительная оценка. На основе сравнительной оценки Ростелеком выглядит привлекательно, но эта оценка должна быть дисконтирована в связи с отсутствием диверсификации бизнеса. Ухудшение операционных показателей компании заставляет нас игнорировать кажущуюся привлекательность рыночных коэффициентов и больше доверять оценке компании на основе анализа дисконтированных денежных потоков. Наш прогноз цены акции на основе анализа ДДП составляет 1,30 долл.

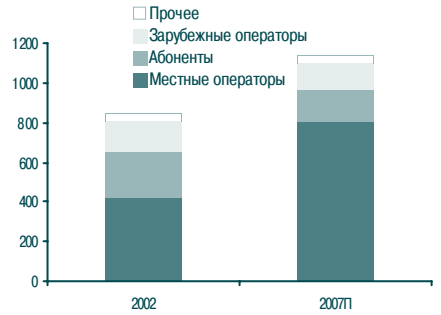
Основные позитивные факторы

Новая система расчетов. Начиная с 1 августа 2003 г. Ростелеком применяет новую систему расчетов с межрегиональными компаниями связи за междугородный трафик. В соответствии с нынешней системой, региональные компании связи платят Ростелекому только так называемую интегральную расчетную таксу, которая представляет собой плату за исходящий трафик междугородной связи. При этом региональные компании не получают от Ростелекома платы за терминацию входящего трафика междугородной связи в регионе. Новая система предусматривает следующие виды платежей Ростелекому со стороны региональных компаний: тариф за передачу трафика (линейная расчетная такса) и тариф за терминацию (оконечная расчетная такса). Ростелеком будет оплачивать региональным компаниям терминацию звонков. Таким образом, новая система приведет к увеличению выручки и расходов Ростелекома. При этом операционная прибыль компании почти не изменится, а норма EBITDA сократится на 2-3%. В долгосрочной перспективе введение новой системы положительно повлияет на финансовые показатели Ростелекома, так как данная система расчетов не позволяет региональным телекоммуникационным компаниям предоставлять ложную информацию о размерах трафика дальней связи. В будущем Ростелеком планирует изменить систему расчетов с региональными телекомами за международную связь.

Реструктуризация активов. Ростелеком продал в 2003 г. 27% принадлежащих ему акций РТК-Лизинг за 750 млн руб. (24 млн долл.). Хотя данная сделка привела к увеличению общего долга Ростелекома на 60 млн долл., в целом продажа РТК-Лизинг положительно повлияла на финансовое положение Ростелекома. Условия сделки предусматривают следующее: 1) реструктуризацию 60 млн долл. лизинговых обязательств Ростелекома, 2) отмену гарантий Ростелекома по обязательствам РТК-Лизинг перед третьими сторонами.

Рост благодаря трафику междугородной связи

Структура выручки Ростелекома, млн долл.



Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

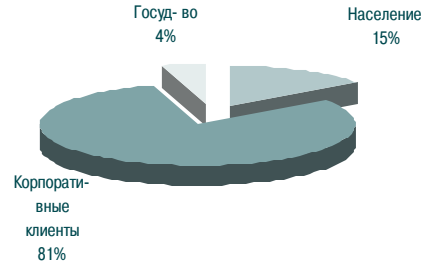
Трафик дальней связи растет

Трафик междугородной и международной связи, млн мин.

Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Корпоративные клиенты составляют большинство

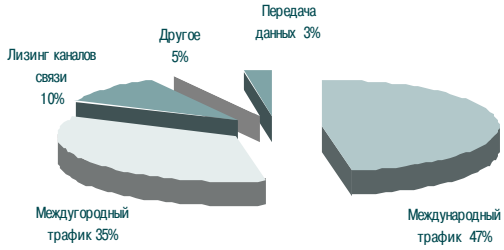
Структура выручки Ростелекома, разбивка по абонентам дальней связи



Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Выручка от услуг дальней связи доминирует

Структура выручки Ростелекома по видам услуг



Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Колосс на глиняных ногах. Долгосрочные перспективы неоднозначны

Ростелеком теряет долю на рынке

Факторы роста выручки

	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Макро факторы, изм. за год, %							
Рост ВВП	5,0	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен	18,6	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Рост реальных доходов населения	5,9	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Структура выручки, млн долл.							
Местные операторы	371	421	562	770	810	820	809
Московские абоненты	241	235	188	178	171	166	159
Зарубежные операторы	191	153	144	140	139	137	128
Прочие	40	36	45	44	45	45	44
Итого	842	845	939	1131	1165	1168	1140
Структуры выручки, %							
Местные операторы	44	50	60	68	70	70	71
Московские абоненты	29	28	20	16	15	14	14
Зарубежные операторы	23	18	15	12	12	12	11
Прочие	5	4	5	4	4	4	4
Итого	100	100	100	100	100	100	100
Рост тарифов, %							
Тарифы на междугородную связь	1,3	1,0	27,4	34,3	(0,9)	(5,0)	(5,0)
Тарифы на международную связь	(6,3)	(22,1)	(17,0)	(11,2)	(11,2)	(11,3)	(10,9)
Рост трафика, %							
Входящий трафик международной связи	(2,2)	12,0	10,5	8,0	9,5	11,0	6,0
Исходящий трафик международной связи	17,6	14,1	14,7	9,4	11,9	13,9	10,4
Трафик междугородной связи	24,9	15,5	13,9	10,7	6,8	5,5	3,0

Снижение выручки от входящего трафика международной связи обусловлено быстрым сокращением международных расчетных ставок

Рост ВВП и реальных доходов на душу населения способствует усилению потенциала роста телекоммуникационного рынка. Но препятствием для дальнейшего роста становится неадекватная тарифная политика компании

Доля выручки региональных операторов растет за счет следующего:
1. Доля Ростелекома на рынке Москвы сокращается в силу конкуренции со стороны альтернативных операторов связи
2. Ведение новой системы расчетов за междугородную связь для региональных

Мы ожидаем снижения трафика междугородной связи через сети Ростелекома, так как межрегиональные компании увеличивают свои доли на рынке междугородной связи в макрорегионах. В результате рост выручки Ростелекома прекратится

Стагнация

Финансовые показатели

	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Рост выручки, %	4,2	0,4	11,1	20,5	3,0	0,2	(2,4)
Норма EBITDA, %	38,1	38,7	40,8	34,5	33,8	34,4	34,2
Рост EBITDA, %	5,8	11,3	17,2	1,9	0,8	2,0	(2,9)
EBITDA на акцию, долл.	0,3	10,2	16,3	16,3	17,3	18,8	17,5
Норма чистой прибыли, %	17,3	4,4	8,5	6,0	6,2	6,9	6,6
Прибыль на акцию, долл.	0,21	0,04	0,05	0,08	0,08	0,08	0,08
Рост прибыли на акцию, %	-	(81,5)	43,0	43,7	4,8	1,1	(6,5)

Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Снижение нормы EBITDA обусловлено введением новой системы расчетов за междугородный трафик

Рост выручки и EBITDA обусловлен введением новой системы расчетов за передачу трафика междугородной связи региональными операторами связи

Неоднозначная оценка

Сравнительная оценка Ростелекома

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002
Ростелеком	**Россия**	**2,6**	**2 290**	**2 303**	**61,6**	**43,1**	**30,0**	**28,6**	**7,0**	**6,7**	**5,7**	**5,7**	**2,7**	**1,0**
Компании развивающихся рынков														
Matav	Венгрия	4,3342	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7
Cesky Telecom	Чехия	12,495	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0
Telekom Malaysia	Малайзия	2,5924	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9
KT Corp	Корея	34,839	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5
Telefonos de Mexico	Мексика	1,7442	22 055	25 851	13,1	10,5	10,8	10,2	5,0	4,6	4,7	4,7	2,2	3,0
Lietuvos Telekomas	Литва	0,7429	577	708	23,4	32,0	26,7	24,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,3
TT&T	Тайланд	0,1151	328	974	22,9	отр.	-	-	18,6	9,4	9,4	7,7	1,9	1,0
China Unicom	Китай	0,7693	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9
Iusacell	Мексика	1,3723	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-
Embratel	Бразилия	2,9457	980	2 224	отр.	отр.	-	-	5,1	4,5	3,9	-	0,4	0,6
В среднем		**-**	**-**	**-**	**21,2**	**20,2**	**17,7**	**17,2**	**6,9**	**5,6**	**5,0**	**5,0**	**1,8**	**1,5**
Компании развитых рынков														
DT	Германия	11,812	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0
France Telecom	Франция	16,797	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-
British Telecom	Великобритания	100,06	8 675	13 605	-	13,1	10,6	9,6	3,9	4,2	4,1	4,1	8,3	3,8
В среднем		**-**	**-**	**-**	**отр.**	**13,1**	**14,4**	**11,8**	**7,1**	**5,5**	**5,1**	**4,9**	**3,5**	**2,9**

Источники: Bloomberg, оценка НИКойла, РТС

Колосс на глиняных ногах. Долгосрочные перспективы неоднозначны

Сокращение лизинговой задолженности

Балансовые показатели, млн долл.

	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Основные средства	1 797	1 630	1 535	1 433	1 336	1 271	1 209
Прочие внеоборотные активы	51	181	187	218	232	242	249
Внеоборотные активы	1 849	1 811	1 722	1 651	1 567	1 513	1 458
Дебиторская задолженность	251	271	299	389	392	381	358
Прочие оборотные активы	112	143	135	159	183	208	232
Денежные средства и эквиваленты	64	115	191	184	262	362	474
Оборотные активы	428	529	625	732	837	950	1 064
Всего активы	**2 276**	**2 340**	**2 347**	**2 383**	**2 405**	**2 463**	**2 522**
Акционерный капитал	3	3	3	3	3	3	3
Нераспределенная прибыль	1 418	1 427	1 507	1 562	1 624	1 693	1 756
Всего собственный капитал	1 421	1 430	1 510	1 565	1 627	1 696	1 759
Доля меньшинства	36	88	98	108	118	128	138
Краткосрочные кредиты	230	222	29	55	31	24	16
Прочие краткосрочные обязательства	224	233	262	281	300	320	340
Текущие обязательства	454	456	291	336	330	344	355
Кредитор. задолженность за вычетом краткоср.задолженности	30	73	184	129	98	74	58
Долгосрочные обязательства	365	294	265	246	231	221	211
Всего обязательства	819	822	740	710	660	639	625
Всего акц. капитал, доля миньшинства и обязательства	**2 276**	**2 340**	**2 347**	**2 383**	**2 405**	**2 463**	**2 522**

Постоянное сокращение основных фондов вследствие списания старого сетевого оборудования

Снижение статьи "Инвестиции для продажи" вызвано продажей РТК-Лизинг

Существенное увеличение долгосрочного долга после ожидаемой продажи РТК-Лизинг

Снижение выручки и прибыли

Отчет о прибылях и убытках, МСФО, млн долл.

	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**842**	**845**	**939**	**1 131**	**1 165**	**1 168**	**1 140**
Себестоимость	(693)	(667)	(704)	(870)	(892)	(884)	(871)
Износ и амортизация	(238)	(253)	(264)	(272)	(268)	(265)	(262)
Общие и административные расходы	(93)	(104)	(115)	(143)	(147)	(147)	(141)
EBIT	**56**	**75**	**119**	**119**	**126**	**137**	**128**
EBITDA	**294**	**327**	**383**	**390**	**394**	**402**	**390**
Процентны и другие внеоперационные статьи, нетто	(37)	71	9	(7)	(8)	(7)	(5)
Прибыль (убыток) от курсовой разницы	82	(30)	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов и доли меньшинства	101	116	128	111	118	130	122
Доля меньшинства	(9)	(32)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
Расходы (дозоды) от налога на прибыль	25	48	(39)	(33)	(35)	(39)	(37)
Чистая прибыль	**117**	**37**	**80**	**68**	**72**	**81**	**76**

Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Снижение выручки вызвано продвижением межрегиональных компаний на рынок междугородной связи

Ростелеком вынужден увеличить расходы на реализацию услуг с целью сохранения абонентской базы

Рост выручки и EBITDA обусловлен ведением с 1 августа 2003 г. новой системы расчетов с региональными компаниями за междугородную связь

Колосс на глиняных ногах. Долгосрочные перспективы неоднозначны

Стабилизация денежных потоков

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2001	2002	2003П	2004П	2005П	2006П	2007П
Денежные потоки от операций, нетто							
Чистая прибыль до налогообложения и доли меньшинства	101	116	128	111	118	130	122
Износ	238	278	264	272	268	265	262
Корректировки денежных потовок от операций	(49)	(9)	0	18	20	19	17
Доход от продажи инвестиций		(56)	(24)				
Изменения оборотного капитала:	(14)	(76)	(114)	(157)	(47)	(26)	(9)
Денежные средства от операций	(67)	(136)	(53)	(40)	(44)	(46)	(42)
Денежные потоки от операций, нетто	**210**	**172**	**225**	**204**	**314**	**342**	**350**
Денежные потоки от инвестиций	**(98)**	**(107)**	**(170)**	**(170)**	**(170)**	**(200)**	**(200)**
Денежные потоки от финансирования	**(84)**	**(13)**	**(3)**	**(42)**	**(66)**	**(42)**	**(37)**
Увеличение/(уменьшение) денежных средств и эквивалентов	**74**	**51**	**77**	**(8)**	**78**	**100**	**113**
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	**23**	**64**	**115**	**191**	**184**	**262**	**362**
Денежные средства и эквиваленты на конец периода	**64**	**115**	**191**	**184**	**262**	**362**	**474**

В 2003 г. Ростелеком планирует продать 27% РТК-Лизинг

Продажа Совинтела в 2002 г.

После нескольких лет низкой инвестиционной активности Ростелеком планирует увеличить размер капвложений

Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Ростелеком – описание компании

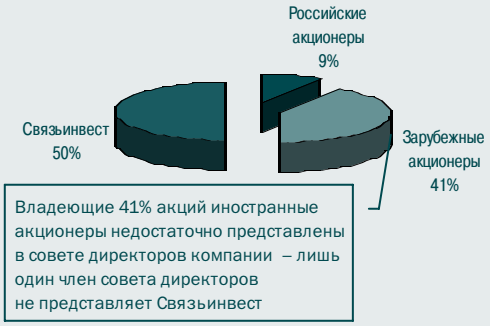
Крупнейший в России оператор междугородной и международной связи. Ростелеком предоставляет услуги междугородной и международной связи региональным операторам, обслуживающим конечных абонентов. Компания владеет телекоммуникационной сетью, включающей 134 магистральные линии в 90 городах, расположенных в 89 регионах России. В Москве Ростелеком предоставляет услуги конечным потребителям через сеть МГТС. Связьинвесту принадлежит 38% акций Ростелекома (в том числе 51% обыкновенных акций), порядка 20% консолидированной выручки Связьинвеста приходится на долю Ростелекома.

Ростелеком на московском рынке. Около 25% междугородного и 50% международного трафика Ростелекома приходится на долю Москвы, остальной объем обеспечивают регионы. Тарифы компании регулируются Министерством по антимонопольной политике, которое устанавливает интегральную расчетную таксу – цену, которую платят региональные операторы за пользование сетями Ростелекома при предоставлении услуг междугородной связи. Ростелеком имеет право контролировать тарифы только на исходящий трафик международной связи.

Недостаточная диверсификация бизнеса. Ростелеком в основном предоставляет услуги дальней связи и другими видами бизнеса практически не занимается. Это невыгодно отличает компанию от ее иностранных конкурентов, которые, как правило, обеспечивают широкий спектр телекоммуникационных услуг, включая местную, сотовую и дальнюю связь, а также IP-телефонию. В последние два года Ростелеком утратил контроль над Телмосом, альтернативным оператором, предоставляющим услуги корпоративным клиентам в Москве, и продал Голден Телекому 50-процентный пакет акций в Совинтеле. Совинтел предоставляет услуги корпоративным клиентам в Москве и С.-Петербурге.

Большая доля иностранных акционеров

Структура акционеров Ростелекома



Источники: Ростелеком, оценка НИКойла

Голден Телеком

Сильная компания

Но акции достигли справедливой цены

Инвестиционное резюме

Справедливо оцененная акция. Голден Телеком - сильный участник российского телекоммуникационного рынка, имеющий высокие фундаментальные показатели. Однако большинство позитивных изменений, произошедших в компании, уже учтено рынком. Кроме того, завершение консолидации Коминкома/Комбеллги потребует от Голден Телекома дополнительных расходов, которые могут подорвать рентабельность компании в 2004 г. В дальнейшем компания может продолжить развитие за счет новых приобретений. Однако мы сомневаемся в том, что котировки акций Голден Телекома смогут вести себя "лучше рынка", поэтому сохраняем рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" с прогнозом стоимости акций компании на уровне 31 долл.

Позитивные факторы

Крупнейший и высокодиверсифицированный альтернативный оператор связи. Рост спроса в прибыльных сегментах российского телекоммуникационного рынка будет способствовать росту показателей Голден Телекома.

Прибыльное приобретение. В 2003 г. Голден Телеком приобрел 100% акций крупного альтернативного оператора Коминком-Комбеллга.

Региональное развитие. Компания провела реструктуризацию своих активов на Украине и приобрела несколько региональных операторов в России.

Сильная денежная позиция, низкий уровень задолженности. Компания имеет сильную денежную позицию, а также крайне низкий уровень задолженности, что позволяет ей приобретать прибыльные новые активы.

Число акций в свободном обращении будет увеличиваться. Ожидаемая продажа на рынке 10,7% акций Голден Телекома должна повысить ликвидность компании.

Важное соглашение. Голден Телеком сообщил, что он достиг предварительного соглашения с Министерством связи.

Негативные факторы

Конкуренция растет. Конкуренция на московском рынке – основном рынке Голден Телекома – растет.

Дорогая покупка. В результате консолидации Коминкома/Комбеллги рентабельность Голден Телекома снизилась.

Новый закон может оказать негативное влияние на компанию. Новый закон "О связи" может снизить норму EBITDA и норму чистой прибыли телекоммуникационных компаний.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	+	Растущий спрос на телекоммуникационные услуги высокого качества
Перспективы	+	Ожидается рост финансовых показателей в II квартале 2004 г.
Оценка	=	На уровне мировых компаний и оценки на основе ДДП
Ликвидность	=	Низкая, ADR торгуются на NASDAQ

Рекомендация
ДЕРЖАТЬ

Цена, долл.*	29,2	Справед. цена, долл.*	31,0
52 нед. макс.	36,63	52 нед. мин.	18,65
Рын. кап.***	1 053	Всего акций, млн.	36,10
P/S	2,9	P/B	2,2
Reuters	GLDN.N	Bloomberg	GLDN US

	2002	2003	2004П	2005П
EPS***	1,24	1,95	2,39	2,72
P/E	35,3	19,0	12,1	9,9
EV/EBITDA	16,2	8,6	5,5	4,6

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

Источники: Bloomberg, оценка НИКойла

Производственные показатели

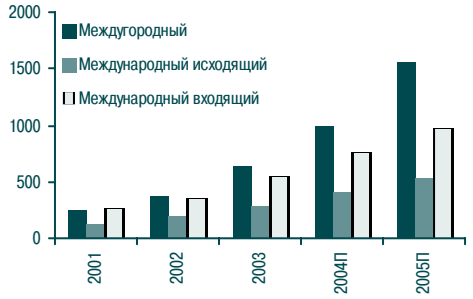
Показатели прибыли, %

	2001	2002	2003	2004П
Рост выручки	23,8	41,9	79,0	50,2
Норма валовой прибыли	54,5	54,1	46,0	44,4
Рост EBITDA	43,1	156,9	75,0	64,2
Норма EBITDA	17,1	30,9	30,0	32,8
Норма чистой прибыли	-	14,8	13,9	15,8
Рост выручки на акцию	-	-	68,5	70,2

Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Рост трафика

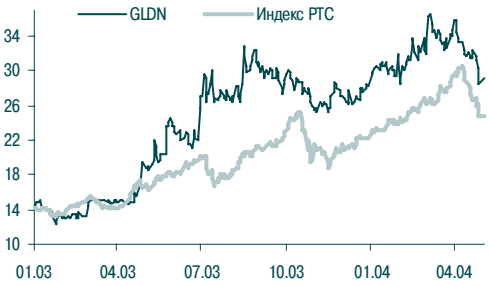
Трафик Голден Телекома, млн мин.,



Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Справедливая оценка

Котировки акций Голден Телекома, долл., и индекс РТС



Источники: Bloomberg, РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны 5 мая 2004 г.

Сильная компания, но акции достигли справедливой цены

Основные позитивные факторы

Крупнейший и высокодиверсифицированный альтернативный оператор связи. Голден Телеком предоставляет все высокодоходные услуги телекоммуникационного сектора, включая мобильную связь, голосовую почту, передачу данных и интернет-услуги. Компания также предоставляет услуги и другим операторам связи и потребителям. Столь высокая диверсификация позволяет Голден Телекому получать выгоду от роста спроса на современные телекоммуникационные услуги. Голден Телеком контролирует порядка 33% рынка альтернативной голосовой телефонии, а также 24% услуг передачи данных в Москве, которая является наиболее конкурентоспособным рынком в России.

Прибыльное приобретение. Недавно Голден Телеком подписан соглашение об обмене акций с дочерними компаниями норвежского национального оператора связи Telenor. Голден Телеком обменяет 19,5% принадлежащих ему акций в Telenor на 100% акций Коминком-Комбеллга, которые сейчас принадлежат Telenor. В результате консолидации Голден Телеком будет контролировать порядка 30% рынка альтернативных услуг связи в России по показателю выручки. Кроме того, компания увеличит свою долю на московском рынке альтернативного голосового трафика с 35% до 45%. В результате Голден Телеком станет крупнейшим российским альтернативным оператором и существенно укрепит свои позиции в борьбе с конкурирующими на московском рынке дочерними подразделениями Системы.

Региональное развитие. В 2002 г. Голден Телеком консолидировал четыре своих компании, расположенные в Нижнем Новгороде, под торговой маркой ADS. В результате слияния появился новый мощный оператор голосовой связи и передачи данных, а также оператор, предоставляющий интернет-услуги по выделенным и коммутируемым линиям в третьем по величине городе России. В 2002 г. компания приобрела еще 31% акций украинского Голден Телекома, и теперь эта компания полностью принадлежит Голден Телекому. В августе 2003 г. Голден Телеком приобрел двух региональных альтернативных операторов в Красноярском крае – Сибчеллендж Телеком и Тел. Сибчеллендж Телеком – оператор фиксированной связи, недавно отделившийся от Сибчеллендж. Сибчеллендж Телеком является ведущим альтернативным оператором в Красноярском крае, номерная емкость компании составляет 100 тыс. абонентских линий. Сибчеллендж Телеком также владеет современной оптоволоконной сетью, лицензией на предоставление услуг в стандарте CDMA-800 и обслуживает 8 тыс. CDMA-абонентов. Тел – это интернет-провайдер, контролирующий в Красноярском крае 50% рынка доступа в Интернет по телефонным линиям.

Сильная денежная позиция. Низкий уровень задолженности. Компания имеет сильную денежную позицию (55 млн долл.), а также крайне низкий уровень задолженности, что позволяет ей приобретать прибыльные региональные активы и расширять бизнес в российских регионах.

Число акций в свободном обращении будет увеличиваться. Дочерние структуры ЕБРР – Capital и Barings Vostok,– а также другие акционеры Голден Телекома намерены продать на рынке во II квартале 2004 г. свои акции Голден Телекома общим объемом 10,7%. В результате доля акций в свободном обращении увеличится до 27%. Рынок уже ждал этого события, так как компания еще год назад объявила о своих планах убедить акционеров продать акции.

Важное соглашение. Компания объявила о достигнутом с Минсвязи предварительном соглашении, которое позволит Голден Телекому пропускать трафик междугородной и международной связи своих абонентов по собственным сетям. А взамен Голден Телеком вернет Минсвязи свои негеографические коды. Данное соглашение должно создать дополнительные операционные возможности, включая возможность напрямую осуществлять связь с международными операторами и операторами дальней связи, что поставит под вопрос монопольное положение Ростелекома.

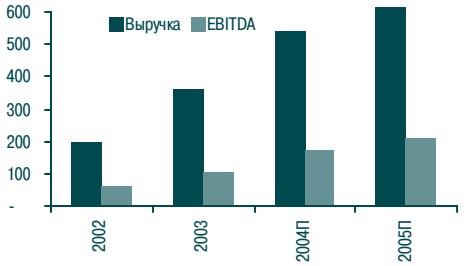
Основные негативные факторы

Конкуренция растет. Борьба за московский рынок – основной рынок Голден Телекома – накаляется и ограничивает рост выручки компании. Запланированное на 2003–2004 гг. слияние активов СистемаТелекома с МГТС может еще более осложнить ситуацию на московском рынке.

Дорогая покупка. В результате консолидации Коминкома/Комбеллги норма EBITDA Голден Телекома в IV квартале 2003 г. существенно снизилась: с 33% в III квартале до 27% в IV квартале 2003 г

Покупка активов – улучшение финансовых показателей

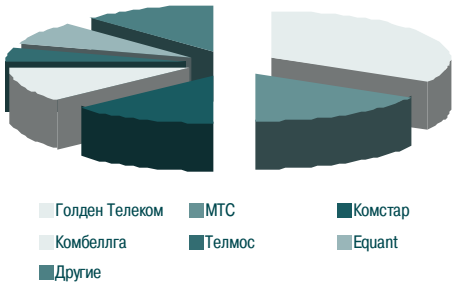
Выручка и EBITDA Голден Телекома, млн долл.



Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Лидер среди альтернативных операторов

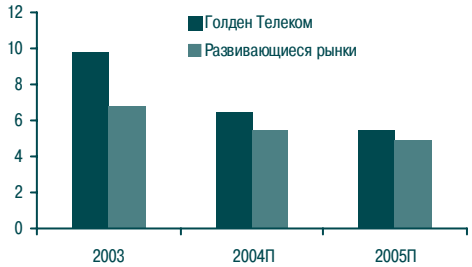
Голосовой трафик в Москве, 2002 г.



Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Переоцененный актив

Голден Телеком и развивающиеся рынки, EV/EBITDA



Источники: Bloomberg, IBES, оценка НИКойла

Заметное улучшение рентабельности

Норма EBITDA и норма чистой прибыли, %

Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Сильная компания, но акции достигли справедливой цены

Стабильные финансовые показатели

Голден Телеком: финансовые показатели

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Макро факторы, %							
Рост ВВП за год, %	5,1	4,3	7,3	6,2	5,8	6,1	6,4
Инфляция потребительских цен, %	18,6	15,1	12,0	9,8	7,9	5,9	5,0
Рост доходов населения за год, %	9,8	10,5	14,5	8,6	8,3	8,0	7,0
Число пользователей Интернетом по тел., тыс.	185,6	242,2	314,8	358,9	394,7	454,7	518,4
Рост, %	116	30	30	14	10	15	14
Исходящий международний трафик, млн мин.	131	191	277	399	535	662	781
Рост исходящего международного трафика, %	54	46	45	44	34	24	18
Входящий международний трафик, млн мин.	264	363	548	759	976	1264	1643
Рост входящего международного трафика, %	70	38	51	39	29	30	30
Междугородный трафик, млн мин.	248	368	642	995	1563	2376	3492
Рост междугородного трафика, %	70	48	75	55	57	52	47
Структура выручки							
Выручка от альтернативных операторов, %	32	46	63	47	46	44	42
Выручка от услуг дальней связи, %	13	10	6	6	6	6	6
Выручка от интернет-услуг и передачи данных, %	45	40	29	24	25	26	28
Сотовая связь,%	10	7	3	2	1	1	1
Другие услуги, %	0	0	0	22	23	23	23
Норма EBITDA, %	17	31	32	32	33	35	34
Рост EBITDA, %	43	154	89	51	18	22	12
Норма чистой прибыли, %	отр.	15	15	16	16	15	14
EBITDA на акцию, долл.	1	2	3	5	6	7	8
Прибыль на акцию, долл.	отр.	1	2	2,4	2,7	3,1	3,2
Рост прибыли на акцию, %	отр.	отр.	57,0	25,6	14,1	14,8	2,8

Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Быстрый рост числа пользователей Интернета способствует увеличению выручки от интернет-услуг и услуг по передаче данных. Однако снижение тарифов в связи с усилением конкуренции может отрицательно сказаться на выручке.

Рентабельность остается стабильной вследствие дополнительных затрат, обусловленных рядом региональных приобретений.

Справедливая оценка

Сравнительные показатели Голден Телекома*

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002	P/E 2003П	P/E 2004П I	EV/EBITDA 2002	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002
Голден Телеком	**Россия**	**29,2**	**1053**	**993**	**35,3**	**19,0**	**12,1**	**16,2**	**8,6**	**5,5**	**4,6**	**2,9**	**2,2**
Versatel Telecom Intl NV	Европа	1,5	704	612	отр.	отр.	отр.	отр.	9,4	6,4	5,2	2,4	1,8
Netia Holdings Sa	Польша	1,0	349	294	отр.	отр.	отр.	отр.	6,2	5,5	5,2	2,3	0,7
Equant NV	Франция	5,0	1406	1500	отр.	отр.	отр.	11,8	7,4	5,5	4,6	0,6	1,4
Qwest Communications Int'l	США	3,4	5731	22994	отр.	отр.	отр.	4,4	5,6	5,6	5,0	0,4	-
MATAV	Венгрия	4,3	4498	6274	13,9	14,0	13,4	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7
KT Corp	Корея	34,8	10127	20678	6,2	7,2	7,7	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4025	4280	23,0	28,0	28,6	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0
В среднем		**-**	**-**	**-**	**14,3**	**16,4**	**16,6**	**6,0**	**6,1**	**5,1**	**4,7**	**1,4**	**1,3**

Источники:Bloomberrg, оценка НИКойла

Сильная компания, но акции достигли справедливой цены

Сильные балансовые показатели

Балансовые показатели, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
АКТИВЫ							
Денежные средства и эквиваленты	37	60	65	121	201	290	396
Краткосрочные вложения для продажи	9	-	-	5	7	10	12
Дебиторская задолженность, нетто	22	46	74	75	87	101	114
Прочие активы и предоплаченные расходы	16	22	49	21	25	29	33
Всего оборотные активы	**85**	**127**	**188**	**222**	**319**	**430**	**554**
Основные средства, нетто	99	166	283	220	244	257	261
Репутация и нематериальные активы, нетто	57	128	249	109	107	116	124
Инвестиции и ссуды дочерн. компаниям	46	1	-	-	-	-	-
Прочие внеоборотные активы	14	14	9	21	21	22	23
Всего активы	**300**	**436**	**729**	**571**	**691**	**825**	**963**
ПАССИВЫ							
Дебиторская задолженность и накопленные расходы	35	27	27	48	68	56	65
Задолженность к погашению в течение года	6	4	10	11	12	4	5
Прочая краткосрочная задолженность	10	12	22	28	33	39	44
Текущие обязательства	**49**	**71**	**100**	**88**	**103**	**121**	**140**
Долгосрочная задолженность без доли к погашению	3	22	4	12	19	24	28
Прочая долгосрочная задолженность	22	33	42	21	23	25	26
Всего пассивы	**74**	**126**	**146**	**121**	**145**	**170**	**194**
Доля меньшинства	6	2	3	3	3	3	3
Обыкновенные акции	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Выкупленные собственные акции	(25)	-	-	-	-	-	-
Оплаченная часть дополнит. капитала	414,4	446,2	663,4	446,2	446,2	446,2	446
Накопленный дефицит/нераспред. прибыль	(168,8)	(139,0)	(83,6)	0,5	96,6	206,8	320,0
Всего собств. капитал, доля меньшинства и пассивы	**300**	**436**	**729**	**571**	**691**	**825**	**963**

Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Приобретение Совинтела предполагает существенное увеличение инвестиций в основные фонды

Мы полагаем, что компания сохранит низкий объем задолженности за счет большой денежной позиции

Существенное улучшение

Отчет о прибылях, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	**140**	**199**	**361**	**535**	**619**	**723**	**812**
Себестоимость реализации	64	92	181	225	260	302	346
Износ и амортизация	41	30	45	71	87	106	131
Общие и административные расходы	49	46	64	69	73	77	80
Валовая прибыль до амортизации	76	107	179	243	278	327	360
EBIT	(45)	31	70	102	118	144	149
EBITDA	**24**	**61**	**115**	**173**	**205**	**250**	**280**
Прочая прибыль (расходы)	(23)	2	3	3	2	1	0
Доля в прибыли (убытках) дочерних структур	8	4	5	4	4	4	4
Процентные расходы	(2)	(2)	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
Прибыль до налогов и доли меньшинства	(37)	33	73	105	120	145	149
Расход (доход) на налог на прибыль	(2)	(5)	(17)	(21)	(24)	(35)	(36)
Чистая прибыль	**(39)**	**29**	**55**	**84**	**96**	**110**	**113**

Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Резкое улучшение финансовых результатов после приобретения 50% акций Совинтела и слияния с Коминкомом

Хороший рост EBITA в результате жесткого контроля над затратами

В 2002 г. компания стала прибыльной после нескольких лет убытков

Сильная компания, но акции достигли справедливой цены

Мощные денежные потоки

Денежные потоки, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
ОПЕРАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ							
Чистая прибыль (убыток)	**(39)**	**29**	**55**	**84**	**96**	**110**	**113**
Корректировка чистой прибыли (убытка) относительно чистых денежных потоков от основной деятельности:							
Износ и амортизация	41	-	-	71	87	106	131
Дебиторская задолженность	1	-	-	(1)	(12)	(15)	(12)
Кредиторская задолженность и накопленные расходы	(1)	-	-	(12)	9	11	12
Прочие активы и пассивы	23	-	-	18	8	7	6
Чистый денежный поток от операций	**24**	**51**	**55**	**161**	**188**	**219**	**250**
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ							
Приобретение основных фондов	(28)	(29)	(64)	(95)	(109)	(128)	(144)
Приобретения без учета купленных денежных средств	(33)	(51)	(12)	-	-	-	-
Приобретение активов для последующей продажи	(9)	-	-	(5)	(5)	(8)	(9)
Доход от активов для последующей продажи	54	9	-	-	4	5	7
Прочие инвестиции	4	17	8	(4)	(4)	(4)	(4)
Чистый денежный поток от инвестиций	**(13)**	**(52)**	**(68)**	**(105)**	**(116)**	**(136)**	**(150)**
ФИНАНСИРОВАНИЕ							
Доходы от задолженности	3	30	-	10	10	10	10
Выплаты по долгу	(10)	(10)	(35)	(10)	(2)	(4)	(5)
Приобретение акций на балансе компании	(25)	0	-	-	-	-	-
Прочее финансирование	(0)	4	21,8	-	-	-	-
Чистый денежный поток от финансирования	**(32)**	**24**	**(13)**	**(0)**	**8**	**6**	**5**
Влияние изменения курсовой разницы	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-
Чистый прирост (сокращение) денежной позиции	(20)	22	6	56	80	89	105
Деньги и денежные эквиваленты на начало периода	**58**	**37**	**60**	**65**	**121**	**201**	**290**
Деньги и денежные эквиваленты на конец периода	**37**	**60**	**65**	**121**	**201**	**290**	**396**

Улучшение операционного денежного потока в результате приобретения Коминкома

Привлеченные средства для финансирования покупки Совинтела

Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Голден Телеком – описание компании

Ведущий альтернативный оператор. Голден Телеком предоставляет полный спектр телекоммуникационных и интернет-услуг корпоративным клиентам и абонентам в Москве, С.-Петербурге, Н.Новгороде, а также на Украине (в Киеве) и в других городах СНГ.

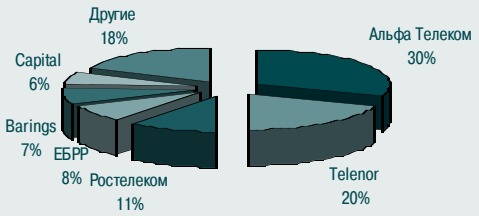
Альтернативные услуги связи. Предоставление альтернативных услуг связи является одной из важнейших областей деятельности Голден Телекома. Компания владеет наложенными сетями в Москве, Н.Новгороде, С.-Петербурге и Киеве, а также предлагает широкий ассортимент услуг, включая услуги местной, междугородной и международной связи.

Передача данных и интернет-услуги. Оптоволоконная и спутниковая сети компании охватывают 148 точек в России, на Украине и в других странах СНГ. Голден Телеком также предлагает широкий спектр интернет-услуг и услуг по передаче данных: межкорпоративный обмен, передача данных, выделенные интернет-линии, веб-дизайн, веб-хостинг, хранение баз данных и другие виды услуг. После приобретения международного канала STM 16 (2,4 Гбит) Москва-Стокгольм Голден Телеком ввышел на первое место в СНГ по международной пропускной способности связи, которая в полтора раза превосходит пропускную способность международных каналов конкурентов.

Международная и международная связь. Компания предоставляет услуги международной и междугородной телефонной связи в России с использованием оптоволоконных линий и спутниковой связи.

Сотовая связь. Компания контролирует сеть мобильной связи на территории с населением 3,9 млн человек в Киеве и Одессе. По состоянию на конец 2003 г. компания предоставляла услуги мобильной связи 40 тыс. абонентов, предлагая контрактные и pre-paid тарифные схемы.

Сбалансированная структура акционерного капитала



Источники: Голден Телеком, оценка НИКойла

Лидер российского рынка

Фундаментальные показатели остаются сильными

Инвестиционное резюме

Усиление рыночных позиций. Быстрый рост российского рынка сотовой связи, особенно в регионах с низким уровнем телефонизации и недостаточно развитой инфраструктурой фиксированной связи, открывает отличные возможности для МТС. Компания контролирует 37% национального рынка мобильной связи и имеет сильные стартовые позиции во многих регионах, что позволяет рассчитывать на успешное продолжение региональной экспансии. Резкий рост абонентской базы и возросшая рентабельность региональных операций позволят МТС улучшить финансовые показатели. Несмотря на то что акции компании торгуются почти на уровне справедливой цены, которая составляет 127 долл., спрос на акции компаний потребительского сектора, а также растущая рыночная ликвидность позволяют нам установить рекомендацию "Спекулятивная покупка" на акции МТС.

Позитивные факторы

Крупнейший оператор с хорошим потенциалом роста. Низкий уровень сотовой телефонизации в России гарантирует быстрые темпы роста абонентской базы компании.

Активная экспансия на региональный рынок. Благодаря политике региональной экспансии компания может добиться статуса национального телекоммуникационного оператора.

Выход за границы России. МТС уже работает в Белоруссии и приобрела украинского оператора сотовой связи УМС в 2003 г.

Региональный рынок приносит прибыль. Несмотря на низкий уровень показателя среднемесячной выручки на абонента, региональные операции компании уже приносят прибыль.

Новые высокодоходные услуги. Компания активизировала свою деятельность на рынке высокодоходных услуг, которые в дальнейшем обеспечат ей дополнительную выручку.

МТС расширяет свой портфель лицензий. Недавно МТС получила 11 новых лицензий на предоставление услуг в стандарте GSM. Теперь компания может работать в 87 из 89 российских регионах.

Негативные факторы

Снижение ARPU. Быстрый рост базы низкодоходных абонентов, а также региональная экспансия приводят к снижению показателя ARPU.

Замедление темпов роста. В 2005 г. рост МТС может замедлиться в связи с насыщением рынка.

Новый закон может оказать негативное влияние на компанию. Новый закон "О связи" может снизить норму EBITDA и норму чистой прибыли компаний сотовой связи.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	+	Впечатляющий рост абонентской базы, сильные финансовые показатели
Перспективы	+	Ожидаются сильные результаты за I квартал 2004 г.
Оценка	=	На уровне международных компаний отрасли и оценки ДДП
Ликвидность	+	АДР третьего уровня на NYSE

Рекомендация

Спекулятивная покупка

Цена, долл.*	95,1	Цель, долл.	106,0
52 нед. макс	108,8	52 нед. мин.	39,97
Рын. кап.***	5 112	Всего акций, млн.	53,78
P/S	3,8	P/B	2,2
Reuters	MBT.N	Bloomberg	MBT US

	2002	2003	2004П	2005П
EPS***	2,56	4,59	8,25	11,66
P/E	39,5	21,9	11,5	8,2
EV/EBITDA	17,6	9,3	5,4	4,5

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

Источники: Bloomberg, оценка НИКойла

Производственные показатели

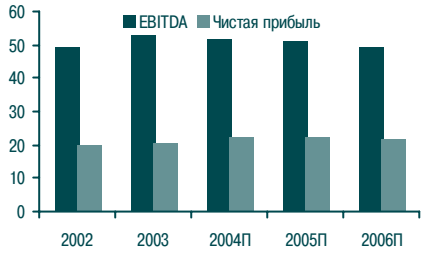
Показатели прибыли, %

	2001	2002	2003	2004П
Рост выручки	67	52	87	55
Рост EBITDA	85	44	99	54
Норма EBITDA	52	49	53	52
Норма чистой прибыли	23	20	20	22
Рост выручки на акцию	110	35	87	68

Источники: МТС, оценка НИКойла

Стабильная рентабельность

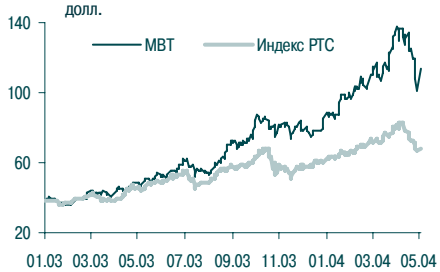
Нормы EBITDA и чистой прибыли, %



Источники: МТС, оценка НИКойла

РТС остался позади

Акции МТС и индекс РТС



Источники: Bloomberg, РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

Основные позитивные факторы

Крупнейший оператор в Восточной Европе с высоким потенциалом роста. К концу 2003 г. абонентская база МТС увеличилась на 152% до 16,7 млн с 6,64 млн в конце 2002 г. По этому показателю МТС является крупнейшим оператором сотовой связи в Восточной Европе. По нашей оценке абонентская база МТС составляет более 20 млн (включая абонентов на Украине и в Белоруссии).

Активная экспансия на региональный рынок. Интенсивный рост и стратегические приобретения позволяют МТС увеличивать абонентскую базу. За 2003 г. число абонентов компании в регионах увеличилось на 4,9 млн до 8,4 млн, тенденция к росту сохраняется. Уровень сотовой телефонизации в России составляет всего 29%, для сравнения показатель Венгрии – 72%, Чехии – 90%. Низкая степень телефонизации создает внушительный потенциал развития, который будет, безусловно, выгоден МТС. Кроме того, недавно МТС приобрела Сибчеллендж в Красноярске, а также Томскую сотовую связь. Новые приобретения будут способствовать укреплению положения МТС как национального телекоммуникационного оператора.

Российский рынок уже тесен для МТС. МТС приобрела 100% акций компании "Украинская мобильная связь" (УМС), крупнейшего оператора сотовой связи на территории Украины. Сумма сделки составила 370 млн долл. Консолидация УМС существенно улучшила операционные и финансовые показатели МТС: так как уже в 2003 г. на долю УМС пришлось 15% консолидированной выручки и EBITDA МТС. Число абонентов УМС в 2003 г. составило 3,35 млн, увеличившись за год на 97%.

Региональный рынок приносит прибыль. Несмотря на быстрое развитие региональных сетей, они стали приносить прибыль уже во II квартале 2002 г. Показатель среднемесячной выручки на абонента в регионах ниже, чем в Москве, но и операционные затраты также существенно меньше. По нашим оценкам, в настоящее время региональный бизнес приносит МТС до 30% выручки. А в 2004 г. этот показатель возрастет более чем до 40%.

МТС расширяет портфель лицензий. В феврале 2004 г. МТС получила 11 новых лицензий на предоставление услуг в стандарте GSM. Теперь компания может работать практически на всей территории России – в 87 из 89 российских регионах. Кроме того, компания получила лицензию на работу в стандарте GSM-900 в тех регионах, где раньше МТС могла предоставлять услуги только стандарта GSM-1800. Новая лицензия позволит МТС более эффективно создавать региональные сети, так как базовые станции стандарта GSM-900 охватывают большую территорию, чем базовые станции стандарта GSM-1800. Мы считаем, что теперь отсутствие ограничений по лицензиям позволит МТС более активно строить сети и, соответственно, наращивать денежные потоки.

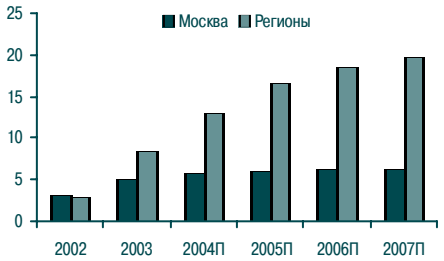
Основные негативные факторы

Снижение ARPU. В настоящее время 60% новых подключений компании приходится на низкодоходных абонентов, а также абонентов тарифного плана pre-paid “Джинс”, ARPU которого составляет всего 9 долл. Рост базы абонентов тарифных планов pre-paid, возможно, окажет негативное влияние на консолидированный показатель ARPU в будущем, учитывая что уже в 2003 г. данный показатель снизился до 17 долл. с 23 долл., зафиксированных в 2002 г. В 2004 г. и 2005 г. мы ожидаем, что ARPU снизится соответственно до 14 и 12 долл. Однако быстрый рост абонентской базы МТС нивелирует негативное влияние сокращения ARPU на финансовые показатели компании.

Новый закон может оказать негативное влияние на компанию. Новый закон “О связи” предусматривает создание Фонда универсальной услуги, который будет компенсировать региональным операторам связи неприбыльные и социально значимые услуги. Однако создание фонда приведет к снижению на 2–4% нормы EBITDA и нормы чистой прибыли операторов связи и, возможно, повышению их рыночной оценки на 5–15%. Мы пересмотрим нашу модель по компании, как только станут ясны подробности работы компенсационного механизма Резерва универсального обслуживания. Однако сокращение выручки в результате установления Фонда универсальной услуги будет компенсироваться снижением НДС, который снизится с 20% до 18% в 2004 г.

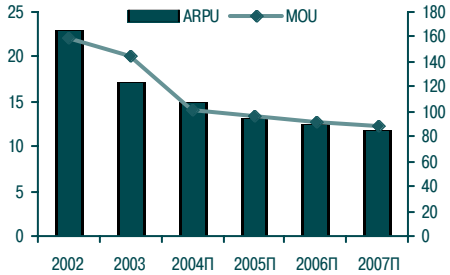
Хорошие перспективы регионального роста

Абоненты в Москве и регионах, млн



Источники: МТС, оценка НИКойла

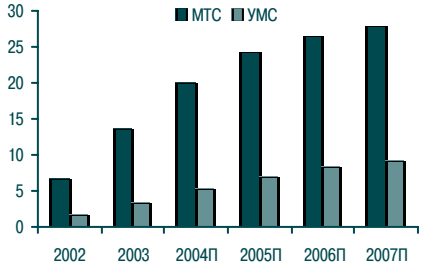
Тенденция к снижению ARPU, долл., и MOU, мин.



Источники: МТС, оценка НИКойла

Рост абонентской базы за счет Украины

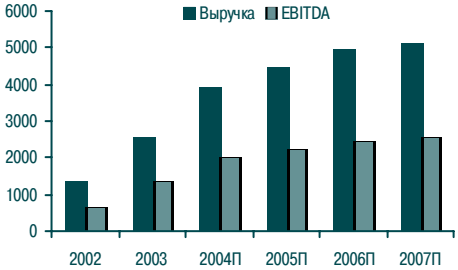
Рост абонентской базы МТС и УМС, млн



Источники: МТС, оценка НИКойла

Рост финансовых показателей

Выручка и EBITDA, млн долл.



Источники: МТС, оценка НИКойла

Лидер российского рынка

Сохранение рыночных позиций

Операционные показатели

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Телефонизация, %							
Москва	27	48	68	79	84	88	90
С.-Петербург	14	33	54	67	75	80	82
Итого Россия	6	12	25	38	46	51	54
Украина	5	8	13	21	28	34	37
Абоненты МТС, млн							
Москва	2,04	3,09	4,94	5,69	6,03	6,25	6,36
Регионы	0,57	2,78	8,43	12,90	16,56	18,50	19,76
УМС	1,04	1,69	3,35	5,27	6,95	8,39	9,11
Итого	2,65	6,64	16,72	25,22	31,05	34,74	36,86
Доля российского рынка, %							
Москва	50	43	43	43	42	42	42
Регионы	15	33	37	33	35	33	30
Итого	33	37	37	36	36	36	35
УМС	46	46	51	50	50	50	50
MOU (мин.)							
Москва	167	160	-	136	136	136	136
Регионаы	113	145	-	92	87	83	79
В среднем	157	159	144	102	97	92	88
ARPU (долл.)							
Москва	-	-	-	24	22	22	22
Регионы	-	-	-	11	10	10	10
УМС	-	17	15	13	9	9	9
В среднем	36	23	17	14	12	12	12
Отток, %	23	35	47	40	34	34	34
Затраты на подключение абонента, долл.	55	35	26	25	30	33	40

Украинский рынок сотовой связи отстает в плане телефонизации от российского рынка, а это означает, что пик развития мобильной связи на Украине еще впереди

МТС закрепилась в МЛЗ благодаря введению тарифа "Джинс"

Мы скорректировали методику расчета трафика на абонента, исключив бесплатный трафик внутри сети, чтобы сделать данный показатель сопоставимым с показателем количества минут на абонета Вымпелкома

Мы полагаем, что разрыв в ARPU МТС и Вымпелкома сократится благодаря быстрому продвижению МТС на массовый рынок

Финансовые показатели, %

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Норма EBITDA, %	52	49	53	52	51	49	50
Норма EBIT, %	37	34	36	38	39	39	39
Норма чистой прибыли,%	23	20	20	22	22	22	21
Прибыль на акцию, долл.	2	3	5	9	9,9	11	11
Рост прибыли на акцию, %	110	35	87	68	13	9	3
EBITDA на акцию, долл.	4,7	6,8	13,3	20,5	22,8	24,8	26
Рост EBITDA, %	85	44	99	54	12	8	4

Норма EBITDA немного снизится в результате быстрого регионального развития

Стабильное развитие компании способствует росту прибыли

Источники: МТС, оценка НИКойла

Небольшая недооценка

МТС, другие российские и иностранные компании*

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/линия 2002
МТС	**Россия**	**113,6**	**11 261**	**12 586**	**40,6**	**21,8**	**13,0**	**11,4**	**18,7**	**9,4**	**6,2**	**5,6**	**4,4**	**3,1**	**746**
Вымпелком	Россия	95,1	5 112	5 678	39,5	21,9	11,5	8,2	17,6	9,3	5,4	4,5	3,8	2,2	497
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4 498	6 274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8 247	10 866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1 705
KT Corp	Корея	34,8	10 127	20 678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Turkcell	Турция	0,0	5 308	5 608	neg	22,4	13,1	12,0	8,1	6,3	4,6	5,1	2,4	7,6	357
Mobinil	Египет	14,2	1 418	1 576	19,1	14,4	17,5	22,1	7,9	7,5	6,0	4,4	3,5	4,4	691
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4 025	4 280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
TPSA	Польша	4,1	5 689	9 225	29,4	18,8	14,4	11,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,6	870
M-Cell	Юж.Африка	4,4	7 232	7 626	84,6	20,0	12,2	9,9	18,3	9,4	6,5	5,5	3,9	2,7	1 955
China Mobile	Китай	2,7	53 973	55 792	12,5	12,3	11,6	11,4	5,8	5,2	4,9	4,6	3,3	2,3	436
China Unicom	Китай	0,8	9 657	15 944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,4	1 236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
Telesp Cellular	Бразилия	2,9	2 233	5 225	отр.	48,6	19,9	-	10,6	9,4	7,5	-	1,9	**3,0**	-
В среднем		**-**	**-**	**-**	**25,9**	**20,5**	**15,6**	**14,9**	**7,7**	**6,2**	**5,2**	**4,7**	**2,4**	**2,7**	**802**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49 553	90 857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1 150
TI	Италия	3,9	32 919	34 107	33,9	22,5	18,7	17,4	20,1	7,9	7,2	6,8	3,7	5,6	875
France Telecom	Франция	16,8	37 362	82 678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	702
В среднем		**-**	**-**	**-**	**33,9**	**22,5**	**18,4**	**15,7**	**12,5**	**6,8**	**6,1**	**5,8**	**1,9**	**3,8**	**909**

Источники: Bloomberg, оценка НИКойла

Хорошие балансовые показатели

Балансовые показатели, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Денежные средства	305	65	335	717	1 754	3 003	4 104
Дебиторская задолженность	109	44	103	69	72	86	80
Прочие оборотные средства	69	250	405	439	496	528	529
Всего оборотные средства	**483**	**358**	**840**	**1 225**	**2 322**	**3 617**	**4 713**
Основные средства, нетто	841	1 345	2 256	2 908	3 163	3 306	3 352
Нематериальные активы	403	525	1 016	813	742	656	563
Прочие активы	5	55	113	-	-	-	-
Всего основные средства	**1 249**	**1 925**	**3 385**	**3 721**	**3 905**	**3 962**	**3 916**
Всего активы	**1 733**	**2 283**	**4 225**	**4 946**	**6 227**	**7 579**	**8 629**
Краткосрочная задолженность	33	67	710	161	196	172	179
Кредиторская задолженность	112	123	200	285	327	374	386
Накопленные расходы	163	235	387	257	276	291	298
Всего текущие обязательства	**309**	**424**	**1 297**	**703**	**799**	**836**	**862**
Долгосрочная задолженность	293	366	942	884	889	917	638
Отложенные налоги и платежи за подключение	**98**	**126**	**213**	**411**	**470**	**520**	**539**
Итого обязательства	700	916	2 453	1 998	2 158	2 273	2 040
Доля меньшинства	13	65	48	258	395	563	743
Дополнительный оплаченный капитал	596	558	561	558	558	558	558
Дебиторская задолженность акционеров	(39)	(34)	(21)	(35)	(35)	(35)	(35)
Нераспределенная прибыль	463	738	1 145	2 126	3 111	4 179	5 282
Итого акционерный капитал	**1 033**	**1 302**	**1 725**	**2 690**	**3 674**	**4 743**	**5 846**
Всего обязательства и собственный капитал	**1 733**	**2 283**	**4 225**	**4 946**	**6 227**	**7 579**	8 629

Источники: МТС, оценка НИКойла

Увеличение денежных средств объясняется размещением еврооблигаций в 2003 г.

Увеличение основных фондов в результате консолидации УМС в I полугодии 2003 г.

Рост задолженности обусловлен выпуском еврооблигаций на сумму 700 млн долл. и выпуском облигаций на внутреннем рынке объемом 170 млн долл.

Рост показателей в 2003 г. достигается благодаря УМС

Отчет о прибылях, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка от предоставления услуг	830	1 274	2 436	3 691	4 138	4 685	4 913
Платежи за подключение	21	25	29	45	26	15	9
Продажа оборудования	42	63	81	200	294	265	227
Итого выручка	**893**	**1 362**	**2 546**	**3 936**	**4 459**	**4 965**	5 149
Себестоимость услуг и продукции	183	287	494	769	962	1 032	1 020
Операционные издержки	135	229	407	639	675	846	904
Расходы на реализацию и маркетинг	108	172	327	498	559	632	663
EBITDA	**464**	**674**	**1 339**	**2 029**	**2 263**	**2 455**	2 561
Амортизация и износ	133	210	416	514	516	543	547
EBIT	**334**	**464**	**923**	**1 515**	**1 748**	**1 912**	2 015
Курсовая разница	2	3	-	-	-	-	-
Прочая прибыль (расходы)	5	34	92	119	145	146	182
Прибыль до налогообложения	327	427	831	1 395	1 602	1 766	1 833
Налог на прибыль	97	110	242	419	481	530	550
Доля меньшинства	(7)	40	72	108	137	168	180
Прочая прибыль и убытки	(16)	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль после доли меньшинства	**207**	**277**	**517**	**869**	**985**	**1 069**	1 103

Источники: МТС, оценка НИКойла

Выручка от подключений снизится вследствие отмены платы за подключение

Рост маркетинговых расходов негативно влияет на EBIT компании

Недавно чистая прибыль компании сократилась на фоне существенного снижения ARPU

В борьбе за рынок помогут большие капвложения

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Чистая прибыль	206	277	517	869	985	1 069	1 103
Износ и амортизация	133	210	416	514	516	543	547
Изменения в активах и пассивах	(1)	(74)	37	270	197	233	223
Денежные потоки от операций, нетто	**338**	**413**	**970**	**1 653**	**1 698**	**1 844**	**1 873**
Денежные средства на финансирование, нетто	248	101	994	(14)	39	4	(272)
Денежные средства на инвестиции, нетто	**(442)**	**(698)**	**(1 910)**	**(1 300)**	**(700)**	**(600)**	**(500)**
Рост (сокращение) денежной позиции, нетто	144	(185)	56	339	1 037	1 249	1 101
Ден. средства и эквиваленты на начало года	**76**	**220**	**35**	**378**	**717**	**1 754**	**3 003**
Ден. средства и эквиваленты на конец года	**220**	**35**	**90**	**717**	**1 754**	**3 003**	**4 104**

Источники: МТС, оценка НИКойла

Большой объем инвестиций планируется потратить на развитие региональной сети, а также на дочерние компании стран СНГ

МТС – описание компании

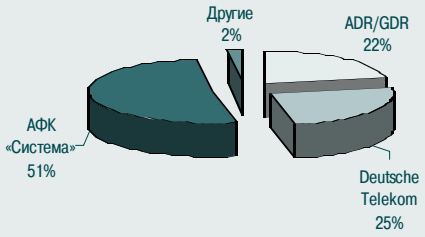
Крупнейший в России оператор сотовой связи. МТС владеет лицензиями на предоставление услуг в 87 из 89 российских регионов с общим населением 201 млн человек (включая Украину и Белоруссию) и является крупнейшим российским оператором связи стандарта GSM как по числу абонентов, так и по объему выручки. Компания предоставляет услуги в 62 регионах Центральной России (включая Москву и Московскую область) и Северо-Западном регионе (включая С.-Петербург), а также в Поволжье, на Урале, в Сибири, на Дальнем Востоке, в Белоруссии и на Украине. Обслуживая около 20 млн абонентов, МТС значительно опережает других операторов сотовой связи Восточной Европы.

Сбалансированная структура акционеров. Основными акционерами МТС являются АФК "Система" (51%) и Deutsche Telecom (25%). 22% акций МТС обращаются на Нью-йоркской фондовой бирже и других иностранных биржах.

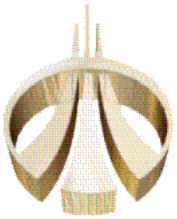
Рост продолжается. МТС планирует стать национальным оператором и активно приобретает региональные телекоммуникационные компании для расширения зоны действия сети. Недавно МТС приобрела Примтелефон, который является оператором, работающим в стандарте GSM и имеющим лицензию на осуществление деятельности в дальневосточном макрорегионе. Кроме того, МТС приобрела оператора беспроводной связи в Сибири компанию “Сибчеллендж”. МТС также купила контрольный пакет акций Украинской мобильной связи.

Крупная доля иностранных инвесторов

Структура акционеров МТС



Источники: МТС, оценка НИКойла



Стремительный рост
В погоне за лидером

Инвестиционное резюме

Вымпелком демонстрирует хорошие показатели роста. Успехи российской экономики и низкий уровень национальной телефонизации обеспечивают Вымпелкому потенциал для развития. Быстрый рост числа абонентов, эффективный маркетинг и контроль над затратами помогают компании добиться высоких производственных и финансовых показателей. Большая доля московского рынка и усиление позиций на региональном рынке обеспечивают мощный потенциал для развития компании. Сейчас акции Вымпелкома торгуются почти на уровне справедливой цены, которая составляет 106 долл. Однако акции компании недооценены относительно международных компаний сектора, а интерес к компаниям потребительского сектора растет, что в итоге может привести к дальнейшему росту стоимости акций Вымпелкома, поэтому мы устанавливаем рекомендацию "Спекулятивная покупка" на акции компании.

Позитивные факторы

Большая абонентская база. Число пользователей сотовой связи в России растет очень быстрыми темпами.

Ведущий оператор на московском рынке. Компания стабильно удерживает свою долю рынка в Москве.

Масштабный пересмотр структуры тарифов. Новые тарифы компании должны увеличить выручку.

Быстрое развитие в регионах. Развитие Вымпелкома в регионах превосходит все ожидания.

Контроль над Вымпелкомом-Р. Вымпелком объединился с Вымпелкомом-Регион, что позволит повысить финансовые и операционные показатели компании.

Рост рентабельности компании в регионах. Региональные операции компании стали рентабельными в I полугодии 2003 г.

Оценка на основании фундаментальных показателей. Наша прогнозная цена, полученная на основе анализа ДДП и относительной оценки компании, составляет 106 долл. за акцию.

Негативные факторы

Отставание в регионах. Вымпелком по-прежнему отстает от МТС в регионах. Вымпелком выходит на новые региональные рынки, как правило, позже, чем его основные конкуренты

Лицензионные проблемы. Московское отделение Госсвязьнадзора считает, что отношения между Вымпелкомом и его дочерним подразделением нарушают российское законодательство.

Новый закон может оказать негативное влияние на компанию. Новый закон “О связи” может снизить норму EBITDA и норму чистой прибыли телекоммуникационных компаний.

— Плюсы и минусы —

Ситуация	+	Мощный потенциал роста абонентской базы
Перспективы	+	Ожидаются финансовые результаты по итогам I квартала 2004 г.
Оценка	=	Справедливая оценка на основе ДДП и недооценка относительно иностранных компаний
Ликвидность	+	АДР третьего уровня торгуются на NYSE

Рекомендация
Спекулятивная покупка

Цена, долл.*	113,6	Цель, долл.	127,00
52 нед. макс	138,00	52 нед. мин.	46,18
Рын. кап.***	11 261	Всего акций, млн.	99,17
P/S	4,4	P/B	3,1
Reuters	VIP.N	Bloomberg	VIP US

	2002	2003	2004П	2005П
EPS***	2,79	5,22	8,76	9,93
P/E	40,6	21,8	13,0	11,4
EV/EBITDA	18,7	9,4	6,2	5,6

*Цена закрытия, ***млн долл., ***долл./акция

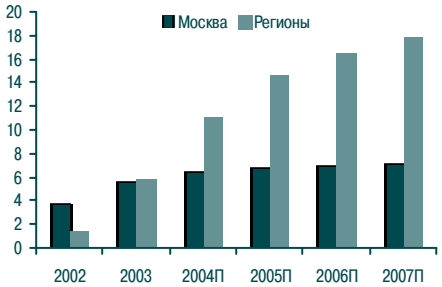
Источники: Bloomberg, оценка НИКойла

Стабильное улучшение финансовых показателей
Финансовые показатели, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П
Выручка	423	768	1336	2232
EBIT	87	225	428	784
EBITDA	162	322	613	1055
Прибыль до налогов	66	178	370	705
Чистая прибыль	47	130	234	441

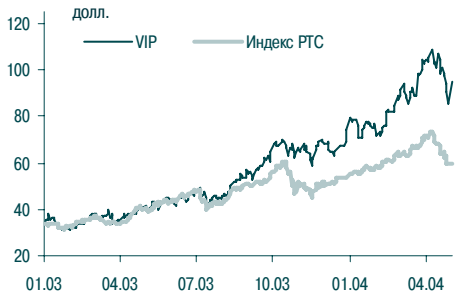
Источники: Вымпелком, оценка НИКойла

Ключ к развитию – регионы
Абонентская база Вымпелкома, млн



Источники: Вымпелком, оценка НИКойла

Впереди рынка
Котировки акций Вымпелкома и индекс РТС



Источники: Bloomberg, РТС

Примечание. Все рыночные показатели действительны на 5 мая 2004 г.

Стремительный рост, в погоне за лидером

Основные позитивные факторы

Большая абонентская база. Сотовая связь в России получает все большее распространение, что обусловливает значительный потенциал роста абонентской базы Вымпелкома. Число абонентов компании в 2003 г. достигло 11,4 млн, то есть с начала года данный показатель увеличился на 119%. Между тем уровень мобильной телефонизации в целом по России остается довольно низким (29%), что обеспечивает Вымпелкому высокий потенциал роста абонентской базы.

Ведущий оператор на московском рынке. С осени 2001 г. Вымпелком начал активно развивать свою деятельность в Москве, и в начале 2002 г. компания стала самым популярным оператором сотовой связи в столице. По нашей оценке, в феврале 2004 г. у Вымпелкома в Москве было порядка 5,9 млн абонентов, что приблизительно на 14% больше, чем у МТС. Являясь ведущим оператором связи на условиях pre-paid, Вымпелком, по нашему мнению, сохранит свое лидерство в столице. Учитывая, что Вымпелком – основной оператор сотовой связи в Москве, где уровень телефонизации составил по состоянию на конец 2003 г. 67%,– он сможет использовать рост телефонизации для усиления своих позиций на рынке.

Пересмотр всей структуры тарифов. Реагируя на рост конкуренции, Вымпелком ввел в августе 2003 г. новые тарифные планы. Новые тарифы предусматривают фиксированное время разговоров за фиксированную плату. Время разговора включает все входящие звонки, которые ранее были бесплатными. Компания планирует предлагать данный вид тарифа также за пределами Москвы с целью остановить снижение показателя ARPU. Однако мы не думаем, что компания сможет сильно снизить тарифы на сотовую связь, так как цены в России и так низки, и другие операторы уже предлагают своим абонентам подобные тарифные планы. Вымпелком в борьбе за выручку будет скорее полагаться на лояльность своих абонентов, чем на снижение тарифов.

Быстрое развитие в регионах. Вымпелкому принадлежит 79 лицензий на работу в стандарте GSM в 89 регионах России. Единственным регионом, на работу в котором у Вымпелкома нет лицензии, является Дальний Восток. В данный момент компания работает в 59 регионах и намерена ввести в эксплуатацию еще 20 новых сетей в 2004 г. Число региональных абонентов компании в 2003 г. выросло до 5,7 млн с 1,4 млн в 2002 г., то есть рост за год составил 309%. По нашим оценкам, абонентская база компании в регионах продолжит расти и в 2004 г. составит 11 млн.

Контроль над Вымпелкомом-Р. Совет директоров Вымпелкома недавно рекомендовал акционерам одобрить консолидацию компании «Вымпелком-Регион» на внеочередном собрании 24 октября. Если компании будут объединены, доля Telenor составит 26,6% акций Вымпелкома, а доля Альфа-Групп достигнет 32,9%. Объединение не изменит положение владельцев ADR, несмотря на то что их доля немного сократится с нынешних 45,6% до 40,5%. В то же время Вымпелком получит полный контроль над Вымпелкомом-Р, сократив долю меньшинства, вычитаемую из чистой прибыли Вымпелкома. Слияние должно быть завершено в I полугодии 2004 г.

Основные негативные факторы

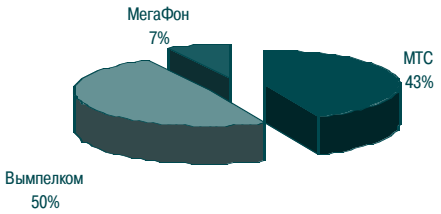
Отставание в регионах. Региональная база Вымпелкома составляет 7,31 млн абонентов. Таким образом, компания стоит на втором месте после МТС (9,96 млн абонентов). Вымпелком стремится расширить свою деятельность в регионах, при этом компания выходит на новые региональные рынки, как правило, позже, чем ее основные конкуренты, что усложняет процесс завоевания лидерства на этих рынках.

Лицензионные проблемы. В январе 2004 г. Госсвязьнадзор – подразделение Министерства Связи, ответственное за выдачу лицензий – заявил, что отношения между Вымпелкомом и его дочерним подразделением нарушают российское законодательство. Вымпелком не имеет прямой лицензии на предоставление услуг в МЛЗ, поэтому он обслуживает московских абонентов через дочернее подразделение КБ-Импульс, которое и является владельцем соответствующей лицензии. Вымпелкому уже удалось выиграть дело по иску против Госсвязьнадзора. Кроме того, компания планирует консолидировать собственное дочернее подразделение и тем самым снять все возможные будущие претензии со стороны регулирующих органов. Поэтому мы считаем, что проблемы с лицензиями разрешатся в самое ближайшее время.

Новый закон может оказать негативное влияние на компанию. Новый закон "О связи" предусматривает создание Резерва универсального обслуживания, который будет компенсировать региональным операторам связи неприбыльные и социально значимые услуги. Однако создание фонда приведет к снижению на 2–4% нормы EBITDA и нормы чистой прибыли операторов связи и, возможно, повышению их рыночных коэффициентов на 5–15%.

Московский фаворит

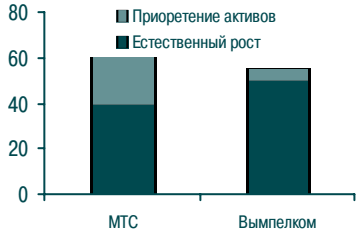
Доля на московском рынке мобильной связи, %



Источники: AC&M, оценка НИКойла

Рост за счет собственных возможностей

Расширение региональных операций



Источники: AC&M, оценка НИКойла

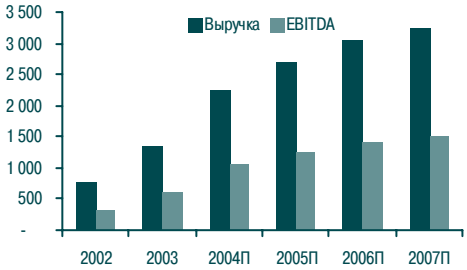
Снижение продолжается

ARPU (долл.) и MOU (мин.)

Источники: Вымпелком, оценка НИКойла

Рост абонентской базы означает финансовую стабильность

Выручка и EBITDA, млн долл.



Источники: Вымпелком, оценка НИКойла

Стремительный рост, в погоне за лидером

Интенсивное развитие обеспечивает рост

Операционные показатели

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Телефонизация, %							
Москва	27	48	68	79	84	88	90
Санкт-Петербург	14	33	54	67	75	80	82
Россия, кроме Москвы и С.-Петербурга	2	7	18	31	39	44	48
Всего	6	13	25	38	46	51	54
Абоненты, млн							
Москва	1,91	3,71	5,66	6,40	6,74	6,96	7,07
Регионы	0,20	1,44	5,78	11,01	14,50	16,49	17,74
Всего	2,11	5,15	11,44	17,41	21,25	23,45	24,81
Доля рынка, %							
Москва	47	52	49	48	47	46	46
Регионы	5	13	23	26	28	28	28
Всего	26	28	32	32	32	32	32
Трафик на абонента (мин.)							
Москва	105	97	88	94	96	96	96
Регионы	0	70	92	88	83	88	92
Всего	105	92	90	85	85	85	85
Выручка на абонента в месяц (долл.)							
Москва	27	19	17	17	16	16	16
Регионы	22	12	10	9	8	8	8
Всего	26	18	14	12	11	11	11
Отток абонентов, %	23	23	39	33	29	25	25
Затраты на привл. абонента, долл.	36	26	19	20	21	27	39

Потенциал роста абонентской базы в Москве сохраняется

Мы полагаем, что и в будущем Вымпелком будет отставать от конкурентов на региональном рынке сотовой связи, однако его позиции в Москве останутся сильными

Экспансия на массовый рынок приведет к размыванию трафика на абонента

Деятельность в регионах и рост числа абонентов массового рынка продолжают негативно влиять на показатель ARPU

Эффективная компания

Финансовые показатели

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Норма EBITDA, %	35	42	46	47	46	46	46
Норма EBIT, %	21	29	32	35	34	33	33
Норма чистой прибыли,%	11,19	16,86	17,52	19,74	21,81	22,16	21,99
Прибыль на акцию, долл.	3	5	8	12	16	18	19
Рост прибыли на акцию, %	172	79	80	41	34	15	5
EBITDA на акцию, долл.	6	9	15	18	20	22	23
Рост EBITDA, %	116	50	72	19	12	7	4

Интенсивный рост и контроль над затратами обеспечивают улучшение операционных показателей Вымпелкома

Источники: Вымпелком, оценка НИКойла

Сравнительная оценка: привлекательно оцененная компания

Вымпелком и международные компании

	Страна	Цена, долл.	Рын. кап., млн долл.	EV, млн долл.	P/E 2002П	P/E 2003П	P/E 2004П	P/E 2005П	EV/EBITDA 2002П	EV/EBITDA 2003П	EV/EBITDA 2004П	EV/EBITDA 2005П	P/S 2002	P/B 2002	EV/S
Вымпелком	**Россия**	**95,1**	**5112**	**5678**	**39,5**	**21,9**	**11,5**	**8,2**	**17,6**	**9,3**	**5,4**	**4,5**	**3,8**	**2,2**	**497**
МТС	Россия	113,6	11261	12586	40,6	21,8	13,0	11,4	18,7	9,4	6,2	5,6	4,4	3,1	746
Компании развивающихся рынков															
Matav	Венгрия	4,3	4498	6274	13,9	14,0	13,4	12,1	5,4	5,2	5,1	5,0	1,6	1,7	998
Telekom Malaysia	Малайзия	2,6	8247	10866	28,0	24,6	21,4	18,2	9,4	8,7	6,9	6,6	3,2	1,9	1705
KT Corp	Корея	34,8	10127	20678	6,2	7,2	7,7	7,0	4,2	4,2	3,6	3,7	0,7	1,5	574
Turkcell	Турция	0,0	5308	5608	neg	22,4	13,1	12,0	8,1	6,3	4,6	5,1	2,4	7,6	357
Mobinil	Египет	14,2	1418	1576	19,1	14,4	17,5	22,1	7,9	7,5	6,0	4,4	3,5	4,4	691
Cesky Telecom	Чехия	12,5	4025	4280	23,0	28,0	28,6	35,3	4,3	4,4	4,0	4,1	2,0	1,0	567
TPSA	Польша	4,1	5689	9225	29,4	18,8	14,4	11,8	5,1	4,8	4,4	4,4	1,2	1,6	870
M-Cell	Юж.Африка	4,4	7232	7626	84,6	20,0	12,2	9,9	18,3	9,4	6,5	5,5	3,9	2,7	1955
China Mobile	Китай	2,7	53973	55792	12,5	12,3	11,6	11,4	5,8	5,2	4,9	4,6	3,3	2,3	436
China Unicom	Китай	0,8	9657	15944	16,7	15,2	11,4	9,7	6,8	5,3	4,4	4,0	1,9	1,9	234
Iusacell	Мексика	1,4	1236	902	отр.	отр.	отр.	отр.	5,9	4,5	4,1	-	2,6	-	429
Telesp Cellular	Бразилия	2,9	2233	5225	отр.	48,6	19,9	-	10,6	9,4	7,5	-	1,9	**3,0**	-
В среднем		**-**	**-**	**-**	**25,9**	**20,5**	**15,6**	**14,9**	**7,7**	**6,2**	**5,2**	**4,7**	**2,4**	**2,7**	**802**
Компании развитых рынков															
DT	Германия	11,8	49553	90857	отр.	отр.	-	-	10,7	6,2	5,7	5,4	1,1	2,0	1150
TI	Италия	3,9	32919	34107	33,9	22,5	18,7	17,4	20,1	7,9	7,2	6,8	3,7	5,6	875
France Telecom	Франция	16,8	37362	82678	отр.	-	18,2	14,0	6,7	6,2	5,5	5,2	1,0	-	702
В среднем		**-**	**-**	**-**	**33,9**	**22,5**	**18,4**	**15,7**	**12,5**	**6,8**	**6,1**	**5,8**	**1,9**	**3,8**	**909**

Источники: Bloomberg, оценка НИКойла

Стремительный рост, в погоне за лидером

Компания привлекает дополнительный капитал

Балансовые показатели, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Денежные средства	145	264	158	259	648	1 293	2 145
Дебиторская задолженность	103	75	113	476	551	609	625
Прочие оборотные активы	16	149	256	24	28	30	31
Всего оборотные активы	**264**	**488**	**526**	**759**	**1 226**	**1 932**	**2 802**
Основные средства, нетто	535	958	1 461	1 807	1 977	2 100	2 093
Нематериальные активы	71	144	163	255	261	263	250
Прочие активы	55	103	152	383	458	516	551
Всего основные средства	**662**	**1 204**	**1 776**	**2 445**	**2 696**	**2 879**	**2 894**
Всего активы	**926**	**1 693**	**2 302**	**3 203**	**3 922**	**4 811**	**5 696**
Краткосрочная задолженность	90	172	208	431	348	360	412
Кредиторская задолженность	58	140	304	412	501	572	607
Предварительные платежи абонентов и депозиты	63	107	181	435	531	586	620
Всего текущие обязательства	**212**	**419**	**694**	**1 278**	**1 380**	**1 518**	**1 639**
Долгосрочная задолженность	187	478	392	285	299	359	406
Отсроченные налоги и плата за подключение	18	35	38	70	84	97	102
Всего обязательства	**206**	**513**	**431**	**356**	**383**	**456**	**507**
Доля меньшинства	0,31	98	180	232	232	232	232
Дополнительный оплаченный капитал	505	530	-	530	530	530	530
Выкупленные собственные акции	(63)	(63)	-	(63)	(63)	(63)	(63)
Нераспределенная прибыль	66	195	-	870	1 459	2 137	2 850
Всего собственный капитал	508	663	998	1 337	1 927	2 605	3 318
Всего обязательства и собственный капитал	**926**	**1 693**	**2 302**	**3 203**	**3 922**	**4 811**	**5 696**

Источники: Вымпелком, оценка НИКойла

Несмотря на масштабные инвестиции, Вымпелком сохраняет сильную денежную позицию

Привлеченный капитал должен способствовать интенсивному развитию в регионах

Рост доходов

Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Выручка	383	728	1 267	2 141	2 550	2 873	3 064
Продажа обрудования	43	50	65	85	146	181	170
Прочая выручка	1	2	4	5	6	7	8
Налог на основе выручки	(5)	(11)	-	-	-	-	-
Чистая операционная выручка	**423**	**768**	**1 336**	**2 232**	**2 702**	**3 061**	**3 242**
Стоимость услуг	73	111	191	341	372	400	405
Стоимость оборудования	39	42	54	77	146	181	187
Общие и административные затраты	149	272	468	744	915	1 062	1 133
Обеспечение по сомнительным кредитам	13	21	9	15	18	20	21
EBITDA	**148**	**322**	**613**	**1 055**	**1 252**	**1 399**	**1 496**
Износ	49	85	185	232	280	327	367
Амортизация	13	12	-	39	44	49	53
Операционная прибыль	**87**	**225**	**428**	**784**	**928**	**1 023**	**1 076**
Процентные доходы	(6)	(9)	(8)	(8)	(13)	(32)	(32)
Процентные расходы	(27)	56	70	88	99	86	90
Прибыль до налогообложения	**66**	**178**	**370**	**705**	**842**	**969**	**1 018**
Налог на прибыль	19	50	109	211	253	291	306
Доля миноритариев	(0)	(2)	27	53	-	-	-
Чистая прибыль	**47**	**130**	**234**	**441**	**589**	**678**	**713**

Источники: Вымпелком, оценка НИКойла

Выручка растет в результате быстрого увеличения абонентской базы

После 2005 г. ожидается замедление темпов роста выручки, так как рынок будет близок к насыщению

Усиление конкуренции в Москве и регионах выливается увеличение сбытовых расходов

Контроль над затратами и рост выручки способствуют повышению EBITDA и чистой прибыли

Стремительный рост, в погоне за лидером

Большой объем денежных средств на региональное развитие

Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2001	2002	2003	2004П	2005П	2006П	2007П
Операционная деятельность							
Чистая прибыль	47	130	-	441	589	678	713
Амортизация и износ	61	85	-	232	280	327	367
Прочие корректировки по неденежным статьям	3	20	-	68	18	20	21
Изменения в активах и обязательствах	(11)	(13)	-	299	102	69	51
Денежные средства от операционной деятельности	**101**	**222**	**512**	**1039**	**989**	**1095**	**1153**
Инвестиционная деятельность							
Плата за приобретения	(21)	(27)	(42)	-	-	-	-
Покупка основных средств	(136)	(291)	(507)	(950)	(500)	(500)	(400)
Прочее	(4)	-	(45)	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиционной деятельности	**(162)**	**-**	**(594)**	**(950)**	**(500)**	**(500)**	**(400)**
Финансовая деятельность							
Поступления кредитов	105	331	160	150	150	200	250
Погашение кредитов	(51)	(38)	(91)	(137)	(250)	(150)	(150)
Прочее	5	1	(105)	-	-	-	-
Денежные потоки по финансовой деятельности	**54**	**294**	**(36)**	**13**	**(100)**	**50**	**100**
Чистое (уменьшение) увеличение денежной позиции	(8)	119	(106)	101	389	645	853
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	**152**	**144**	**264**	**158**	**259**	**648**	**1 293**
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	**144**	**264**	**158**	**259**	**648**	**1 293**	**2 145**

Источники: Вымпелком, оценка НИКойла

Мощные операционные денежные потоки позволят обеспечивать все инвестиционные потребности с 2004 г.

Основной целью масштабной инвестиционной программы будет региональное развитие

Вымпелком – описание компании

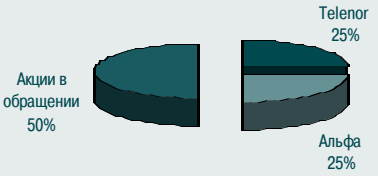
Вымпелком входит в число лидеров российского рынка мобильной связи. Бренд компании в России – серия продуктов Bee Line. Вымпелком владеет лицензиями на работу в 79 регионах с населением 139 млн человек (94% всего населения России). На московском рынке Вымпелком занимает лидирующее положение, при этом компания стала первым сотовым оператором в России, разместившим АДР на Нью-йоркской фондовой бирже.

Сильные стратегические партнеры. У Вымпелкома есть два стратегических партнера, каждому из которых принадлежит по 25% акций компании, – норвежская компания Telenor, являющаяся крупнейшим инвестором в российскую телекоммуникационную отрасль, и Альфа-Групп, одна из ведущих финансовых групп в России. В октябре 2003 г. на внеочередном собрании акционеры Вымпелкома одобрили слияние компании с ее дочерним подразделением Вымпелкомом-Р. После слияния Telenor будет владеть 26,6% акций Вымпелкома, а доля Альфа-Групп достигнет 32,9%.

Экспансия продолжается. Абонентская база Вымпелкома – одна из самых больших в России – превышает 14 млн абонентов. Компания уже работает в 59 из 89 регионов России и рассчитывает увеличить абонентскую базу за счет получения новых лицензий или приобретения мелких операторов. В апреле 2003 г. Вымпелкому была предоставлена лицензия на деятельность в Санкт-Петербурге – втором по прибыльности рынке России.

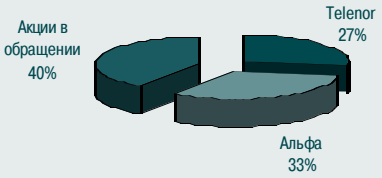
Вымпелком – лидер российского рынка высокодоходных телекоммуникационных услуг. Вымпелком предлагает своим клиентам большой спектр современных телекоммуникационных услуг. В марте 2002 г. компания первой в России предложила абонентам услуги GPRS и Sim-Media. В настоящее время Вымпелком изучает возможность предоставления абонентам мобильной связи третьего поколения.

Структура акционеров Вымпелкома до слияния с Вымпелкомом-Р



Источники: Вымпелком

Структура акционеров Вымпелкома после слияния с Вымпелкомом-Р



Источники: Вымпелком

Аналитическое управление ФК “НИКойл”

Руководитель управления
Петру Вадува, vad_pe@nikoil.ru

Заместитель руководителя управления
Константин Чернышев, che_kb@nikoil.ru

Аналитическая группа

Стратегия
Руководитель управления: Петру Вадува, vad_pe@nikoil.ru
Ст. аналитик: Владимир Савов, sav_vn@nikoil.ru
Ст. аналитик: Алексей Казаков, kaz_ae@nikoil.ru
Аналитик: Мария Плотникова, plo_my@nikoil.ru

Политика/Экономика
Ст. экономист: Владимир Тихомиров, tih_vi@nikoil.ru

Мировая экономика и рынки
Ст. аналитик: Алексей Казаков, kaz_ae@nikoil.ru

Нефть и газ
Ст. аналитик: Каюс Рапану, rap_ca@nikoil.ru
Аналитик: Лев Сныков, sny_ly@nikoil.ru
Аналитик: Анна Юдина, udi_an@nikoil.ru

Энергетика
Ст. аналитик: Каюс Рапану, rap_ca@nikoil.ru
Аналитик: Матвей Тайц, tai_ma@nikoil.ru

Телекоммуникации
Ст. аналитик: Константин Чернышев, che_kb@nikoil.ru
Аналитик: Владимир Богданов, bog_vb@nikoil.ru

Металлургия/Машиностроение
Ст. аналитик: Вячеслав Смольянинов, smo_vb@nikoil.ru
Аналитик: Софья Рагулина, rag_sv@nikoil.ru

Банки/Потребительский сектор
Ст. аналитик: Владимир Савов, sav_vn@nikoil.ru

Редакторская группа

Ст. редактор (англ яз.): Марк Брэдфорд, bra_ms@nikoil.ru
Редактор: Лукас Ромриэлл, rom_lu@nikoil.ru
Ст. редактор: Юлия Прокопенко, pro_ja@nikoil.ru
Редактор: Андрей Пятигорский, pya_ae@nikoil.ru
Переводчик/Редактор: Ольга Симкина, sim_oa@nikoil.ru

Интернет / Базы данных

Мария Плотникова, plo_my@nikoil.ru
Кирилл Братанич, bra_kv@nikoil.ru

Управление по торговле ценными бумагами

Исполнительный директор
Игорь Коломейский, kol_ib@nikoil.ru

Михаил Айзенберг, aiz_ma@nikoil.ru
Денис Заболотнев, zab_di@nikoil.ru
Кирилл Клейнер, kle_kd@nikoil.ru
Арно Кукк, kuk_av@nikoil.ru
Павел Курчанов, kur_pf@nikoil.ru
Илья Лобанов, lob_ia@nikoil.ru
Евгений Старцев, sta_ev@nikoil.ru
Марк Темкин, tem_ma@nikoil
Тимур Тургенбаев, tur_tm@nikoil.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, НИКОЙЛ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни НИКОЙЛ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.
Все права на бюллетень принадлежат ООО "Брокерская компания НИКойл", и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © НИКойл 2004

Финансовая корпорация “НИКойл”
119048, Москва
ул. Ефремова, 8
+7 (095) 788-08-88
research@nikoil.ru