

ПРЕКРАСНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ, НО ПОТЕНЦИАЛ РОСТА КОТИРОВОК УЖЕ ПРАКТИЧЕСКИ ИСЧЕРПАН

Акции семи укрупненных региональных компаний связи в 2003 году продемонстрировали прекрасную динамику курсовой стоимости. Эти бумаги в среднем за год подорожали на 54%, причем рост котировок двух лидеров – "ВолгаТелекома" и Уралсвязьинформа" – составил 115% и 103% соответственно, почти в два раза превысив повышение индекса РТС (58%). Теперь основной вопрос состоит в том, оправдываются ли текущие котировки фундаментальными характеристиками компаний? В данном отчете мы анализируем фундаментальные показатели региональных операторов связи, чтобы ответить на этот вопрос.

Мы обновили наши базовые предпосылки с учетом последних опубликованных результатов. В частности, по результатам компаний за первые 9 месяцев 2003 мы повысили прогнозы темпов прироста международного трафика и оценки роста количества абонентов сотовой связи. Мы также повысили прогноз капвложений региональных операторов, поскольку их реальные инвестиции в среднем на 50% превысили объявленные ранее суммы, а планы капитальных затрат на этот год выглядят весьма амбициозно. Обновив наши модели с учетом новых исходных данных, мы получили новые прогнозные показатели по МСФО; однако наши прогнозируемые цены после обновления моделей практически не изменились. Это позволяет сделать вывод, что в настоящее время сектор полностью оценен.

С точки зрения фундаментальных показателей все осталось практически по-прежнему. Поэтому потенциал дальнейшего роста курсовой стоимости акций региональных операторов после ралли 2003 года практически исчерпан. Несмотря на высокие темпы роста выручки и привлекательные прогнозные оценочные коэффициенты, с точки зрения свободных денежных потоков региональные компании выглядят неважно, поскольку вышеупомянутые капвложения отнимают у них все большую долю выручки.

В 2004 году основным потенциальным катализатором роста станет продажа Связьинвеста. Поток новостей о приватизации Связьинвеста, выплеснувшийся на рынок в конце прошлого года, свидетельствует о том, что в 2004 году компания, по-видимому, наконец-то будет продана. Главным положительным последствием прихода частных владельцев для операторов связи станет свобода выбора объектов капвложений, что особенно позитивно скажется на компаниях, предоставляющих большой объем нерегулируемых услуг. В этом плане наиболее привлекательно, на наш взгляд, выглядят "Сибирьтелеком", "ВолгаТелеком" и Уралсвязьинформ. Стоит также заметить, что повышение ликвидности в результате приватизации станет одним из тех факторов, на основе которых мы впоследствии можем повысить наши прогнозируемые цены.

Рекомендация по обыкновенным акциям "Сибирьтелекома" понижена с "Покупать" до "Держать"; привлекательными представляются только привилегированные акции "Сибирьтелекома" и "ВолгаТелекома". Вслед за выпуском этого отчета мы понижаем рекомендацию по обыкновенным акциям "Сибирьтелекома", который стоит последним в списке рекомендуемых нами компаний, с "Покупать" до "Держать". На текущих уровнях мы считаем привлекательными только привилегированные акции некоторых компаний, в частности – бумаги "ВолгаТелекома" и "Сибирьтелекома", обладающие потенциалом роста на 23% и 8% соответственно. Оба предприятия владеют сотовыми активами, а суммы долга у них минимальные. Более того, рентабельность "ВолгаТелекома" – самая высокая среди семи региональных предприятий связи. Именно эта компания должна первой достичь точки безубыточности на уровне свободных денежных потоков.

	Обыкновенные				Привилегированные				Рын. кап., \$ млн.	Дивидендная доходность	
	Текущая цена, \$	Прогнозируемая цена, \$	Потенциал роста	Рейтинг	Текущая цена, \$	Прогнозируемая цена, \$	Потенциал роста	Рейтинг		Обыч.	Прив.
Северо-Западный Телеком	0.49	0.37	-24%	Продавать	0.34	0.28	-18%	Продавать	429	1.30%	5.70%
ЦентрТелеком	0.40	0.31	-23%	Продавать	0.30	0.23	-23%	Продавать	789	0.80%	3.20%
ВолгаТелеком	3.20	3.17	-1%	Держать	1.93	2.38	23%	Покупать	945	0.60%	3.20%
Южная телекоммуникационная компания	0.110	0.084	-24%	Продавать	0.088	0.060	-28%	Продавать	411	1.40%	5.10%
Уралсвязьинформ	0.043	0.038	-13%	Держать	0.027	0.029	7%	Держать	1 598	0.30%	1.10%
Сибирьтелеком	0.046	0.046	0%	Держать	0.032	0.030	8%	Покупать	678	0.90%	3.90%
Дальсвязь	1.30	1.32	2%	Держать	0.90	0.99	10%	Покупать	152	0.90%	3.90%

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены компанией Атон и предназначены исключительно для сведения клиентов Компании "Атон" сотрудничает или ищет возможность организовать партнерские отношения с компаниями, упоминаемыми в данном отчете. Инвесторы должны рассматривать данное исследование лишь в качестве одного из факторов при принятии бизнес-решений. Другая важная информация, требующая раскрытия, представлена на последней странице отчета.

ОБНОВЛЕНИЕ МОДЕЛЕЙ ПОЧТИ НЕ ПРИВЕЛО К ИЗМЕНЕНИЮ ПРОГНОЗИРУЕМЫХ ЦЕН

Можно предположить, что после ралли 2003 года, вызванного реструктуризацией отрасли, региональные предприятия связи сегодня практически достигли своей справедливой стоимости. Для проверки этого предположения мы обновили наши модели, пересчитав их с учетом последних результатов, опубликованных самими компаниями, а также статистических данных о развитии отрасли, и вывели новые прогнозные показатели по МСФО и новые прогнозируемые цены. Однако наш анализ подтвердил, что большинство акций отрасли (за исключением привилегированных бумаг нескольких компаний) на текущих уровнях полностью оценены, а в ряде случаев – переоценены.

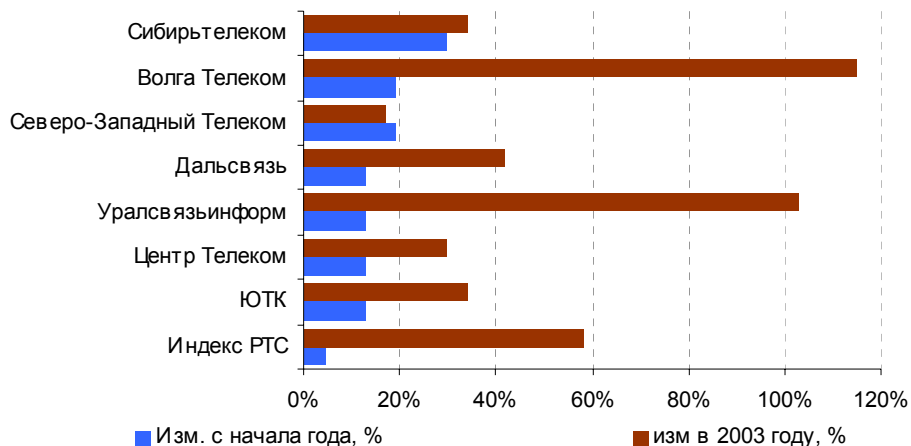
Акции компаний связи в 2003 году - начале 2004 года поднялись до заоблачных вершин, заставив нас вновь проанализировать фундаментальные показатели

Акции семи укрупненных региональных компаний связи в 2003 году продемонстрировали прекрасную динамику курсовой стоимости, подорожав в среднем на 54%.

При этом бумаги двух лидеров – "ВолгаТелекома" и Уралсвязьинформа (которые возглавляли перечень акций, рекомендованных нами к покупке в 2003 году) – выросли на 115% и 103% соответственно, почти в два раза опередив индекс РТС.

За первые две недели 2004 года котировки акций компании связи взлетели на 10-31%, тогда как индекс продемонстрировал лишь скромное повышение на 5%. Теперь основной вопрос заключается в том, оправдываются ли текущие цены фундаментальными характеристиками компаний? Для ответа на него мы обновили наши модели оценки и вновь проанализировали состояние отрасли.

Динамика котировок региональных компаний связи в 2003 и текущем году, %

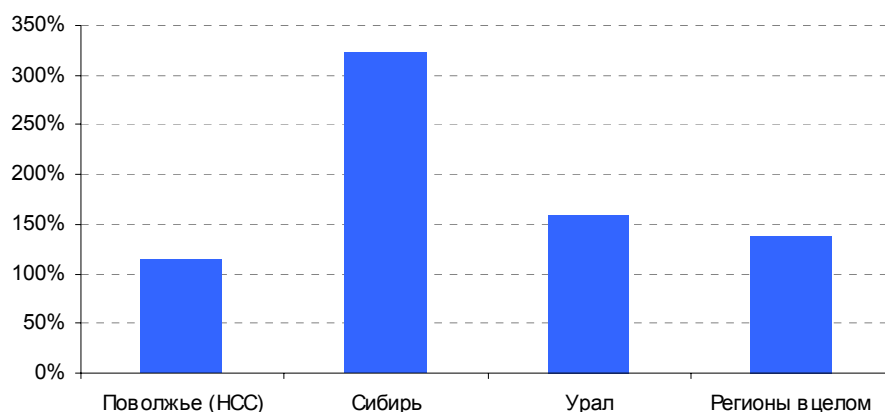


Источник: РТС

Мы обновили прогноз международного и междугороднего трафика и количества абонентов сотовой связи и капвложений с учетом результатов за первые 9 месяцев 2003 года (последние имеющиеся данные). Кроме этого мы изменили оценки капвложений в соответствии с изменением прогнозов самих компаний, сделав следующие поправки:

- **Междугородний трафик на одну линию по результатам 9 месяцев вырос в соответствии с нашими прогнозами.** Исключениями стали "Дальсвязь" (которая показала более высокие результаты по сравнению с прогнозом) и "ЦентрТелеком" (результаты которого отставали от оценочных значений). **Однако динамика международного трафика на одну линию в 2003 году превзошла прогноз** – этот показатель вырос на 8% по сравнению с ожидавшимся повышением на 4%, что заставило нас повысить исходные данные для модели на 2004-2010 год.
- **Мы также повысили прогноз количества сотовых абонентов,** учитывая более высокий прирост этого показателя в 2003 году по сравнению с прогнозом и меньшую потерю рыночной доли региональными операторами Связьинвеста, которые владеют сотовыми активами. В результате улучшились прогнозные финансовые показатели Уралсвязьинформа и увеличилась стоимость сотовых активов "Сибирьтелекома" и "ВолгаТелекома".

Динамика абонентской базы региональных операторов в 2003 году



Источник: АСМ, оценки "Атона"

Мы увеличил прогноз капвложений региональных операторов Связьинвеста на 2004-2007 год, поскольку в 2003 году они оказались на 50% (\$1.2 млрд.) выше ожидавшихся. Это связано с тем, что государство через Связьинвест пользуется улучшением операционных результатов региональных операторов, вынуждая их наращивать инвестиции (в том числе и на социально-значимые проекты).

Соотношение капвложений к выручке региональных предприятий связи

	2002	2003П	2004П
Северо-Западный Телеком	22%	24%	20%
ЦентрТелеком	22%	33%	27%
Волга Телеком	32%	26%	22%
Южная телекоммуникационная компания	22%	64%	42%
Уралсвязьинформ	24%	33%	26%
Сибирьтелеком	17%	32%	35%
Дальсвязь	9%	27%	27%
Среднее/всего	22%	34%	29%

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Изменение порядка расчетов с Ростелекомом повлияло на относительные показатели рентабельности, но не на абсолютные значения EBITDA. С 1 августа 2003 года вступила в действие новая система расчетов с Ростелекомом за дальний

трафик. Система включает в себя новые положения, учитывающие выручку за приземление входящего трафика и платежи за приземление исходящего трафика, тогда как ранее учитывался только чистый баланс трафика. Кроме того, новая система позволяет отслеживать трафик в реальном времени, тогда как ранее оплата строилась на основе прошлогодних данных о трафике. В результате введения новой системы выручка региональных компаний увеличится на сумму выручки от приземления входящего трафика (по оценкам, прибавка составит 7% в год), тогда как затраты вырастут на сумму платежей за приземление трафика другими региональными операторами. Однако если баланс трафика сильно не изменится по сравнению с предыдущим годом, показатель EBITDA останется практически таким же, как раньше, хотя формально рентабельность EBITDA снизится.

Наконец, мы перешли на использование в наших моделях показателей по МСФО в связи с переходом региональных операторов на международные стандарты финансовой отчетности. Помимо того, что показатели по МСФО точнее отражают финансовое состояние компании, они еще и позволяют нам более точно оценивать стоимость компаний, владеющих крупными дочерними предприятиями сотовой связи – Уралсвязьинформа, "ВолгаТелекома" и "Сибирьтелекома", которые мы раньше оценивали на основе оценочных коэффициентов (дочерние предприятия по РСБУ не консолидируются). Что касается остальных компаний, то переход на МСФО не привел к значительному изменению прогнозных показателей отчета о прибылях и убытках, а денежные потоки остались практически на прежних уровнях. Это объясняется тем, что основная разница между РСБУ и МСФО состоит в учете амортизации, которая не влияет на денежные потоки и, соответственно, на стоимость компаний на основе модели DCF.

Прогнозные финансовые показатели региональных операторов, МСФО, \$ млн.

	Выручка				ЕБИТДА				Чистая прибыль				Операционные денежные потоки			
	2002	2003П	2004П	2005П	2002	2003П	2004П	2005П	2002	2003П	2004П	2005П	2002	2003П	2004П	2005П
Северо-Западный Телеком	326	412	529	624	88	107	137	163	15	28	40	51	73	82	101	120
ЦентрТелеком	529	694	911	1 079	151	190	243	286	2	28	42	50	104	141	171	198
ВолгаТелеком	399	553	744	892	127	188	253	301	26	67	91	103	119	123	157	183
Южная телекоммуникационная компания	359	498	660	812	104	150	192	248	27	34	20	25	62	119	131	158
Уралсвязьинформ	535	737	1 028	1 254	160	234	356	444	33	70	125	160	91	129	188	247
Сибирьтелеком	423	562	757	914	115	157	223	273	20	74	82	96	78	120	136	163
Дальсвязь	171	232	305	381	32	49	69	96	1	17	24	37	22	40	52	68
Всего	2 743	3 688	4 935	5 956	777	1 075	1 474	1 810	124	318	423	522	550	755	937	1 136

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Мы также повысили показатель WACC в связи с ростом базовой стоимости акционерного капитала у российских компаний с 12.3% до 12.4%, поскольку падение безрисковой ставки более чем компенсировано увеличением волатильности российского рынка акций из-за "дела ЮКОСа" (см. отчет о стратегии инвестиций от 16 января 2004 года "Много шума из ничего").

Новые и старые исходные значения стоимости акционерного капитала

Предположения	Предыдущие	Новые	Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка, %	6.00	5.70	На основе средней доходности долгосрочных фьючерсов по государственным облигациям США за последние пять лет
Премия по суверенному риску в России, %	1.50	1.70	Спрэд долгосрочных российских еврооблигаций к государственным облигациям США
Безрисковая ставка в России, %	7.50	7.40	
Стандартная премия за акции, %	4.00	4.00	Историческая разница между акциями и облигациями
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.20	1.25	Увеличение коэффициента повышенной волатильности вследствие недавнего скачка индекса
Премия по российскому фондовому рынку, %	4.80	5.00	
Базовая стоимость акционерного капитала*, %	12.30	12.40	Практически не изменилась

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Оценка стоимости: несмотря на изменения модели, оставшийся потенциал роста невелик

В целом внесенные нами изменения не привели к резкому увеличению привлекательности региональных операторов Связьинвеста, поэтому нам остается лишь повторить свое мнение о том, что оценка стоимости этих компаний сейчас уже весьма высока.

Сводка оценки стоимости региональных операторов на основе модели DCF

	Северо-Западный Телеком	ЦентрТелеком	ТТК	ВолгаТелеком	Телерадиокоммуникационная компания	Южная связь	Уралсвязьинформ	СибирьТелеком	Дальсвязь
Исходные данные модели DCF									
Безрисковая ставка в России	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%
Премия за риск вложения в российские акции	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Прогнозируемый коэффициент "бета"	2.0	1.5	1.5	1.5	1.3	1.5	2.0	2.0	2.0
Прогнозируемый коэффициент "бета" с учетом долга	2.6	2.1	1.8	2.2	1.6	2.0	2.8	2.8	2.8
Стоимость акционерного капитала	20.6%	17.7%	16.2%	18.5%	15.5%	17.3%	21.2%	21.2%	21.2%
Стоимость долга	9.1%	11.4%	11.4%	12.9%	9.9%	12.9%	10.6%	10.6%	10.6%
Акционерный капитал, % от капитализации	24%	27%	14%	33%	23%	24%	27%	27%	27%
WACC	17.82%	16.00%	15.48%	16.70%	14.22%	16.24%	18.29%	18.29%	18.29%
Остаточные темпы роста	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Совокупная NPV будущих свободных денежных потоков, \$ млн.	442	856	1083	471	1801	817	197	197	197
Чистый долг (на конец 2003Г), \$ млн.	-115	-242	-108	-161	-344	-135	-51	-51	-51
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	326	613	975	310	1457	682	146	146	146
Прогнозируемая стоимость на одну обыкновенную акцию, \$	0.37	0.31	3.17	0.08	0.04	0.05	1.32	1.32	1.32

Прогнозируемая стоимость на одну привилегированную акцию, \$	0.28	0.23	2.38	0.06	0.03	0.03	0.99
Текущая цена, обыкновенные акции, \$	0.49	0.40	3.20	0.11	0.04	0.05	1.30
Текущая цена, привилегированные акции, \$	0.34	0.30	1.93	0.09	0.03	0.03	0.90
Потенциал повышения, обыкновенные акции	-25%	-22%	-1%	-24%	-11%	-1%	1%
Потенциал повышения, привилегированные акции	-19%	-22%	23%	-28%	7%	8%	10%

Источник: оценки "Атона"

Хотя у многих компаний финансовые показатели по МСФО выглядят привлекательными, нужно отметить, что высокие темпы роста выручки (в 2004-07 году среднегодовые темпы роста должны составить 19%) не приведут к столь же существенному увеличению свободных денежных потоков в связи с большими капвложениями. Похоже, что государство через Связьинвест вынуждает компании повысить капвложения в 2004 году. В 2003 году компании не смогли добиться увеличения рентабельности (по РСБУ), а в текущем году эта задача становится для них еще более трудновыполнимой.

В 2003 году компании не сумели добиться повышения рентабельности

	9 мес. 03	9 мес. 02	Изм.
Северо-Западный Телеком	28%	28%	0.0%
ЦентрТелеком	27%	26%	0.9%
ВолгаТелеком	29%	30%	-0.9%
Южная телекоммуникационная компания	25%	25%	0.0%
Уралсвязьинформ	27%	27%	0.6%
Сибирьтелеком	23%	24%	-0.9%
Дальсвязь	17%	18%	-1.0%

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Сравнительная оценка региональных операторов и их аналогов из других развивающихся стран (по состоянию на момент закрытие торгов 17 января)

	EV/S		EV/EBITDA		P/E	
	2003П	2004П	2003П	2004П	2003П	2004П
Северо-Западный Телеком	1.4	1.1	5.3	4.1	13.1	9.0
ЦентрТелеком	1.5	1.1	5.3	4.2	22.4	15.2
ВолгаТелеком	1.9	1.4	5.4	4.0	11.8	8.7
Южная телекоммуникационная компания	1.1	0.8	3.7	2.9	9.4	16.3
Уралсвязьинформ	2.6	1.9	8.3	5.4	19.9	11.1
Сибирьтелеком	1.4	1.1	5.2	3.6	7.5	6.7
Дальсвязь	0.9	0.7	4.1	2.9	7.3	5.1
Среднее	1.5	1.1	5.3	3.9	13.0	10.3
Компании развивающихся стран – операторы фиксированной связи						
Bezeq Israeli Telecom	2.1	2.1	5.2	5.3	54.0	33.0
Cesky Telecom	2.4	2.2	5.0	4.6	29.0	21.4
Hellenic Telecom	2.9	2.8	7.0	6.7	15.4	14.8
Matav	2.5	2.2	6.1	5.6	14.4	11.9
Telecom Malaysia	3.7	3.3	8.2	7.3	24.9	21.2
Telekomunikacja Polska	2.2	2.1	5.3	5.3	18.0	16.7
Всего/средневзвешенное	2.7	2.5	6.3	6.0	20.1	17.5

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Снижение издержек семью региональными операторами и, соответственно, увеличение их рентабельности возможно за счет сокращения персонала, однако масштаб сокращений ограничен соглашениями с профсоюзами. Кроме того, из-за инфляции и постоянного перераспределения выручки в пользу Ростелекома продолжается быстрый рост других статей затрат, например, стоимости ремонтно-

профилактических работ и платежей Ростелекому, которые являются неподконтрольными руководству региональных операторов.

Перспективы региональных операторов: 2004-2007 год

Фактор	Перспективы	Средне годовые темпы роста 04-07П	Риски
Выручка			
Тарифы на местную связь	Позитивные	14%	Меньшее повышение тарифов в 2004 году в связи с президентскими выборами
Рост количества подключенных линий	Умеренно позитивные	4%	Падение спроса из-за распространения мобильной связи
Междугородний трафик/подключенную линию	Позитивные	11%	Конкуренция со стороны сотовых компаний и операторов VoIP
Международный трафик/подключенную линию	Позитивные	4%	Конкуренция со стороны операторов VoIP
Мобильная связь	Позитивные	8%	Конкуренция со стороны компаний "Большой тройки"
Дополнительные услуги	Позитивные	42%	Конкуренция со стороны альтернативных операторов, темпы прироста неясные
Затраты			
Сокращение персонала	Нейтральные	-3%	Невозможность масштабного сокращения персонала в связи с социальными последствиями
Затраты на профилактику	Нейтральные	13%	Могут увеличиться в связи с ростом потребительских цен
Платежи Ростелекому	Негативные	19%	Раздел выручки смещается в пользу Ростелекома
Капвложения	Негативные	7%	Региональные операторы могут быть вынуждены финансировать нецелесообразные с экономической точки зрения проекты

Достичь точки безубыточности на уровне свободных денежных потоков удастся не ранее 2005 года (кроме "ВолгаТелекома")

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Выводы и рекомендации

С публикацией этого отчета мы понижаем рекомендацию по обыкновенным акциям "Сибирьтелекома" (с "Покупать" до "Держать"), который стоял последним в списке рекомендованных нами к покупке региональных операторов. На текущих уровнях интересными представляются только некоторые привилегированные акции, в частности – бумаги "ВолгаТелекома" и "Сибирьтелекома", потенциал роста которых составляет 23% и 8% соответственно. Обе компании владеют сотовыми активами и при этом у них самая низкая сумма долга по сектору. Кроме того, у "ВолгаТелекома" самая высокая рентабельность среди семи региональных компаний. Эта компания должна первой достичь точки безубыточности на уровне свободных денежных потоков, поэтому именно ее прогнозные данные, скорее всего, могут быть изменены в сторону повышения.

Дивидендная доходность 2003П: дополнительная выгода для владельцев привилегированных акций

	Дивиденды 2003П, \$		Дивидендная доходность 2003П	
	Обыкновенные	Привилегированные	Обыкновенные	Привилегированные
Северо-Западный Телеком	0.006	0.019	1.3%	5.7%
ЦентрТелеком	0.003	0.010	0.8%	3.2%
ВолгаТелеком	0.021	0.062	0.6%	3.2%
Южная телекоммуникационная компания	0.001	0.0045	1.4%	5.1%
Уралсвязьинформ	0.000	0.0003	0.3%	1.1%
Сибирьтелеком	0.0004	0.0013	0.9%	3.9%
Дальсвязь	0.012	0.035	0.9%	3.9%
Среднее			0.90%	3.70%

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Продажа Связьинвеста может стать главным катализатором роста курсовой стоимости акций сектора в 2004 году. Увеличение количества новостей, касающихся приватизации Связьинвеста, указывает на то, что продажа компании вполне может состояться в этом году, хотя возможности частных владельцев по резкому повышению стоимости региональных операторов преувеличивать не стоит. Покупатель Связьинвеста, скорее всего, еще не один год будет связан социальными обязательствами, в то время как график повышения тарифов местной связи вряд ли сильно изменится, поскольку резкое повышение приведет к тяжелым социальным последствиям. Самым положительным следствием продажи, на наш взгляд, станет увеличение свободы компаний в распределении капвложений, что наиболее положительно скажется на операторах с большой долей нерегулируемых услуг. Именно поэтому для игры на приватизации мы рекомендуем акции "Сибирьтелекома", "ВолгаТелекома" и Уралсвязьинформа.

Вероятное увеличение ликвидности также может сыграть положительную роль в повышении наших прогнозируемых цен. Коэффициент "бета" в расчете WACC установлен в соответствии со средним объемом торгов акциями компаний за последние три месяца.

Расчет прогнозируемого коэффициента "бета"

Среднемесячный объем торгов* (обыкн. + прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент "бета"
> 100	1
10-100	1.25
1-10	1.5
0.1-1	2
< 0.1	3

*На основе общего долларового объема за последние три месяца на РТС, ММВБ и на рынке АДР

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Поэтому повышение ликвидности со временем приведет к снижению WACC и росту прогнозируемых цен. Одним из факторов, ограничивающих ликвидность большинства региональных операторов, является отсутствие у них полного листинга на ММВБ (за исключением Уралсвязьинформа), который сделал бы их бумаги более доступными для отечественных инвесторов (хотя "Сибирьтелеком", "ЦентрТелеком", "Северо-Западный Телеком" и ЮТК торгуются на внебиржевом рынке ММВБ).

В следующей таблице показана чувствительность прогнозируемых цен к изменению коэффициента "бета, из которой видно, что повышение ликвидности наиболее благоприятно скажется на "Дальсвязи" и "Северо-Западном Телекоме".

Чувствительность прогнозируемой стоимости региональных операторов к изменению коэффициента "бета"

	Прогнозируе мый коэффициент "бета"	Прогнозируе мая стоимость, \$	Прогнозируемая стоимость при изменении коэффициента "бета" на одну ступень, \$	Потенциальное повышение прогнозируемой стоимости
Северо-Западный Телеком	2.0	0.37	0.51	38%
ЦентрТелеком	1.5	0.31	0.38	23%
ВолгаТелеком	1.5	3.17	3.7	17%
Южная телекоммуникацион ная компания	1.5	0.084	0.11	31%
Уралсвязьинформ	1.25	0.038	0.047	24%
Сибирьтелеком	1.5	0.046	0.055	20%
Дальсвязь	2.0	1.32	2.02	53%

Источник: оценки "Атона"

Заявление аналитика

Ответственность за содержание настоящего материала лежит, главным образом, на аналитике (аналитиках), имя которого указано на первой странице отчета. Аналитик заявляет, что его мнение о ценных бумагах или эмитентах, анализируемых в отчете, выражено верно. Аналитики, стратеги и помощники аналитиков, отвечающие за подготовку настоящего отчета, могут получать вознаграждение в зависимости от различных факторов, в том числе качества отчета, откликов инвесторов, правильности выбора акций, конкурентных факторов и общей выручки компании.

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых компанией Aton Capital Group по акциям

Рекомендация	Критерий
"Покупать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев > 15%
"Держать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев от 0% до 15%
"Продавать"	Потенциал роста < 0%

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акций и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим связываться с аналитическим отделом Aton Capital Group или сейлз-менеджером. В отдельных случаях отклонения от указанных выше диапазонов оценки, на основе которых аналитики выставляют свои рекомендации, может составлять до 10%.

Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет не является предложением о покупке или продаже какой-либо ценной бумаги или об участии в какой-либо торговой стратегии. Информация и мнения, содержащиеся в аналитических отчетах, основаны на данных, которые являлись общедоступными во время подготовки и публикации отчета. Стоимость и доход от ваших инвестиций могут варьироваться в зависимости от изменения процентных ставок, ставок налогообложения или изменения курсовых разниц, котировок ценных бумаг, рыночных индексов, производственных и финансовых показателей компаний и других факторов. Прошлые результаты не обязательно указывают на то, какими будут будущие показатели. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего вы можете не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Данный отчет не представляет собой индивидуально разработанных инвестиционных консультаций. Он подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Ценные бумаги, обсуждаемые в настоящем отчете, могут быть непригодными для всех инвесторов. Компания Aton Capital Group рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов. Пригодность тех или иных инвестиций и стратегий зависит от индивидуальных обстоятельств и целей инвестора.

Отчеты, подготовленные компанией Aton Capital Group, основаны на информации, которая является общедоступной во время подготовки и публикации отчета. Факты и мнения, представленные в этом отчете, не рассматривались профессионалами из других подразделений Aton Capital Group (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. Компания Aton Capital Group прилагает все усилия к тому, чтобы использовать надежную, исчерпывающую информацию, но не претендует на ее абсолютную точность и полноту. Мы не обязаны сообщать вам об изменениях мнений или информации, отраженных в этом отчете. Поставщики данных из числа третьих лиц не гарантируют и не претендуют на точность, полноту или своевременность предоставляемых ими данных и не несут ответственности за любой ущерб, связанный с такими данными.

Компания Aton Capital Group и ее дочерние предприятия и (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

Компания Aton Capital Group и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестиций), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton Capital Group и (или) ее дочерние предприятия могут также искать возможности предоставления этим компаниям инвестиционно-банковских или андеррайтинговых услуг.

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия компании Aton Capital Group.

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

Aton Capital Group

105062, Россия,
Москва, ул. Покровка,
27 строение 6
(7095) 777-8877
(7095) 777-8876, факс

www.aton.ru
aton@aton.ru

ATON <GO> (Bloomberg)

Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street
Suite 2530
New York, NY 10165
NASDAQ/SIPC member

(212) 697-6099
(212) 697-6093, факс
sales@AtonSecurities.com

Майкл Йордан, CEO

Управление торговых операций Дмитрий Старенко, директор 7 (095) 777-8872
saltrad@aton.ru

Трейдинг Денис Саранцев, начальник отдела 7 (095) 777-8879

Институциональные клиенты Мэтью Арнольд, начальник отдела 7 (095) 777-8842

Частные клиенты Алексей Примак, начальник отдела 7 (095) 777-8873

Долговые обязательства Сергей Сидоров, начальник отдела 7 (095) 777-8830

Aton Securities Майкл Йордан, CEO 1 (212) 697-6099
les@AtonSecurities.com

Аналитический отдел Стивен Дашевский, директор 7 (095) 777-8832
atonres@aton.ru

Стратегия
Алекс Кантарович, CFA
kantarovich@aton.ru
7 (095) 777-8835

Экономика
Питер Уэстин
westin@aton.ru
7 (095) 777-8831

Алексей Воробьев
AVorobiev@aton.ru
7 (095) 777-8877, x3134

Политика
Майкл Хит
heath@aton.ru
7 (095) 777-8877, x3112

Нефть/газ
Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru
7 (095) 777-8832

Тимербулат Каримов
karimov@aton.ru
7 9095) 777-8877, x3119

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru
7 (095) 777-8837

Энергетика
Александр Корнеев
korneev@aton.ru
7 (095) 777-8838

Телекомы
Надежда Голубева, CFA
golubeva@aton.ru
7 (095) 777-8834

Елена Роговина
rogovina@aton.ru
7 (095) 777-8829

Потребительский сектор/Промышленность
Тимоти МакКачен
mccutcheon@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3120

Мировые рынки
Валентин Журба
zhurba@aton.ru
7 (095) 777-8877, x4127
