

18.03.2009

Волгателеком

## Связь есть связь ...

Несмотря на все потрясения в экономике и на фондовых площадках, случившиеся за последние 6 месяцев, российский телекоммуникационный сектор по-прежнему остается одной из наиболее привлекательных отраслей экономики. Отдельно стоит выделить сегменты голосовой связи и передачи данных, которые могут оказаться наименее уязвимыми в настоящих условиях. Последовательное улучшение макроэкономической обстановки в России будет способствовать восстановлению потребления указанных продуктов как со стороны корпоративного сегмента, так и со стороны населения. Тем не менее, прежние факторы, сдерживавшие темпы роста российского телекоммуникационного рынка, такие как невысокие показатели проникновения услуг в целом по регионам и умеренные уровни доходов населения по федеральным округам, остаются в силе.

## О компании

Волгателеком – дочерняя компания Связьинвеста, предоставляет телекоммуникационные услуги на базе фиксированной и мобильной связи на территории Поволжья. По итогам 2008 года число абонентов местной связи составило 4.8 млн абонентов или 82% рынка, сотовой связи (НСС) – 2.6 млн абонентов или 17% рынка, Интернет доступа – 1040 тыс. пользователей (ШПД – 793 тыс.) или 60% (ШПД – 51%), внутрисетевой связи – 96%. Доля Волгателеком в совокупном объеме рынка телекоммуникационных услуг Поволжья составляет порядка 36%.

## Местная связь: структура абонентской базы может позволить получить максимальный эффект от повышения тарифов

Регулирование тарифов на местную связь является одной из ключевых проблем, сдерживающей рост доходов межрегиональных операторов, в том числе и Волгателеком. Темпы повышения тарифов для МРК существенно отстают от индексации ставок в других отраслях и темпов инфляции. Однако говоря об индексации, следует иметь в виду сохранение паритета в предельном ценообразовании между фиксированным и сотовым среднемесячным доходом с абонента от услуг голосовой связи.

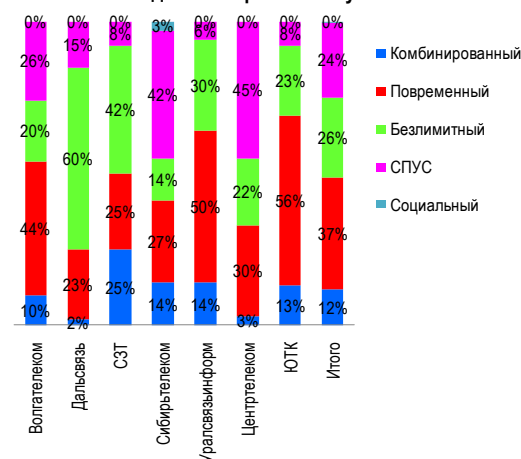
В октябре 2008 года оператор повысил тарифы на услуги местной связи до ранее максимального разрешенного уровня. С 1 марта 2009 года, на основании решения Федеральной службы по тарифам (ФСТ), увеличение компаний платы за предоставление в пользование телефонной линии составило 8% – 8.4%, по безлимитному плану – 2.2% – 10.6%, для юридических лиц, как ожидается, не превысит 10%.

Волгателеком имеет относительно невысокую долю абонентов на безлимитном (20%) и комбинированном (10%) тарифных планах по сравнению с остальными МРК. Это существенно снижает риски миграции абонентов на более дешевый тарифный план. Данное обстоятельство может обеспечить стабильность распределения абонентской базы, избежать ее размытия и позволить оператору в полной мере получить эффект от роста тарифов.

В результате, средний рост доходов оператора от услуг голосовой местной связи на прогнозном горизонте может существенно не превысить среднеотраслевых показателей (2009П – 7.0% и CAGR 2010П – 2013П – 3.1%).

Сильные позиции компании в корпоративном сегменте могут оказать не лучшую услугу доходам оператора в 2009 году. Тем не менее, в дальнейшем могут стать драйверами повышения рентабельности в пост-кризисный период и ограничить перспективы альтернативных операторов в данном сегменте.

Распределение абонентов по тарифным планам с учетом отсутствия возможности введения повременного учета



Источник: данные компаний

## Потребление услуг связи основными группами клиентов

| Клиенты     | Уралсвязьинформ | Волгателеком | СЗТ   | Центртелеком | Дальсвязь | Сибирьтелеком | ЮТК   |
|-------------|-----------------|--------------|-------|--------------|-----------|---------------|-------|
| Население   | 59.9%           | 56.3%        | 56.0% | 56.0%        | 55.4%     | 54.1%         | 53.0% |
| Организации | 40.1%           | 43.7%        | 44.0% | 44.0%        | 44.6%     | 45.9%         | 47.0% |

Источник: Связьинвест

**Сотовая связь: конкуренция учит работать эффективно**

Волгателеком оказывает услуги сотовой связи на одном из самых конкурентных рынков среди федеральных округов, где одновременно работают все крупнейшие мобильные операторы страны (Вымпелком, Мегафон, МТС, НСС, Теле2, СМАРТС). Компания занимает устойчивую долю на рынке региона (порядка 16% – 17%), при проникновении услуги мобильной связи на уровне 118%. За счет органического роста абонентской базы оператор планирует к 2010 году увеличить долю рынка до 20%. Мы считаем данные планы амбициозными, но достижимыми.

Преимущества оператора является гибкая система формирования пакетных предложений клиентам и сильные позиции в корпоративном сегменте. Объединение сотовых активов на базе НСС позволит расширить зону покрытия, а также повысит технические возможности единой компании. Наличие профессионального менеджмента и расширение продуктовой линейки в сторону услуг с высокой добавленной стоимостью могут усилить конкурентные позиции оператора. В случае покупки СМАРТС одной из компаний «большой тройки» не стоит исключать распродажи части активов оператора, некоторые из которых могут быть интересны Волгателеком, однако, текущая ситуация на рынке переносит потенциальную возможность сделки на долгосрочную перспективу.

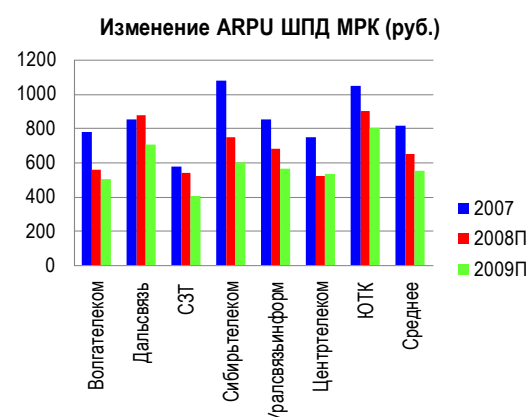
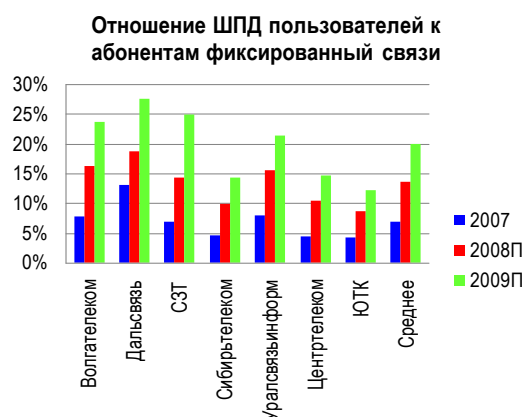
**Интернет доступ: «низкие» тарифы и высокие пропускные способности сети как залог будущего успеха**

Волгателеком располагает одной наиболее развитой по степени цифровизации и пропускной способности сетей среди МРК. Это помогает компании активно расширять свое присутствие на динамично развивающемся сегменте услуг с высокой стоимостью, используя существующую инфраструктуру, и сохранять лидирующие позиции среди дочерних компаний холдинга по отношению ШПД пользователей на абонентов фиксированной связи.

| Параметры сетей фиксированной связи МРК |                                |                    |       |   |       |                                   |       |   |                |   |
|-----------------------------------------|--------------------------------|--------------------|-------|---|-------|-----------------------------------|-------|---|----------------|---|
| Компания                                | Доля задействованных мощностей | Цифровизация сетей |       |   |       | Проникновение фиксированной связи |       |   | Доля рынка ШПД |   |
|                                         |                                | №                  | ГТС   | № | СТС   | №                                 | №     | № | №              | № |
| Волгателеком                            | 93.7%                          | 2                  | 79.0% | 1 | 46.7% | 3                                 | 25.1% | 5 | 51%            | 5 |
| Дальсвязь                               | 91.6%                          | 5                  | 76.7% | 3 | 31.9% | 6                                 | 26.1% | 2 | 72%            | 1 |
| СЗТ                                     | 88.5%                          | 7                  | 63.9% | 6 | 34.3% | 5                                 | 33.6% | 1 | 45%            | 7 |
| Сибирьтелеком                           | 93.6%                          | 3                  | 75.6% | 4 | 57.0% | 1                                 | 23.1% | 6 | 53%            | 3 |
| Уралсвязьинформ                         | 90.5%                          | 6                  | 78.5% | 2 | 44.9% | 4                                 | 25.6% | 3 | 60%            | 2 |
| Центртелеком                            | 94.5%                          | 1                  | 62.4% | 7 | 29.7% | 7                                 | 25.6% | 4 | 47%            | 6 |
| ЮТК                                     | 93.5%                          | 4                  | 72.9% | 5 | 55.8% | 2                                 | 22.5% | 7 | 53%            | 4 |
| Итого                                   | 92.5%                          |                    | 73.5% |   | 43.1% |                                   | 25.8% |   | 54%            |   |

Источник: Связьинвест

При этом стоит отметить жесткое конкурентное давление со стороны региональных игроков и альтернативных операторов на позиции компании. Текущая обстановка заставит региональных и глобальных игроков перейти от захвата доли рынка к удержанию занятых позиций и повышать тарифы, рост которых может составить от 30% и более чем 50%, чтобы компенсировать ослабление национальной валюты, доведя их до уровня межрегионального оператора. Это будет играть только в пользу Волгателеком, поскольку оператор не выступит в роли маркет-мейкера.



Источник: данные компаний, оценки ИК Файнэншл Бридж

Слабым местом всех МРК в сегменте предоставления услуг на базе Интернет доступа является установление конкурентных тарифов в городах-лидерах регионов и поддержание монопольного ценообразования в удаленных населенных пунктах, которые иногда обеспечивают высокие показатели среднего дохода с пользователя.

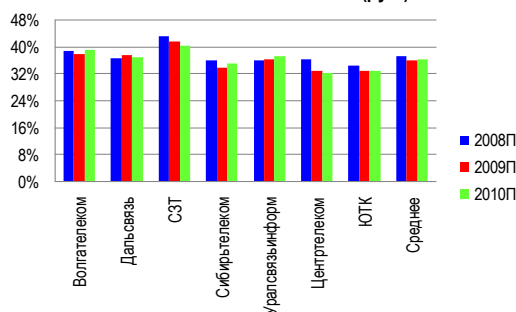
В условиях монопольного контроля сети данная стратегия оправдана, однако, в случае принятия положительного решения относительно возможности предоставления доступа к «последней миле», дочерние компании Связьинвеста могут столкнуться с необходимостью снижения тарифов для сохранения завоеванных позиций на рынках регионов. В данном контексте доходы Волгателеком от новых услуг могут пострадать в наименьшей степени среди МРК.

Мы не ожидаем существенного изменения доходов компании от предоставления услуг внутризоновой связи, а также транзита и присоединения трафика. Негативный эффект от снижения тарифов и выхода на рынок альтернативных операторов может быть частично компенсирован ростом трафика.

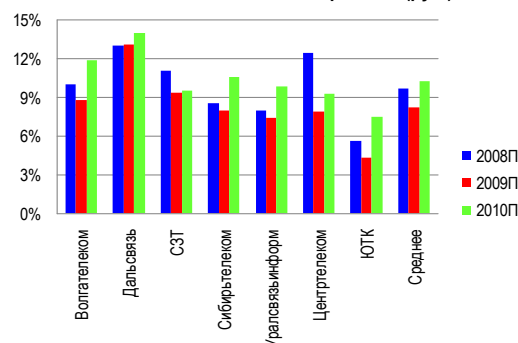
### Оператор может избежать потери рентабельности

Мы полагаем, что перечисленные преимущества оператора: доминирующее положение на ключевых сегментах телекоммуникационного рынка региона, диверсифицированная структура доходов, опыт работы в жестких конкурентных условиях, помогут Волгателеком с минимальными потерями пережить экономический спад и сохранить устойчивые показатели рентабельности на уровне выше средних среди МРК.

Рентабельность по EBITDA (руб.)



Рентабельность по чистой прибыли (руб.)



Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

### Высокая доля краткосрочных заимствований несет ограниченные риски

В настоящий момент Волгателеком практически завершил основные затратные инвестиционные проекты. Оставшиеся крупные проекты могут быть разнесены во времени без значительного ущерба положению оператора на региональном рынке. Это позволяет компании сокращать размеры капитальных затрат в пользу генерации стабильного денежного потока, что особенно важно для оператора, задолженность которого формируется преимущественно за счет кратко- и среднесрочных банковских кредитов. Мы полагаем, что компания не встретит существенных сложностей рефинансирования задолженности, однако удельная стоимость обслуживания долга может вырасти по сравнению с соответствующим показателем компаний сектора.

### Модель DCF

По мере появления относительной определенности по ключевым макроэкономическим показателям, мы внесли соответствующие изменения в расчетную модель, результаты которой представим ниже.

При расчете ставки дисконтирования мы отошли от следования CAPM и иных способов расчета параметров, завязанных на фондовых показателях, перейдя индикативным показателям, полученным исследовательскими агентствами на основании исторического международного опыта.

При расчете целевого уровня по бумагам Волгателеком мы использовали комбинацию сравнительных оценок с весом 0.3 и фундаментальной оценки, полученной на основании дисконтированного денежного потока, с весом 0.7. В результате, мы выступаем рекомендацией Покупать по акциям Волгателеком с целевыми уровнями по обыкновенным акциям 38.74 руб. (\$1.08) и привилегированным 32.40 руб. (\$0.9) за бумагу.

### Целевые уровни по акциям Волгателеком на основании финансовых мультипликаторов (FM) и метода дисконтированных денежных потоков (DCF)

| Акции        | Обыкновенные     |       |       |                 |                    |              | Привилегированные |                  |       |                 |                    |              |     |
|--------------|------------------|-------|-------|-----------------|--------------------|--------------|-------------------|------------------|-------|-----------------|--------------------|--------------|-----|
|              | МФ               | DCF   | Итого | Текущая<br>цена | Рост /<br>Снижение | Рекомендация | МФ                | DCF              | Итого | Текущая<br>цена | Рост /<br>Снижение | Рекомендация |     |
|              | Методы<br>оценки |       |       |                 |                    |              |                   | Методы<br>оценки |       |                 |                    |              |     |
|              | Вес оценки       | 0.3   |       |                 |                    |              | 0.7               | Вес оценки       |       |                 |                    |              | 0.3 |
| РТС (\$)     |                  |       |       |                 |                    |              |                   |                  |       |                 |                    |              |     |
| Волгателеком | 1.372            | 0.950 | 1.08  | 0.575           | +87.8%             | Покупать     | 1.14              | 0.80             | 0.90  | 0.53            | +69.8%             | Покупать     |     |
| ММВБ (руб.)  |                  |       |       |                 |                    |              |                   |                  |       |                 |                    |              |     |
| Волгателеком | 47.92            | 34.81 | 38.74 | 20.03           | +93.5%             | Покупать     | 39.77             | 29.24            | 32.40 | 18.21           | +77.9%             | Покупать     |     |

Источник: оценки ИК Файненшл Бридж, РТС, ММВБ

## Прогноз ключевых показателей прибылей и убытков Волгателеком на 2008 – 2015 годы

| Показатели (млн руб.)                   | 2006   | 1H07   | 2007   | 1H08   | 2008*  | 2009*  | 2010*  | 2011*  | 2012*  | 2013*  | 2014*  | 2015*  |
|-----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Выручка</b>                          | 25 226 | 14 450 | 30 036 | 15 764 | 32 296 | 33 665 | 36 068 | 38 284 | 39 848 | 41 549 | 43 048 | 43 975 |
| местная связь                           | 10 348 | 5 530  | 11 119 | 5 468  | 11 126 | 11 848 | 12 202 | 12 577 | 12 966 | 13 364 | 13 770 | 14 184 |
| телематические услуги и передача данных | 2 176  | 1 471  | 3 253  | 2 360  | 5 316  | 6 808  | 8 355  | 9 744  | 10 349 | 11 295 | 12 129 | 12 549 |
| внутризональная связь и транзит трафика | 6 812  | 4 565  | 9 555  | 4 636  | 9 272  | 8 874  | 8 962  | 9 052  | 9 143  | 9 234  | 9 326  | 9 420  |
| сотовая связь                           | 3 687  | 1 967  | 4 167  | 2 272  | 4 481  | 4 033  | 4 446  | 4 808  | 5 289  | 5 554  | 5 720  | 5 720  |
| прочие доходы                           | 2 203  | 917    | 1 942  | 1 028  | 2 102  | 2 102  | 2 102  | 2 102  | 2 102  | 2 102  | 2 102  | 2 102  |
| <b>Расходы</b>                          | 20 811 | 11 489 | 24 484 | 12 804 | 25 931 | 26 936 | 28 164 | 29 903 | 31 364 | 32 475 | 33 562 | 34 688 |
| расходы на персонал                     | 8 418  | 4 072  | 8 514  | 4 338  | 8 501  | 8 934  | 9 336  | 9 910  | 10 612 | 11 355 | 12 093 | 12 818 |
| амортизация                             | 4 388  | 2 508  | 5 538  | 3 242  | 6 216  | 6 040  | 6 252  | 6 506  | 6 651  | 6 701  | 6 745  | 6 855  |
| услуги операторов                       | 2 192  | 1 813  | 3 896  | 1 883  | 3 891  | 4 144  | 4 351  | 4 569  | 4 752  | 4 918  | 5 078  | 5 230  |
| ремонт и материалы                      | 2 656  | 1 197  | 2 603  | 1 304  | 2 695  | 2 870  | 3 013  | 3 164  | 3 291  | 3 406  | 3 516  | 3 622  |
| прочие расходы                          | 3 157  | 1 899  | 3 933  | 2 037  | 4 628  | 4 949  | 5 212  | 5 754  | 6 060  | 6 096  | 6 130  | 6 163  |
| <b>Операционная прибыль</b>             | 4 415  | 2 961  | 5 552  | 2 960  | 6 365  | 6 728  | 7 903  | 8 381  | 8 484  | 9 074  | 9 486  | 9 287  |
| операционная рентабельность             | 17.5%  | 20.5%  | 18.5%  | 18.8%  | 19.7%  | 20.0%  | 21.9%  | 21.9%  | 21.3%  | 21.8%  | 22.0%  | 21.1%  |
| <b>Финансовые расходы</b>               | 1 031  | 490    | 1 061  | 623    | 1 692  | 2 469  | 1 741  | 1 917  | 1 657  | 1 018  | 918    | 898    |
| <b>Прибыль до налогообложения</b>       | 3 384  | 2 471  | 4 491  | 2 337  | 4 672  | 4 259  | 6 162  | 6 464  | 6 827  | 8 056  | 8 568  | 8 388  |
| налог на прибыль                        | 1 141  | 769    | 1 439  | 616    | 1 427  | 1 301  | 1 882  | 1 974  | 2 085  | 2 460  | 2 617  | 2 562  |
| ставка налога                           | 33.7%  | 31.1%  | 32.0%  | 26.4%  | 30.5%  | 30.5%  | 30.5%  | 30.5%  | 30.5%  | 30.5%  | 30.5%  | 30.5%  |
| <b>EBITDA</b>                           | 8 790  | 5 505  | 11 163 | 6 237  | 12 581 | 12 768 | 14 155 | 14 887 | 15 135 | 15 775 | 16 231 | 16 141 |
| рентабельность по EBITDA                | 34.8%  | 38.1%  | 37.2%  | 39.6%  | 39.0%  | 37.9%  | 39.2%  | 38.9%  | 38.0%  | 38.0%  | 37.7%  | 36.7%  |
| <b>Чистая прибыль</b>                   | 2 243  | 1 702  | 3 052  | 1 721  | 3 245  | 2 958  | 4 280  | 4 490  | 4 742  | 5 596  | 5 953  | 5 829  |
| чистая рентабельность                   | 8.9%   | 11.8%  | 10.2%  | 10.9%  | 10.0%  | 8.8%   | 11.9%  | 11.7%  | 11.9%  | 13.5%  | 13.8%  | 13.3%  |

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

## Прогноз ключевых балансовых показателей Волгателеком на 2008 – 2015 годы

| Показатели (млн руб.)             | 2006   | 1H07   | 2007   | 1H08   | 2008*  | 2009*  | 2010*  | 2011*  | 2012*  | 2013*  | 2014*  | 2015*  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Активы</b>                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Внеоборотные активы</b>        | 36 513 | 37 577 | 47 000 | 48 027 | 50 319 | 49 221 | 50 777 | 52 666 | 53 711 | 54 177 | 54 519 | 55 368 |
| основные средства                 | 31 332 | 31 937 | 41 292 | 42 071 | 42 754 | 41 538 | 42 998 | 44 746 | 45 740 | 46 090 | 46 388 | 47 143 |
| прочие внеоборотные активы        | 5 181  | 5 640  | 5 708  | 5 956  | 7 565  | 7 684  | 7 779  | 7 920  | 7 971  | 8 088  | 8 131  | 8 224  |
| <b>Текущие активы</b>             | 4 312  | 4 602  | 4 332  | 6 177  | 5 681  | 5 459  | 5 026  | 6 148  | 6 395  | 5 780  | 6 521  | 6 894  |
| товарно-материальные запасы       | 536    | 556    | 455    | 525    | 553    | 576    | 617    | 655    | 682    | 711    | 737    | 753    |
| дебиторская задолженность         | 1 872  | 2 225  | 2 184  | 2 303  | 2 423  | 2 526  | 2 706  | 2 873  | 2 990  | 3 118  | 3 230  | 3 300  |
| прочие текущие активы             | 1 443  | 1 356  | 1 198  | 1 275  | 1 388  | 1 442  | 1 537  | 1 625  | 1 687  | 1 754  | 1 814  | 1 850  |
| денежные средства                 | 461    | 465    | 495    | 2 074  | 1 318  | 915    | 165    | 995    | 1 037  | 197    | 740    | 991    |
| <b>Итого</b>                      | 40 825 | 42 179 | 51 332 | 54 204 | 56 001 | 54 681 | 55 803 | 58 813 | 60 106 | 59 957 | 61 040 | 62 262 |
| <b>Обязательства и капитал</b>    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Собственный капитал</b>        | 20 143 | 20 268 | 26 154 | 27 014 | 28 577 | 27 733 | 31 401 | 31 365 | 33 169 | 37 447 | 39 131 | 40 271 |
| уставной капитал                  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  | 3 854  |
| нераспределенная прибыль          | 16 289 | 16 415 | 22 300 | 23 160 | 24 723 | 23 879 | 27 547 | 27 511 | 29 315 | 33 593 | 35 277 | 36 417 |
| <b>Долгосрочные обязательства</b> | 13 142 | 14 062 | 13 540 | 13 303 | 11 849 | 14 935 | 14 564 | 15 773 | 14 531 | 11 679 | 10 625 | 10 168 |
| долгосрочные займы                | 10 094 | 10 909 | 8 347  | 8 343  | 6 843  | 9 843  | 9 392  | 10 488 | 9 107  | 6 107  | 4 907  | 4 307  |
| отложенные обязательства          | 3 048  | 3 154  | 5 193  | 4 960  | 5 006  | 5 092  | 5 172  | 5 285  | 5 424  | 5 572  | 5 718  | 5 861  |
| <b>Текущие обязательства</b>      | 7 541  | 7 848  | 11 788 | 14 006 | 15 694 | 12 013 | 9 838  | 11 675 | 12 405 | 10 832 | 11 284 | 11 822 |
| кредиторская задолженность        | 4 389  | 4 742  | 4 499  | 4 852  | 5 033  | 5 247  | 5 621  | 5 967  | 6 210  | 6 475  | 6 709  | 6 853  |
| краткосрочные займы               | 3 087  | 2 356  | 7 269  | 8 243  | 10 498 | 6 618  | 4 003  | 5 484  | 5 958  | 4 077  | 4 277  | 4 677  |
| прочие обязательства              | 65     | 751    | 20     | 911    | 162    | 148    | 214    | 224    | 237    | 280    | 298    | 291    |
| <b>Итого</b>                      | 40 825 | 42 179 | 51 482 | 54 323 | 56 120 | 54 681 | 55 803 | 58 813 | 60 106 | 59 957 | 61 040 | 62 262 |

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

## Прогноз денежного потока Волгателеком на 2008 – 2015 годы

| Показатели (млн руб.)                         | 2006   | 1H07 | 2007    | 1H08 | 2008*  | 2009*  | 2010*  | 2011*  | 2012*  | 2013*  | 2014*  | 2015*  |
|-----------------------------------------------|--------|------|---------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Операционный денежный поток                   | 6 539  | -    | 9 506   | -    | 10 060 | 8 844  | 10 558 | 11 001 | 11 475 | 12 502 | 12 931 | 12 888 |
| прибыль до налогообложения                    | 3 384  | -    | 4 491   | -    | 4 672  | 4 259  | 6 162  | 6 464  | 6 827  | 8 056  | 8 568  | 8 388  |
| корректировки для сверки с денежными потоками | 5 202  | -    | 7 128   | -    | 7 854  | 8 322  | 7 962  | 8 374  | 8 352  | 7 884  | 7 863  | 7 938  |
| изменение в оборотном капитале                | 532    | -    | 88      | -    | 654    | 33     | 58     | 53     | 38     | 41     | 36     | 22     |
| денежные выплаты                              | -2 579 | -    | -2 201  | -    | -3 120 | -3 770 | -3 623 | -3 891 | -3 742 | -3 479 | -3 535 | -3 460 |
| Инвестиционный денежный поток                 | -6 272 | -    | -10 552 | -    | -7 000 | -5 000 | -7 500 | -8 000 | -7 500 | -7 000 | -7 000 | -7 500 |
| Финансовый денежный поток                     | -1 144 | -    | 1 079   | -    | -2 238 | -4 246 | -3 808 | -2 171 | -3 933 | -6 341 | -5 388 | -5 137 |
| Увеличение денежных средств                   | -877   | -    | 33      | -    | 823    | -402   | -750   | 830    | 42     | -839   | 543    | 251    |
| Денежные средства на начало периода           | 1 339  | -    | 462     | -    | 495    | 1 318  | 915    | 165    | 995    | 1 037  | 197    | 740    |
| Денежные средства на конец периода            | 462    | -    | 495     | -    | 1 318  | 915    | 165    | 995    | 1 037  | 197    | 740    | 991    |

Источник: данные компании, оценки ИК Файнэншл Бридж

## Прогноз распределения долговой нагрузки Волгателеком на 2008 – 2015 годы

| Показатели (млн руб.) | 2006   | 1H07   | 2007   | 1H08   | 2008*  | 2009*  | 2010*  | 2011*  | 2012*  | 2013*  | 2014* | 2015* |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Процентный долг       | 13 181 | 13 264 | 15 616 | 16 586 | 17 341 | 16 461 | 13 395 | 15 972 | 15 065 | 10 184 | 9 184 | 8 984 |
| краткосрочный         | 23.4%  | 17.8%  | 46.5%  | 49.7%  | 60.5%  | 40.2%  | 29.9%  | 34.3%  | 39.5%  | 40.0%  | 46.6% | 52.1% |
| долгосрочный          | 76.6%  | 82.2%  | 53.5%  | 50.3%  | 39.5%  | 59.8%  | 70.1%  | 65.7%  | 60.5%  | 60.0%  | 53.4% | 47.9% |
| Чистый долг           | 12 720 | 12 799 | 15 121 | 14 512 | 16 023 | 15 546 | 13 230 | 14 977 | 14 028 | 9 987  | 8 444 | 7 993 |

Источник: данные компании, оценки ИК Файнэншл Бридж

## Прогноз ключевых отношений Волгателеком на 2008 – 2015 годы

| Коэффициенты (12 мес.)                               | 2006  | 1H07  | 2007  | 1H08  | 2008* | 2009* | 2010* | 2011* | 2012* | 2013* | 2014* | 2015* |
|------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Процентный долг к EBITDA                             | 1.50  | 1.36  | 1.40  | 1.39  | 1.38  | 1.29  | 0.95  | 1.07  | 1.00  | 0.65  | 0.57  | 0.56  |
| Процентный долг к чистой прибыли                     | 5.88  | 5.46  | 5.12  | 5.40  | 5.34  | 5.56  | 3.13  | 3.56  | 3.18  | 1.82  | 1.54  | 1.54  |
| Процентный долг к собственному капиталу              | 0.65  | 0.65  | 0.60  | 0.61  | 0.61  | 0.59  | 0.43  | 0.51  | 0.45  | 0.27  | 0.23  | 0.22  |
| Процентный долг к общим активам                      | 0.32  | 0.31  | 0.30  | 0.31  | 0.31  | 0.30  | 0.24  | 0.27  | 0.25  | 0.17  | 0.15  | 0.14  |
| Обязательства к общим активам                        | 0.51  | 0.52  | 0.49  | 0.50  | 0.49  | 0.49  | 0.44  | 0.47  | 0.45  | 0.38  | 0.36  | 0.35  |
| Операционный денежный поток к выручке                | 0.26  | -     | 0.32  | -     | 0.31  | 0.26  | 0.29  | 0.29  | 0.29  | 0.30  | 0.30  | 0.29  |
| Операционный денежный поток к чистой прибыли         | 2.92  | -     | 3.11  | -     | 3.10  | 2.99  | 2.47  | 2.45  | 2.42  | 2.23  | 2.17  | 2.21  |
| Операционный денежный поток к процентному долгу      | 0.50  | -     | 0.61  | -     | 0.58  | 0.54  | 0.79  | 0.69  | 0.76  | 1.23  | 1.41  | 1.43  |
| Инвестиционный и финансовый денежные потоки к EBITDA | 0.84  | -     | 0.85  | -     | 0.73  | 0.72  | 0.80  | 0.68  | 0.76  | 0.85  | 0.76  | 0.78  |
| ROA                                                  | 5.5%  | 5.8%  | 5.9%  | 5.7%  | 5.8%  | 5.4%  | 7.7%  | 7.6%  | 7.9%  | 9.3%  | 9.8%  | 9.4%  |
| ROE                                                  | 11.1% | 12.0% | 11.7% | 11.4% | 11.4% | 10.7% | 13.6% | 14.3% | 14.3% | 14.9% | 15.2% | 14.5% |
| Выручка на работника                                 | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 1.6   | 1.6   |
| Число ОТА на работника                               | 5.31  | 5.88  | 6.24  | 6.51  | 6.66  | 6.91  | 7.39  | 7.83  | 8.13  | 8.47  | 8.77  | 8.95  |

Источник: данные компании, оценки ИК Файнэншл Бридж

## Прогноз свободного денежного потока Волгателеком на 2008 – 2015 годы

| Свободный денежный поток (млн руб.)        | 2006 | 1H07 | 2007 | 1H08  | 2008* | 2009*  | 2010* | 2011* | 2012* | 2013* | 2014* | 2015* |
|--------------------------------------------|------|------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Операционная прибыль                       |      |      |      | 2 960 | 6 365 | 6 728  | 7 903 | 8 381 | 8 484 | 9 074 | 9 486 | 9 287 |
| Коррекция на ставку налогообложения        |      |      |      | 2 180 | 4 421 | 4 673  | 5 490 | 5 821 | 5 893 | 6 303 | 6 589 | 6 450 |
| Капитальные затраты за вычетом амортизации |      |      |      | 392   | 784   | -1 040 | 1 248 | 1 494 | 849   | 299   | 255   | 645   |
| Изменения в рабочем капитале               |      |      |      | 327   | 654   | 33     | 58    | 53    | 38    | 41    | 36    | 22    |
| FCFF                                       |      |      |      | 1 461 | 2 984 | 5 680  | 4 184 | 4 274 | 5 006 | 5 963 | 6 298 | 5 783 |

Источник: данные компании, оценки ИК Файнэншл Бридж

## Расчет ставки дисконтирования Волгател еком на 2008 – 2015 годы

|                                 | 2006 | 1H07 | 2007 | 1H08  | 2008* | 2009* | 2010* | 2011* | 2012* | 2013* | 2014* | 2015* |
|---------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Стоимость собственного капитала |      |      |      | 22.5% | 23.5% | 27.4% | 25.8% | 25.3% | 24.4% | 24.2% | 22.1% | 22.1% |
| безрисковая ставка              |      |      |      | 7.9%  | 7.9%  | 9.2%  | 9.0%  | 8.5%  | 8.3%  | 8.0%  | 7.5%  | 7.5%  |
| рыночная риск премия            |      |      |      | 9.7%  | 10.4% | 12.1% | 11.2% | 11.2% | 10.8% | 10.8% | 9.7%  | 9.7%  |
| коэффициент бета                |      |      |      | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| доля собственного капитала      |      |      |      | 62.0% | 62.2% | 62.8% | 70.1% | 66.3% | 68.8% | 78.6% | 81.0% | 81.8% |
| Стоимость заемного капитала     |      |      |      | 6.9%  | 8.3%  | 12.5% | 9.7%  | 8.3%  | 6.9%  | 6.9%  | 6.9%  | 6.9%  |
| ставка заемного капитала        |      |      |      | 9.4%  | 12.0% | 18.0% | 14.0% | 12.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| ставка налогообложения          |      |      |      | 26.4% | 30.5% | 30.5% | 30.5% | 30.5% | 30.5% | 30.5% | 30.5% | 30.5% |
| доля заемного капитала          |      |      |      | 38.0% | 37.8% | 37.2% | 29.9% | 33.7% | 31.2% | 21.4% | 19.0% | 18.2% |
| WACC                            |      |      |      | 16.5% | 17.8% | 21.8% | 21.0% | 19.6% | 18.9% | 20.5% | 19.2% | 19.3% |

Источник: данные компании, оценки ИК Файнэншл Бридж

### Индикативное значение риск-премии

| Категория | Капитализация (\$ млн) | Риск-премия |
|-----------|------------------------|-------------|
| 1         | 14 200                 | 6.3%        |
| 2         | 3 500                  | 8.4%        |
| 3         | 1 800                  | 9.1%        |
| 4         | 1 170                  | 9.7%        |
| 5         | 730                    | 10.8%       |
| 6         | 480                    | 10.8%       |
| 7         | 290                    | 11.2%       |
| 8         | 190                    | 12.1%       |
| 9         | 100                    | 13.1%       |
| 10        | 40                     | 17.3%       |

Источник: Ibbotson Associates

### Индикативное значение коэффициента бета

| Категория | Выручка (\$ млн) | Бета |
|-----------|------------------|------|
| 1         | 50               | 1.00 |
| 2         | 10               | 1.25 |
| 3         | 1                | 1.50 |
| 4         | 0.2              | 1.75 |
| 5         | 0.1              | 2.00 |
| 6         | не публичная     | 3.00 |

Источник: Mergerstat

### Оценка фундаментальной стоимости акций на основании DCF

| Показатели                             | млн руб.    |
|----------------------------------------|-------------|
| Дисконтированный денежный поток        | 19 503      |
| Постпрогнозный темп роста              | 1.00%       |
| Приведенная конечная стоимость         | 5 968       |
| Чистый долг                            | 14 512      |
| Стоимость компании                     | 10 959      |
| Количество обыкновенных акций          | 245 969 590 |
| Количество привилегированных акций     | 81 983 404  |
| Дисконт                                | 0.84        |
| Приведенное число акций                | 314 835 649 |
| Расчетный целевой уровень по оа (руб.) | 34.8        |
| Расчетный целевой уровень по па (руб.) | 29.2        |

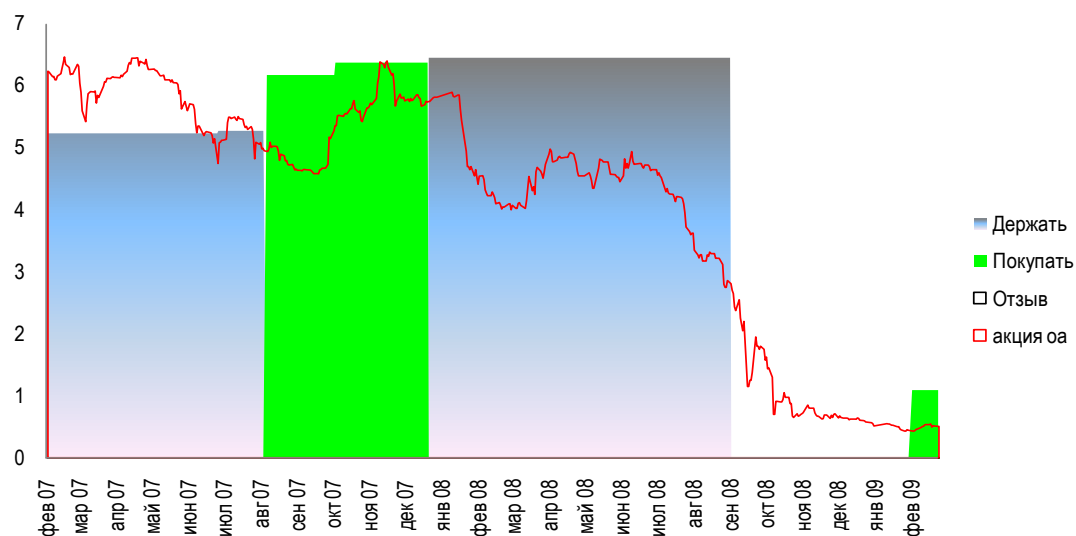
Источник: данные компании, оценки ИК Файнэншл Бридж

### Прогноз ключевых показателей Волгател еком

| Показатели (\$ тыс.)                 | 2008П | 2009П | 2010П |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|
| Выручка                              | 1 300 | 891   | 994   |
| EBITDA                               | 506   | 338   | 390   |
| Чистая прибыль                       | 131   | 78    | 118   |
| P/E                                  | 1.29  | 2.36  | 1.64  |
| EV / Sales                           | 0.51  | 0.67  | 0.56  |
| EV / EBITDA                          | 1.31  | 1.76  | 1.43  |
| Расчетный целевой уровень по оа (\$) | 0.95  |       |       |
| Расчетный целевой уровень по па (\$) | 0.80  |       |       |

Источник: данные компании, оценки ИК Файнэншл Бридж

История выставления рекомендаций по бумагам Волгателеком (PTC, \$)



Галанин Алексей,  
[galanin@finbridge.ru](mailto:galanin@finbridge.ru)  
 +7 (495) 956-68-85 доб. 264

## Аналитический отдел ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

|                            |                                                                                                                                                         |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Алексей Серов</b>       | Начальник аналитического отдела<br>Энергетика, стратегия<br><a href="mailto:serov@finbridge.ru">serov@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 217 |
| <b>Ольга Шкред</b>         | Макроэкономика, финансовые рынки, банки, стратегия<br><a href="mailto:shkred@finbridge.ru">shkred@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 220     |
| <b>Алексей Галанин</b>     | Телекоммуникации, металлургия<br><a href="mailto:galanin@finbridge.ru">galanin@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 264                        |
| <b>Дмитрий Александров</b> | Нефтегазовая промышленность, технический анализ<br><a href="mailto:dma@finbridge.ru">dma@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 247              |
| <b>Екатерина Лощакова</b>  | Потребительский сектор<br><a href="mailto:lea@finbridge.ru">lea@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 232                                       |

## Клиентский департамент ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

|                              |                                                                                                                                           |
|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Андрей Амелин</b>         | Начальник клиентского департамента<br><a href="mailto:amelin@finbridge.ru">amelin@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 226       |
| <b>Александр Душек</b>       | Зам. Начальника клиентского департамента<br><a href="mailto:dushek@finbridge.ru">dushek@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 216 |
| <b>Екатерина Соколовская</b> | Главный специалист<br><a href="mailto:e.sokoloskaya@finbridge.ru">e.sokoloskaya@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 228         |
| <b>Эльдар Шувалов</b>        | Ведущий специалист<br><a href="mailto:eldar@finbridge.ru">eldar@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 262                         |
| <b>Анна Филатович</b>        | Специалист<br><a href="mailto:filatovich@finbridge.ru">filatovich@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 256                       |

## Департамент корпоративных финансов ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

|                      |                                                                                                                                                    |
|----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Андрей Иванов</b> | Начальник департамента корпоративных финансов<br><a href="mailto:a.ivanov@finbridge.ru">a.ivanov@finbridge.ru</a><br>тел. (495) 956-68-85 доб. 258 |
|----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала.

Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» ответственности не несет.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе.

Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации.

ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж».

Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж» запрещено.

© ООО Инвестиционная Компания «Файненшл Бридж». 2009

This research report is prepared by IC Financial Bridge and is based on the information obtained from official public sources, which are reasonably deemed to be reliable and trustworthy. No special researches were carried out in order to elicit the fact that the information contained herein is inaccurate or incomplete. Analytical summaries and decisions contained herein are only the opinions of our specialists. Neither information nor any opinion expressed in this report constitutes a recommendation, an offer or an invitation to make an offer to buy or sell any securities, other investment or any options, futures or derivatives related to such securities or investments.

This research report does not provide any guarantees or promises of effectiveness (profitability) of our activities on the securities market. IC Financial Bridge is not responsible for any fact of unreliability of the information contained in this document and for any measures taken by you while operating on the securities market on the basis of the above mentioned information.

It is necessary to take into consideration that any income related to such securities or other investments, if any, may fluctuate and that price or value of such securities and investments may rise or fall. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in this report.

No information relating to taxation discussed herein is a tax advice.

Investors are urged to seek tax advice based on their particular circumstances from an independent tax professional.

IC Financial Bridge maintains strict internal policies, which are designed to manage any actual or potential conflicts of interest from harming the interests of investors.

Further information on the securities referred to herein may be obtained from IC Financial Bridge upon request.

This report may not be reproduced, copied nor extracts taken from it, without the express written consent of IC Financial Bridge.

For residents of the United States: IC Financial Bridge is not registered as a broker or dealer with the SEC or NASD in the United States and the information may be distributed in the United States only to persons who by the acceptance hereof confirm that they are a major U.S. institutional investor as defined in Regulation 15a-16 of the Securities Exchange Act of 1934.

For residents of the United Kingdom and rest of Europe: IC Financial Bridge is not registered with the FSA in the United Kingdom. Except as may be otherwise specified herein, this research report is communicated to persons who are qualified as market counterparties or intermediate customers (as defined in the FSA Rules) and is made available to such persons only. The information contained herein is not intended for, and should not be relied upon by, private customers (as defined in the FSA Rules).

Copyright ©, IC Financial Bridge, 2009