

03.04.2009

Дальсвязь

С февраля представители регулирующих органов вновь осторожно заговорили о скором изменении структуры холдинга Связьинвест. Ситуация достигла своего апогея к середине марта, когда МТС высказала предположение о возможности поглощения Комстар-ОТС, владеющего 25% долей в государственной компании. Тем не менее, слова Л. Реймана, вернувшегося к оперативной работе в телекоммуникационном секторе после 10-месячного перерыва, снова поставили все на свои места.

Вопрос окончательного принятия решения относительно выбора модели реструктуризации холдинга с высокой долей вероятности может быть перенесен на пост кризисный период. Таким образом, можно предполагать, что регулирующие органы перейдут к активной фазе реорганизации Связьинвеста не ранее, чем в 2012 году. Стоит отметить, что именно на этот период перенесено завершение этапа цифровизации сетей МРК, формирование доли операторов на региональных рынках услуг с высокой добавленной стоимостью и выполнение социальных программ.

Это сохраняет инвестиционную привлекательность бумаг МРК на указанный период. С нашей точки зрения, существующие проекты по реорганизации холдинга могут принести выигрыши миноритарным акционерам межрегиональных операторов, несмотря на существующие риски размытия миноритарных долей и возможные заниженные коэффициенты конвертации акций МРК в бумаги обновленной компании (представители регулирующих ведомств сходятся в необходимости расчета коэффициентов конвертации исходя из рыночной стоимости акций МРК).

Продолжительное время Дальний Восток развивался практически независимо от федерального центра. Этому во многом способствовало отсутствие четкой стратегии развития региона со стороны руководства страны и, как следствие, ориентированность округа на внешнеэкономических партнеров. В результате Дальневосточный федеральный округ (ДФО) оказался слабо интегрирован в экономическое пространство РФ, задействованность транспортных систем, информационных коммуникаций и развитие промышленных секторов. Это создало уникальный потенциал для развития Дальсвязи как локального монополиста на рынке телекоммуникационных услуг региона.

По итогам 2008 года число абонентов местной связи составило 1.6 млн (рост в годовом выражении – 1%) или 90% рынка, сотовой связи – 431 тыс. абонентов (-7%) или 5% рынка, Интернет доступа (ШПД) – 306 тыс. пользователей (117%) или 72%, внутризоновой связи – 81%. Доля Дальсвязи в совокупном объеме рынка телекоммуникационных услуг ДФО составляет порядка 60%.

В сравнении с остальными МРК, Дальсвязь характеризуется гибкой тарифной политикой по отношению к абонентам фиксированной связи. Она позволила компании сформировать лояльную долю абонентской базы на безлимитном тарифе, которая является наиболее существенной среди операторов.

Дальний Восток: до неба высоко, до Москвы далеко

Местная связь, риски и перспективы

Распределение абонентов и повышение тарифов МРК на 2009 год

Компания	Тарифы				Рост тарифов		
	Комбинированный	Повременный	Безлимитный	СПУС	Заявленный на 03.09	Заявки на 10.08	Потенциал после 03.09
Волгателеком	10%	44%	20%	26%	8.4%	8.6%	2.2%
Дальсвязь	2%	23%	60%	15%	9.4%	11.3%	4.7%
СЗТ	25%	25%	42%	8%	4.2%	5.2%	6.4%
Сибирьтелеком	17%	27%	14%	42%	7.9%	8.0%	1.4%
Уралсвязьинформ	14%	50%	30%	6%	7.0%	7.0%	6.2%
Центртелеком	3%	30%	22%	45%	9.1%	11.3%	1.5%
ЮТК	13%	56%	23%	8%	9.2%	12.8%	7.5%
Итого	12%	37%	26%	24%	7.8%	9.1%	3.9%

Источник: данные компаний

По итогам 2008 года Дальсвязь сохраняла наибольший, после ЮТК, потенциал повышения тарифов до максимально разрешенного регулятором уровня. С учетом последнего увеличения и заявленного роста предельного уровня тарифов, компания утратила часть будущих позиций в пользу роста доходов текущего периода.

Эти обстоятельства могут стать уязвимым местом в доходах МРК в случае активного смещения абонентов на повременный тариф. Тем не менее, мы рассматриваем активную миграцию абонентов как маловероятную, хотя не исключаем сокращения доли абонентов на безлимитном тарифе в пределах 5 п.п. Риски оттока абонентов к альтернативным операторам мы также считаем низкими и оцениваем возможную миграцию в пределах 1% от совокупной абонентской базы оператора.

Несмотря на потенциальные риски в сфере услуг местной связи, мы находим положение оператора в данном сегменте наиболее устойчивым среди МРК.

Доля рынка фиксированной связи в зоне действия Дальсвязи			
ДФО	Доля	Саха – Якутия	Доля
Дальсвязь	90.0%	Сахателеком	92.0%
НТК	3.0%	Алмазтелеком	5.6%
Востоктелеком	2.0%	Якутуголь	0.7%
Рокотел	0.7%	Якутскэнерго	0.5%
Голден Телеком	0.6%	Авиапорт	0.5%
Прочие	3.7%	Прочие	0.7%

Источник: данные компании

Продажа сотовых активов не состоялась по высоким ценам, не состоится и по низким

В апреле 2007 года компания приняла решение о продаже сотовых активов Акос (324 тыс. абонентов) и БИТ (9 тыс. абонентов). Впоследствии Дальсвязь рассматривала объединение внутренних сотовых активов Магаданского (59 тыс. абонентов) и Камчатского (40 тыс. абонентов) филиалов под маркой Сотовая Связь Северных Регионов (СССР), для последующей продажи (принятие решения по данному вопросу перенесено на 10 июня 2009 года). Позднее оператор не исключал возможности создания единого мобильного подразделения (Акос, БИТ, СССР) для последующей продажи одним лотом. Стоимости активам могла бы добавить победа дочерних компаний в конкурсах по распределению лицензий на региональные GSM частоты.

Объединение четырех операторов под единым брендом может, с одной стороны, повысить стоимость лота, но, с другой - снизить его привлекательность, поскольку потенциальные покупатели в большей степени заинтересованы в приобретении Акос и БИТ. По нашим расчетам, добавление активов Камчатского и Магаданского филиалов может повысить цену единого лота в пределах 20%. Исторически стоимость четырех активов оператора варьировалась от \$130 млн до \$180 млн. Сегодня мы оцениваем объединенные сотовые активы Дальсвязи на уровне \$108 млн.

На протяжении последнего периода оператор теряет долю регионального рынка мобильной связи, что негативно сказывается на его доходах от сотового бизнеса. Это можно связывать со следующими обстоятельствами. Во-первых, с растущей конкуренцией на локальных рынках (доля проникновения услуг сотовой связи составляет 114.7%). Во-вторых, с невысоким качеством услуг, предоставляемых дочерними компаниями оператора за счет естественных процессов развития отрасли.

В результате, дальнейшая неопределенность относительно судьбы активов может снизить их стоимость. Мы полагаем, что для поддержания привлекательности мобильного подразделения, инвестиции Дальсвязи в сотовые активы могут составить порядка 200 – 250 млн руб. в год, поскольку в период 2009 – 2011 года их продажа выглядит маловероятной.

Причины, не позволившие оператору реализовать активы (Акос, БИТ) по высоким ценам (предложения Вымпелком и МТС лежали в пределах \$105 млн – \$115 млн) могут находиться не только в плоскости стремления получить наибольшую цену, но в неоднозначной позиции Связьинвеста относительно будущего сотовых активов холдинга. Выработка долгосрочной стратегии их развития может стать решающим фактором в дальнейшей судьбе активов Дальсвязи.

Структура рынка сотовой связи ДФО	
Компания	Доля
МТС	36%
Мегафон	23%
Билайн	22%
НТК	14%
Дальсвязь	5%

Источник: данные компаний

Изолированность рынка поможет сохранить высокие темпы роста доходов от новых услуг

Приоритетным направлением деятельности компании традиционно является предоставление услуг на базе Интернет доступа и передачи данных, которые за последние годы стали предметом первой необходимости как для населения, так и для корпоративного сегмента. В 2009 году доходы от данного сегмента, вместе с выручкой от местной телефонии, могут стать основными драйверами роста финансовых показателей, однако экономический спад может внести коррективы в развитие высокомаржинального сегмента в текущем году.

Во-первых, в 4 кв. 2008 года спрос со стороны корпоративных пользователей снизился в среднем на 25% и может оставаться слабым на протяжении первых трех кварталов 2009 года. Источником увеличения доходов могут стать подключения рядовых пользователей, хотя темпы прироста абонентской базы могут существенно сократиться.

Во-вторых, в целях сохранения абонентской базы и, возможно, усиления позиций, операторы могут быть заинтересованы в снижении тарифов до конкурентного уровня без ущерба для качества услуг. Относительная изолированность и практически монопольное положение оператора на рынке Дальнего Востока позволяют Дальсвязи более сбалансированную тарифную политику по отношению к прочим МРК.

Структура рынка IP TV			
ДФО	Доля	Саха-Якутия	Доля
Дальсвязь	11.0%	Сахателеком	18.0%
Подряд	36.0%	Гелиос	70.0%
Спектр	10.0%	Подряд	5.4%
Камтелеком	6.0%	Нерюнгри	4.5%
Сетевая линия	5.0%	Скат	2.1%
Прочие	32.0%	Прочие	0.0%

Источник: данные компании

Структура рынка Dial Up			
ДФО	Доля	Саха-Якутия	Доля
Дальсвязь	75%	Сахателеком	93%
Востоктелеком	5%	Эскотел	1.8%
Голден Телеком	2%	Ленакрд	1.4%
Лабинфотек	2%	Угольтелеком	1.4%
Интеркамсервис	3%	Кростек	1.4%
Прочие	13%	Прочие	1.0%

Источник: данные компании

Структура рынка ШПД			
ДФО	Доля	Саха-Якутия	Доля
Дальсвязь	72%	Сахателеком	81.0%
Востоктелеком	5%	Востоктелеком	2.0%
Владтелеком	4%	НТК	3.0%
НТК	3%	Рокотел	0.7%
Прочие	16%	ГолденТелеком	0.6%
		Прочие	12.7%

Источник: данные компании

Положительным аспектом для компании являются слабые позиции федеральных альтернативных операторов на рынке округа. Тем не менее, имеет место выраженная тенденция по проникновению на рынок региона Голден Телекома и ТТК в сегменте местной связи и Интернет доступа, однако на протяжении двух ближайших лет операторы могут частично отказаться от активного освоения рынка ДФО, что может сыграть в пользу Дальсвязи.

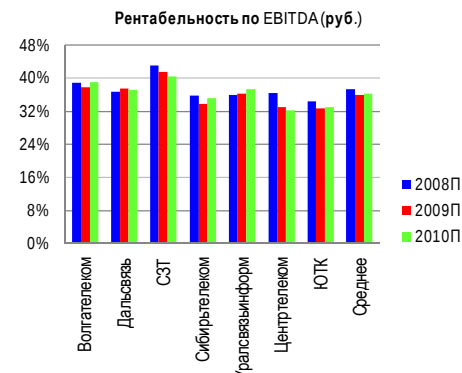
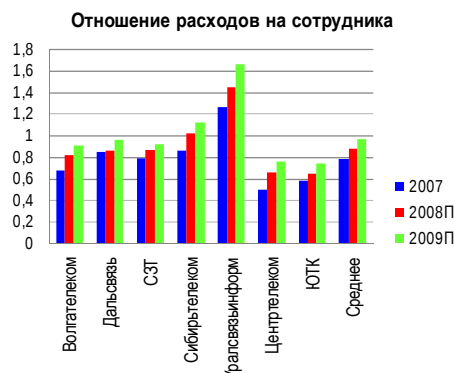
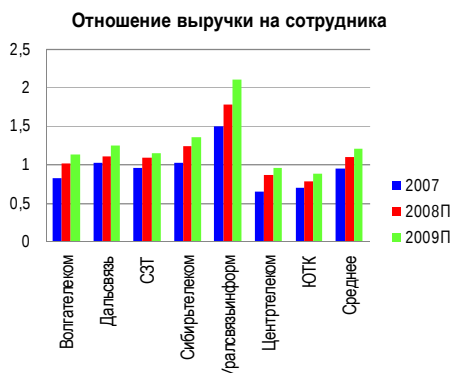
В результате, мы полагаем, что выручка новых видов услуг Дальсвязи может оказаться наименее уязвимой по отношению к большинству МРК за счет изолированности рынка.

Дальняя связь под давлением внешних факторов

Дерегулирование рынка дальней связи и реформирование правил взаимодействия между операторами существенно снизили темпы роста рынка, но не устранили возможности увеличения доходов операторов. Свое негативное влияние на потребление услуг со стороны населения оказывает возможность использования IP сервисов и выход на рынок мобильных операторов. Тем не менее, доходы от предоставления внутризоновых соединений, а также транзита и присоединения трафика могут сохранять перспективы умеренного роста с опорой на корпоративный сегмент. В период 2009 – 2010 года ожидается сокращения спроса в корпоративном сегменте и смещение предпочтений пользователей в сторону новых услуг зоне деятельности оператора.

Социальная нагрузка может способствовать росту расходов в 2009 году

Дальсвязь одной из первых среди МРК приступила к активной политике сокращения затрат и жесткого контроля над расходами. Это позволяет оператору входить в период кризиса наиболее подготовленным среди дочерних компаний Связьинвеста и демонстрировать удельные показатели на уровне операторов, имеющих более глубокую диверсификацию выручки.



Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Мы полагаем, что в 2009 году статус практически государственных компаний может как помочь МРК в плане рефинансирования задолженности, так и усилить социальную нагрузку на операторов. В период роста безработицы МРК едва ли смогут продолжить агрессивную политику оптимизации затрат – сокращение персонала. Положительный эффект от снижения общих и административных расходов за счет автоматизации и оптимизации бизнес процессов также может оказаться под вопросом, отчасти за счет сокращения инвестиционных программ. Рост тарифов на услуги естественных монополий и ЖКХ также может играть не в пользу уменьшения расходов.

Дальсвязь характеризуется одними из лучших показателей работы с долговой нагрузкой среди МРК, кроме того, практически 100% долга номинировано в национальной валюте, что позволит компании минимизировать потери от переоценки валют.

Согласно нашим оценкам, в 2009 году компании необходимо погасить 2.7 млрд руб., в 2010, с учетом оферты по облигациям, порядка \$3.2 млрд. Мы не ожидаем, что оператор встретит сложности с исполнением обязательств. До 2012 года планируется разместить 6 облигационных выпусков на общую сумму 6.0 млрд руб.

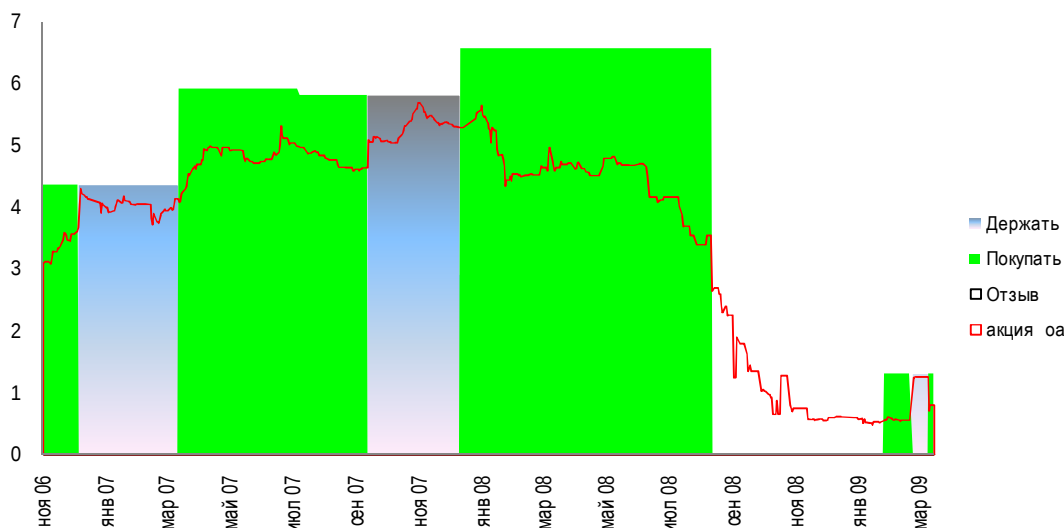
При расчете целевого уровня по бумагам Дальсвязи мы использовали комбинацию сравнительных оценок с весом 0.3 и фундаментальной оценки, полученной на основании дисконтированного денежного потока, с весом 0.7. В результате, мы выставляем рекомендацию Покупать по акциям Дальсвязи с целевыми уровнями по обыкновенным акциям 48.92 руб. (\$1.295) и привилегированным 47.94 руб. (\$1.269) за бумагу.

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

Акции			Обыкновенные				Привилегированные					
Методы оценки	MF	DCF	Итого	Текущая цена	Рост / Снижение	Рекомендация	MF	DCF	Итого	Текущая цена	Рост / Снижение	Рекомендация
Вес оценки	0.3	0.7					0.3	0.7				
РТС (\$)												
Дальсвязь	1.336	1.277	1.295	0.800	+61.9%	Покупать	1.309	1.252	1.269	0.650	+95.2%	Покупать
ММВБ (руб.)												
Дальсвязь	44.83	50.67	48.92	30.39	+61.0%	Покупать	43.93	49.65	47.94	22.50	+113.1%	Покупать

Источник: оценки ИК Файненшл Бридж, РТС, ММВБ

История выставления рекомендаций по бумагам Дальсвязь (РТС, \$)



Прогноз ключевых показателей прибылей и убытков Дальсвязь на 2008 – 2015 годы

Показатели (млн руб.)	2006	1H07	2007	1H08	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Выручка	10 899	7 257	15 001	7 774	16 002	17 479	18 249	18 684	18 972	19 255	19 550	19 793
местная связь	4 025	2 788	5 712	2 907	5 922	6 273	6 475	6 675	6 868	7 075	7 287	7 505
телематические услуги и передача данных	1 715	1 091	2 544	1 775	3 886	5 342	6 093	6 429	6 509	6 571	6 639	6 676
внутризоновая связь и транзит трафика	3 223	2 257	4 461	2 143	4 155	3 893	3 743	3 681	3 706	3 731	3 756	3 755
прочие доходы	1 936	1 121	2 284	949	2 038	1 970	1 939	1 899	1 889	1 878	1 868	1 857
Расходы	9 809	5 881	12 482	5 991	12 360	13 377	13 973	14 418	14 734	14 951	15 040	15 336
расходы на персонал	3 891	2 346	4 734	2 305	4 720	5 200	5 461	5 766	5 978	6 252	6 464	6 658
амортизация	1 813	989	2 088	1 076	2 247	2 475	2 502	2 436	2 581	2 564	2 479	2 617
услуги операторов	941	745	1 411	945	1 932	1 952	1 971	1 991	2 011	2 031	2 051	2 072
ремонт и материалы	186	641	257	727	1 461	1 666	1 865	2 052	1 990	1 931	1 873	1 817
прочие расходы	2 978	1 160	3 992	938	1 593	2 000	2 085	2 173	2 173	2 173	2 173	2 173
Операционная прибыль	1 090	1 376	2 519	1 783	3 642	4 102	4 276	4 266	4 238	4 304	4 509	4 457
операционная рентабельность	10.0%	19.0%	16.8%	22.9%	22.8%	23.5%	23.4%	22.8%	22.3%	22.4%	23.1%	22.5%
Финансовые расходы	572	275	505	224	542	703	489	422	433	413	388	375
Прибыль до налогообложения	518	1 101	2 014	1 559	3 099	3 399	3 787	3 845	3 805	3 891	4 122	4 082
налог на прибыль	403	677	654	444	1 006	1 104	1 230	1 248	1 235	1 263	1 338	1 326
ставка налога	77.8%	61.5%	32.5%	28.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%
EBITDA	2 922	2 367	4 610	2 859	5 889	6 577	6 778	6 703	6 819	6 868	6 988	7 074
рентабельность по EBITDA	26.8%	32.6%	30.7%	36.8%	36.8%	37.6%	37.1%	35.9%	35.9%	35.7%	35.7%	35.7%
Чистая прибыль	115	424	1 360	1 115	2 093	2 295	2 557	2 596	2 569	2 627	2 783	2 756
чистая рентабельность	1.1%	5.8%	9.1%	14.3%	13.1%	13.1%	14.0%	13.9%	13.5%	13.6%	14.2%	13.9%

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Прогноз ключевых балансовых показателей Дальсвязь на 2008 – 2015 годы

Показатели (млн руб.)	2006	1H07	2007	1H08	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Активы												
Внеоборотные активы	13 836	16 205	16 205	16 291	17 545	19 244	19 412	18 798	19 769	19 710	19 162	19 988
основные средства	10 203	12 992	12 992	12 947	13 704	15 403	15 571	14 957	15 928	15 869	15 321	16 147
прочие внеоборотные активы	3 633	3 213	3 213	3 344	3 841	3 841	3 841	3 841	3 841	3 841	3 841	3 841
Текущие активы	1 931	3 254	3 254	3 673	3 102	3 036	3 569	3 577	3 487	3 423	3 536	3 742
товарно-материальные запасы	338	449	449	557	522	570	595	609	618	628	637	645
дебиторская задолженность	1 006	1 263	1 263	1 375	1 371	1 498	1 564	1 601	1 626	1 650	1 675	1 696
прочие текущие активы	403	1 200	1 200	650	654	705	731	746	756	766	776	784
денежные средства	184	342	342	1 091	556	264	680	620	487	380	447	617
Итого	15 767	19 459	19 459	19 964	20 648	22 280	22 982	22 375	23 256	23 133	22 698	23 730
Обязательства и капитал												
Собственный капитал	5 933	8 436	8 436	9 350	10 732	13 416	13 574	12 793	13 831	13 897	13 516	14 621
уставной капитал	4 366	4 366	4 366	4 366	4 366	4 366	4 366	4 366	4 366	4 366	4 366	4 366
нераспределенная прибыль	1 546	2 671	2 671	3 499	4 836	7 521	7 811	7 137	7 855	7 530	6 696	7 307
доля меньшинства	21	1 399	1 399	1 485	1 530	1 528	1 396	1 290	1 610	2 001	2 454	2 947
Долгосрочные обязательства	4 926	6 974	6 749	6 294	5 651	4 734	4 823	4 907	4 840	4 756	4 738	4 719
долгосрочные займы	3 802	4 929	4 929	4 439	3 796	2 795	2 834	2 871	2 754	2 620	2 549	2 475
отложенные обязательства	1 124	2 045	1 820	1 855	1 855	1 939	1 989	2 037	2 086	2 136	2 189	2 244
Текущие обязательства	4 908	4 274	4 274	4 320	4 264	4 431	4 585	4 675	4 585	4 480	4 444	4 390
кредиторская задолженность	1 361	1 826	1 826	2 230	2 130	2 327	2 429	2 487	2 525	2 563	2 602	2 635
краткосрочные займы	2 817	1 955	1 955	1 446	1 634	1 596	1 636	1 666	1 540	1 394	1 312	1 227
прочие обязательства	730	493	493	644	500	508	520	522	520	523	530	529
Итого	15 767	19 684	19 459	19 964	20 647	22 580	22 982	22 375	23 256	23 133	22 698	23 730

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Прогноз денежного потока Дальсвязь на 2008 – 2015 годы

Показатели (млн руб.)	2006	1H07	2007	1H08	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Операционный денежный поток	2 283	–	3 275	2 070	4 963	4 455	4 844	4 850	4 966	5 015	5 096	5 213
прибыль до налогообложения	518	–	2 014	1 559	3 099	3 399	3 787	3 845	3 805	3 891	4 122	4 082
корректировки для сверки с денежными потоками	3 338	–	2 356	1 422	2 789	3 032	2 888	2 768	2 923	2 889	2 784	2 912
изменение в оборотном капитале	-689	–	-29	-325	731	-29	-15	-9	-6	-6	-6	-5
денежные выплаты	-884	–	-1066	-586	-1 657	-1 947	-1 816	-1 755	-1 756	-1 759	-1 804	-1 776
Инвестиционный денежный поток	-4 502	–	-2 941	-249	-2 800	-3 400	-3 700	-3 500	-3 000	-2 800	-2 800	-2 800
Финансовый денежный поток	2 245	–	-176	-1 071	-1 949	-1 346	-728	-1 409	-2 099	-2 323	-2 228	-2 244
Увеличение денежных средств	26	–	158	750	214	-292	416	-59	-133	-107	68	169
Денежные средства на начало периода	158	–	184	342	342	556	264	680	620	487	380	447
Денежные средства на конец периода	184	–	342	1 092	556	264	680	620	487	380	447	617

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Прогноз распределения долговой нагрузки Дальсвязь на 2008 – 2015 годы

Показатели (млн руб.)	2006	1H07	2007	1H08	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Процентный долг	6 619	6 884	6 884	5 885	5 430	4 390	4 470	4 537	4 294	4 014	3 861	3 702
краткосрочный	42.6%	28.4%	28.4%	24.6%	30.1%	36.3%	36.6%	36.7%	35.9%	34.7%	34.0%	33.1%
долгосрочный	57.4%	71.6%	71.6%	75.4%	69.9%	63.7%	63.4%	63.3%	64.1%	65.3%	66.0%	66.9%
Чистый долг	6 435	6 542	6 542	4 794	4 874	4 126	3 790	3 916	3 807	3 634	3 414	3 085

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Прогноз ключевых отношений Дальсвязь на 2008 – 2015 годы

Коэффициенты (12 мес.)	2006	1H07	2007	1H08	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Процентный долг к EBITDA	2.27	2.09	1.49	1.15	0.92	0.67	0.66	0.68	0.63	0.58	0.55	0.52
Процентный долг к чистой прибыли	57.56	40.02	5.06	2.87	2.59	1.91	1.75	1.75	1.67	1.53	1.39	1.34
Процентный долг к собственному капиталу	1.12	0.82	0.82	0.63	0.51	0.33	0.33	0.35	0.31	0.29	0.29	0.25
Процентный долг к общим активам	0.42	0.35	0.35	0.29	0.26	0.19	0.19	0.20	0.18	0.17	0.17	0.16
Обязательства к общим активам	0.62	0.57	0.57	0.53	0.48	0.41	0.41	0.43	0.41	0.40	0.40	0.38
Операционный денежный поток к выручке	0.21	–	0.22	0.27	0.31	0.25	0.27	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
Операционный денежный поток к чистой прибыли	19.85	–	2.41	1.01	2.37	1.94	1.89	1.87	1.93	1.91	1.83	1.89
Операционный денежный поток к процентному долгу	0.34	–	0.48	0.91	0.91	1.01	1.08	1.07	1.16	1.25	1.32	1.41
Инвестиционный и финансовый денежные потоки к EBITDA	0.77	–	0.68	0.24	0.81	0.72	0.65	0.73	0.75	0.75	0.72	0.71
ROA	0.7%	0.9%	7.0%	10.3%	10.1%	10.3%	11.1%	11.6%	11.0%	11.4%	12.3%	11.6%
ROE	1.9%	2.0%	16.1%	21.9%	19.5%	17.1%	18.8%	20.3%	18.6%	18.9%	20.6%	18.9%
Выручка на работника	0.7	0.9	1.2	1.2	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
Число ОТА на работника	7.90	9.39	10.82	10.30	9.83	10.74	11.20	11.45	11.63	11.80	11.99	12.13

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Прогноз свободного денежного потока Дальсвязь на 2008 – 2015 годы

Свободный денежный поток (млн руб.)	2006	1H07	2007	1H08	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Операционная прибыль				1 783	3 642	4 102	4 276	4 266	4 238	4 304	4 509	4 457
Коррекция на ставку налогообложения				1 275	2 459	2 770	2 888	2 881	2 862	2 906	3 045	3 010
Капитальные затраты за вычетом амортизации				277	553	925	1 198	1 064	419	236	321	183
Изменения в рабочем капитале				366	731	-29	-15	-9	-6	-6	-6	-5
FCFF				633	1 175	1 874	1 705	1 826	2 449	2 676	2 730	2 831

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Расчет ставки дисконтирования Дальсвязь на 2008 – 2015 годы

	2006	1H07	2007	1H08	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Стоимость собственного капитала				26.8%	26.7%	32.2%	32.0%	29.7%	29.5%	29.2%	28.7%	28.7%
безрисковая ставка				7.9%	7.9%	9.2%	9.0%	8.5%	8.3%	8.0%	7.5%	7.5%
рыночная риск премия				10.8%	10.8%	13.1%	13.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
коэффициент бета				1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
доля собственного капитала				47.6%	52.0%	59.4%	59.1%	57.2%	59.5%	60.1%	59.5%	61.6%
Стоимость заемного капитала				6.7%	8.1%	12.2%	9.5%	8.1%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
ставка заемного капитала				9.4%	12.0%	18.0%	14.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ставка налогообложения				28.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%
доля заемного капитала				52.4%	48.0%	40.6%	40.9%	42.8%	40.5%	39.9%	40.5%	38.4%
WACC				16.2%	17.8%	24.1%	22.8%	20.5%	20.3%	20.3%	19.8%	20.3%

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл 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	8 331
Постпрогнозный темп роста	1.00%
Приведенная конечная стоимость	3 126
Чистый долг	5 018
Стоимость компании	6 439
Количество обыкновенных акций	95 581 421
Количество привилегированных акций	31 168 901
Дисконт	0.98
Приведенное число акций	126 126 944
Расчетный целевой уровень по оа (руб.)	51.1
Расчетный целевой уровень по па (руб.)	50.0

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

Прогноз ключевых показателей Волгателеком

Показатели (\$ тыс.)	2008П	2009П	2010П
Выручка	644	462	503
EBITDA	237	174	187
Чистая прибыль	84	61	70
P/E	0.87	1.33	1.31
EV / Sales	0.37	0.41	0.39
EV / EBITDA	1.01	1.09	1.05
Расчетный целевой уровень по оа (\$)	1.29		
Расчетный целевой уровень по па (\$)	1.26		

Источник: данные компании, оценки ИК Файненшл Бридж

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

Аналитический отдел ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

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

Клиентский департамент ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

Андрей Амелин	Начальник клиентского департамента amelin@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 226
Александр Душек	Зам. Начальника клиентского департамента dushek@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 216
Екатерина Соколовская	Главный специалист e.sokolskaya@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 228
Эльдар Шувалов	Ведущий специалист eldar@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 262
Анна Филатович	Специалист filatovich@finbridge.ru тел. (495) 956-68-85 доб. 256

Департамент корпоративных финансов ИК «ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ»:

Андрей Иванов	Начальник департамента корпоративных финансов a.ivanov@finbridge.ru 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 your 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