

D [h givv Kmēig[

Imr`m j k c\ v fzpc n\ v nē[pKilnē i g[, gfhi_ f .

	2005	2006	2007	2008	2009 (J)	2010 (J)	2011 (J)	2012 (J)	2013 (J)	2014 (J)
Выручка	1 448	2 269	2 528	2 679	2 112	1 929	1 889	2 011	2 196	2 364
Операционные расходы	(1 181)	(1 911)	(2 112)	(2 116)	(1 694)	(1 662)	(1 647)	(1 702)	(1 761)	(1 864)
OIBDA	266	358	417	563	418	266	241	309	435	500
Норма OIBDA, %	18,4	15,8	16,5	21,0	19,8	13,8	12,8	15,3	19,8	21,2
Амортизация	(252)	(310)	(298)	(288)	(223)	(196)	(180)	(170)	(166)	(163)
EBIT	14	48	119	274	195	71	62	138	268	337
Норма EBIT, %	1,0	2,1	4,7	10,2	9,2	3,7	3,3	6,9	12,2	14,3
Процентные расходы										
Прочие неоперационные доходы и расходы	45	42	38	372	(8)	7	5	6	8	12
К c\ v fw i_ h[f_ i i \ f_ a` hcz	59	90	157	646	187	78	67	145	276	350
Норма прибыли до налогообложения, %	4,1	4,0	6,2	24,1	8,9	4,0	3,5	7,2	12,6	14,8
Налог на прибыль	(25)	(36)	(47)	(156)	(38)	(16)	(13)	(29)	(55)	(70)
Доля миноритарных акционеров	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Убытки от прекращенной деятельности	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RcImē j_ c\ v fw	35	54	110	490	149	62	53	115	220	279
Норма чистой прибыли, %	2,4	2,4	4,3	18,3	7,1	3,2	2,8	5,7	10,0	11,8

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

Jki^hi bhv d j_ f[h l Ki Imē i g[, gfhi_ f .

	2005	2006	2007	2008	2009 (J)	2010 (J)	2011 (J)	2012 (J)	2013 (J)	2014 (J)
E MC=V										
=h` i \ i kim hv ` [enc y]										
Основные средства и нематериальные	1 412	1 594	1 680	1 479	1 267	1 189	1 103	1 094	1 090	1 071
Прочее	128	233	504	18	16	16	15	16	16	16
Cm` i j_ i \ i kim hv ` [enc y]	1 540	1 827	2 184	1 497	1 283	1 205	1 118	1 110	1 105	1 087
Ment c` [enc y]										
Краткосрочные активы	221	362	393	407	350	339	330	363	397	428
Краткосрочные финансовые вложения	425	323	282	298	177	198	209	268	410	603
Денежные средства и их эквиваленты	83	89	134	408	350	338	328	360	393	423
Cm` i ment c` [enc y]	730	774	809	1 114	877	875	868	991	1 200	1 455
Cm` i j_ [enc y]	2 270	2 602	2 993	2 611	2 159	2 080	1 986	2 100	2 305	2 542
J LLCΨ CE OCI H@KHV D E; JCM F										
Li \ i nj` hv ` ik_ lm] [[eqih` ki]										
Акционерный капитал	3	4	4	3	3	3	3	2	2	2
Нераспределенная прибыль	1 723	1 930	2 283	2 018	1 770	1 707	1 626	1 712	1 887	2 094
Cm` i li \ i nj` hv ` ik_ lm] [[eqih` ki]	1 727	1 934	2 287	2 021	1 773	1 709	1 628	1 715	1 890	2 096
P fzg` hvs chl nj] [0	1	1	1	1	1	1	1	2	2
?i f` i kir hv ` i \ zbf` vrn] [
Долгосрочный процентный долг	215	214	201	164	17	12	10	9	8	6
Прочие долгосрочные обязательства	158	157	179	62	52	50	46	46	45	45
Cm` i j_ f` i kir hv ` i \ zbf` vrn] [373	370	380	227	69	61	56	55	53	51
Ment c` i \ zbf` vrn] [
Краткосрочные обязательства	170	296	325	362	316	308	300	329	361	393
Cm` i ment c` i \ zbf` vrn] [170	296	325	362	316	308	300	329	361	393
Cm` i j_ j [c_] v c [eqih` khvd e] jcn] f	2 270	2 602	2 993	2 611	2 159	2 080	1 986	2 100	2 305	2 542

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

	Имущество компании, оцениваемое по справедливой стоимости									
	2005	2006	2007	2008	2009 (J)	2010 (J)	2011 (J)	2012 (J)	2013 (J)	2014 (J)
Прибыль до налогообложения										
Прибыль до налогообложения	59	90	157	646	187	78	67	145	276	350
Амортизация	252	310	298	288	223	196	180	170	166	163
Прочие статьи	174	(5)	12	(362)	27	6	4	(1)	(5)	(11)
Изменение оборотного капитала	(12)	(59)	(19)	31	(1)	(1)	(2)	(4)	(4)	(4)
Проценты уплаченные	20	13	31	39	3	6	5	6	7	12
Налог на прибыль	(107)	(76)	(96)	(191)	(38)	(16)	(13)	(29)	(55)	(70)
Изменение чистых активов	387	274	383	453	402	269	240	287	385	439
Изменение стоимости приобретенных и проданных активов										
Приобретение основных средств и нематериальных активов	(275)	(265)	(280)	(307)	(270)	(198)	(186)	(179)	(177)	(158)
Продажа долей в дочерних и зависимых	5	(55)	(1)	399	0	0	0	0	0	0
Прочее	(86)	155	37	(52)	80	(30)	(27)	(60)	(146)	(198)
Изменение стоимости приобретенных и проданных активов	(356)	(164)	(244)	40	(191)	(228)	(212)	(239)	(323)	(356)
Изменение стоимости привлеченных и погашенных кредитов										
Привлечение кредитов	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Погашение кредитов и займов	(41)	(76)	(55)	(72)	(144)	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
Прочее	51	(35)	(48)	(67)	(60)	(29)	(13)	(11)	(25)	(48)
Изменение стоимости привлеченных и погашенных кредитов	10	(111)	(102)	(139)	(203)	(34)	(14)	(12)	(26)	(49)
Прочие корректировки	0	(0)	(0)	(4)	0	0	0	0	0	0
Корректировка на валютный курс	(2)	8	8	(76)	(66)	(18)	(24)	(3)	(4)	(4)
Изменение стоимости корректировок	38	6	44	274	(59)	(12)	(10)	32	33	30
Изменение стоимости финансовых инструментов	45	83	89	134	408	350	338	328	360	393
Изменение стоимости финансовых инструментов	83	89	134	408	350	338	328	360	393	423

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

Импорт капитала

Курсовая стоимость (WACC) в %										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Импорт капитала (K₀)	13,24	13,42	13,44	13,39	13,38	13,14	13,13	13,13	13,13	13,12
Безрисковая ставка	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Риск за инвестирование в акции	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Коэффициент β	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Премия за корпоративное управление	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Доля акционеров в структуре капитала	95,2	88,9	90,1	91,9	92,5	99,1	99,3	99,4	99,5	99,6
WACC	13,09	13,08	13,31	13,37	13,42	13,15	13,14	13,14	13,13	13,13

Оценка: Велес Капитал

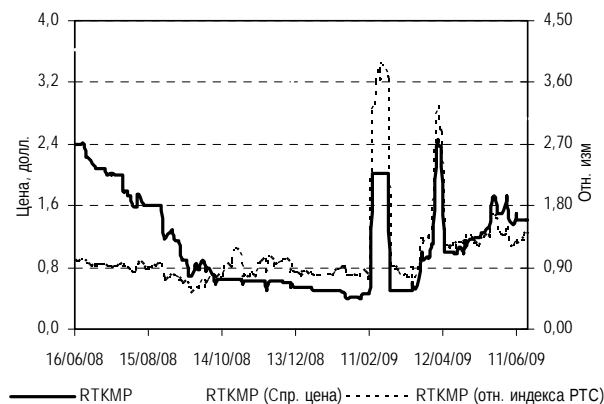
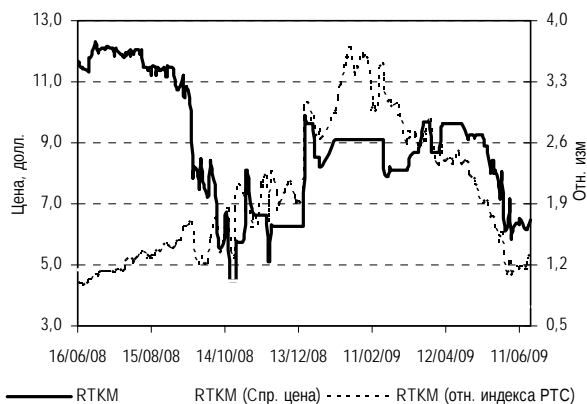
История изменений капитала										
	2005	2006	2007	2008	2009 (J)	2010 (J)	2011 (J)	2012 (J)	2013 (J)	2014 (J)
Исходная стоимость (K₀)	108	32	73	196	153	55	47	102	193	244
Амортизация	252	310	298	288	223	196	180	170	166	163
Капитальные затраты	(270)	(319)	(281)	(307)	(270)	(198)	(186)	(179)	(177)	(158)
Изменение чистого оборотного капитала	(12)	(59)	(19)	31	(1)	(1)	(2)	(4)	(4)	(4)
Итоговая стоимость (K₁)	78	(35)	71	209	105	52	40	89	179	246
Ставка дисконтирования, %					13,4	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1
Коэффициент дисконтирования					1,00	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54
Итоговая стоимость (K₁)	105	46	31	62	109	133				

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

Итоговая стоимость (K ₁)	
Ставка роста в постпрогнозный период, %	3,0
Сумма денежного потока, млн долл.	792
Продленная стоимость, млн долл.	3 738
Дисконтированная продленная стоимость, млн долл.	1 393
Стоимость компании, млн долл.	2 185
Стоимость долга, млн долл.	-949
Стоимость акционерного капитала с учетом доли меньшинства, млн долл.	3 134
Доля миноритарных акционеров, млн долл.	0
Стоимость акционерного капитала, млн долл.	3 134
Количество обыкновенных акций, млн шт.	729
Количество привилегированных акций, млн шт.	243
Оценочная стоимость привилегированных акций к обыкновенным, %	3,44
Дисконт цены привилегированных акций к обыкновенным, %	25,0
Оценочная стоимость привилегированных акций к обыкновенным, %	2,58
Недооценка (переоценка) обыкновенных акций, %	(47,1)
Недооценка (переоценка) привилегированных акций, %	81,1

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

а ікІ fcy pіqіe Кmēig[



Источник: PTC, Оценка: Велес Капитал

К j ēcḡ lēm ik[

№	М	Ment [z h[if .	ei h' qif if .	Текущий потенциал роста, %	□□□□ □□□	□m □kl gimk[kēi g' h' bḡ	Ch] lmcq cihh ē cḡ
Волгателеком, ао	NNSI	1,2500	2,5993	107,9	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
Волгателеком, ап	NNSIP	0,9200	1,9495	111,9	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
Дальсвязь, ао	ESPK	1,5400	3,4860	126,4	ПОКУПАТЬ	18.06.2009	
Дальсвязь, ап	ESPKP	1,0000	2,6145	161,4	ПОКУПАТЬ	18.06.2009	
СЗТ, ао	SPTL	0,2920	0,3008	3,0	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
СЗТ, ап	SPTLP	0,3350	0,2256		ДЕРЖАТЬ	20.04.2009	Обвал котировок в прошлом году предполагает существенный потенциал роста стоимости акций сектора несмотря на наличие негативных моментов
Сибирьтелеком, ао	ENCO	0,0235	0,0392	66,8	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
Сибирьтелеком, ап	ENCOP	0,0225	0,0294	30,7	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
Уралсвязьинформ, ао	URSI	0,0146	0,0295	102,3	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
Уралсвязьинформ, ап	URSIP	0,0088	0,0221	151,7	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
Центртелеком, ао	ESMO	0,2300	0,3083	34,0	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
Центртелеком, ап	ESMOP	0,1500	0,2312	54,2	ПОКУПАТЬ	20.04.2009	
ЮТК, ао	KUBN	0,0335	0,0191		СОКРАЩАТЬ	20.04.2009	Высокая долговая нагрузка несет в себе значительные риски инвестирования в данные бумаги
ЮТК, ап	KUBNP	0,0220	0,0143		ПРОДАВАТЬ	20.04.2009	
Комстар-ОТС	CMST	4,1500	5,6700	36,6	ПОКУПАТЬ	27.05.2009	Компания имеет все предпосылки пережить кризис с минимальными потерями
Ростелеком, ао	RTKM	6,3000	3,4406		ПРОДАВАТЬ	22.06.2009	Слишком высокая рыночная цена, ставшая результатом скупки акций и не подкрепленная фундаментальными факторами
Ростелеком, ап	RTKMP	1,4300	2,5805	80,5	ПОКУПАТЬ	22.06.2009	
Вымпелком	VIMP	11,30	10,59		ПРОДАВАТЬ	29.05.2009	Высокая долговая нагрузка ограничивает перспективы роста
МТС	MTSS	5,53	10,29	86,1	ПОКУПАТЬ	25.05.2009	Фундаментальная недооцененность акций
СТС Media	CTCM	10,59	11,06	4,4	ПОКУПАТЬ	08.05.2009	Серьезный обвал котировок за последний год определяет значительный потенциал роста

Оценка: Велес Капитал

Методы оценки стоимости

Методы оценки стоимости

	Доходный подход		Сравнительный подход	Затратный подход
	Метод DCF	Метод экономической прибыли	Мультипликативный анализ	Метод чистых активов
Концепция оценки единого объекта (EV) *	Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)		
Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **	Дисконтирование ден. потоков для акционеров (FCFE)	Дисконтирование эк. прибыли для акционеров (Edwards-Bell-Ohlson метод)		

* Стоимость долга рассчитывается отдельно и затем вычитается из общей стоимости бизнеса (target EV), сформированной исходя из ден. потоков / эк. прибыли фирмы.

** Долг учитывается в расчете интегрированно - через ежегодные погашения. Соответственно справедливая стоимость акц. капитала (target SV) формируется прямым образом - исходя из ден. потоков / эк. прибыли для акционеров.

Примечание:

DCF Методы отличаются от методов эк.прибыли способом учета инвестиций. Методы концепции оценки единого объекта отличаются от методов прямого расчета стоимости акционерного капитала - способом учета стоимости и обслуживания долговых обязательств.

Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

	расчет стоимости бизнеса (EV) в рамках оценки стоимости единого объекта	расчет стоимости акционерного капитала (SV)
Метод DCF (FCFF)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод DCF (FCFE)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{sj})^i} + \frac{TV}{(1+k_{sj})^n} + Cash + NA$
Метод экономической прибыли (EVA)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод EBO		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{sj})^i} + \frac{TV}{(1+k_{sj})^n} + Cash + NA$

Обозначения:

- EV - стоимость бизнеса (Enterprise Value)
- SV - стоимость акционерного капитала (Shareholders Value)
- TV - стоимость бизнеса / акц. капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value)
- Sagr - темпы развития в постпрогнозном периоде
- BV, E - акционерный капитал на начало периода (Balance Value, Equity)
- EBIT - операционная прибыль от продаж, прибыль до уплаты процентов по кредиту и налога на прибыль
- EBITDA - операционная прибыль до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации
- EBT - доналоговая прибыль (Earnings Before Tax)
- EAT - чистая прибыль (Earnings After Tax)
- EPS - чистая прибыль на одну акцию (Earnings Per Share)
- NOPAT - чистая операционная прибыль, очищенная от эффектов долевого финансирования

$$NOPAT = EBIT * (1 - \text{эффективная ставка налога на прибыль})$$
- FCFF - свободный ден.поток фирмы (Free Cash Flow to Firm)

$$FCFF = \text{валовый ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$$

$$\text{Валовый ден. поток} = NOPAT + \text{амортизация}$$
- FCFE - свободный ден.поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity)

$$FCFE = \text{валовый акционерный ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$$

$$\text{Валовый акционерный ден. поток} = EAT - \text{операционной деятельности (вкл. процентные платежи)} - \text{ежегодное погашение долга} + \text{привлечение заемных средств} + \text{амортизация}$$
- EVA - экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added)

$$EVA = \text{спрэд экономической прибыли} * IC = (ROIC - WACC) * IC$$
- SVA - экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added)

$$SVA = \text{спрэд} * E = (ROE - k_s) * E$$
- WACC - средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
- k_s - требуемая доходность акционеров
- D - справедливая (рыночная) стоимость чистого долга
- Cash - денежные средства, а также рыночные ценные бумаги на балансе
- NA - неоперационные активы
- IC - инвестированный капитал в операционную деятельность на начало периода (Invested Capital)
- ROIC - рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital)

$$ROIC = NOPAT / IC$$
- ROE - рентабельность акционерного капитала (Return on Equity)
- ROA - рентабельность активов (Return on Assets)

choikgɕɕ

Вѣс` ђѣмсе[с jmѣаѣс` i lhɔcc imѣlmѣhilmc

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2009 г.

ѣchqj iѣѣcz kèighɕd

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ѠENѠѠW – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

ѠENѠFCKI=MW – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ѠAMW – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

LIETѠMW – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

KIѠMW – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».

**Аналитическое управление****research@veles-capital.ru****Михаил Зак**

Начальник Управления
Стратегия
MZak@veles-capital.ru

Иван Манаенко

Начальник отдела анализа
долгового рынка
IManaenko@veles-capital.ru

Илья Федотов

Телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Станислав Фоменко

Металлургия
SFomenko@veles-capital.ru

Марина Иркин

Машиностроение и транспорт
Mirkly@veles-capital.ru

Олег Зотиков

Энергетика
OZotikov@veles-capital.ru

Дмитрий Лютягин

Нефть и газ
DLyutyagin@veles-capital.ru

Управление фондовых операций**sales@veles-capital.ru****Юрий Павлов**

Директор (VIP клиенты)
YPavlov@veles-capital.ru

Сергей Ветошкин

Корпоративные клиенты
SVetoshkin@veles-capital.ru

Александр Таран

Трейдинг (Украина)
ATaran@veles-capital.com.ua

Екатерина Точилкина

Трейдинг
ETochilkina@veles-capital.ru

Управление доверительных операций**am@veles-capital.ru****Бейшен Исаев**

Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Вадим Лабед

Работа с инвесторами
VLabeled@veles-capital.ru

Станислав Бродский

Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж
Телефон: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,
д. 37/55
Телефон: 38 (044) 459 0250
Факс: 38 (044) 459 0251