

15 декабря 2011 г.

Приходько Дмитрий Dmitriy.Prikhodko@ukrsibbank.com

План профиля эмитента	стр.
SWOT-анализ	2
Приложение 1. Краткий профиль бизнеса	3
Приложение 2. Рынок телекоммуникационных услуг	4
Приложение 3. Анализ структуры выручки	5
Приложение 4. Финансовая модель	6
Приложение 5. Дисконтирование денежных потоков	8
Приложение 6. Рыночные коэффициенты	9
Приложение 7. Акции UTLM на Украинской бирже	10

Текущая цена (грн.)	0,47
Теоретическая цена (грн.)	0,54
Потенциал роста	15%
Капитализация (грн млн.)	880
Количество акций, млн . шт.	1 872,62
Free float, %	7,2%
Free float (грн. млн.)	63

Минимальная за год цена (грн.)	0,36
Максимальная за год цена (грн.)	0,65

Изменение цены:

за месяц	1%
за 3 месяца	20%
за 12 месяцев	-23%
с начала года	-21%
Корреляция с индексом УБ	84,6%

Средний спрэд

за месяц	4,7%
за 3 месяца	3,3%
за 12 месяцев	2,9%

Среднедневной оборот (грн.тыс.)

за месяц	154
за 3 месяца	281
за 12 месяцев	2882

Среднедневное кол-во сделок

за месяц	17
за 3 месяца	18
за 12 месяцев	150

Акционеры (на 01.01.2010)

Акционеры (на 01.01.2010)	Доля
ООО "ЕСУ"	92,79%
Прочее	7,21%

ОАО «Укртелеком» (UTEL) - крупнейший в Украине оператор фиксированной связи, около 93% акций которого после приватизации находятся в собственности ООО «ЕСУ».

Основные факторы привлекательности ОАО «Укртелеком»:

- Мощнейшая инфраструктура и клиентская база;
- Значительная доля рынка телекоммуникационных услуг (18%);
- Рост рынка интернет-услуг;
- Усиление конкурентных позиций компании на рынке интернет-услуг (с 2007г. по 2010г. рыночная доля выросла с 24% до 33%);
- Конкурентные преимущества на рынке мобильной связи (стандарт UMTS);
- Хорошие показатели финансовой устойчивости, ликвидности;
- Приход нового стратегического инвестора может существенно оживить операционные показатели компании;
- При оценке DCF незначительный потенциал роста (+15%);
- Текущие котировки акций на 33% ниже цены приватизации;

Основные риски ОАО «Укртелеком»:

- Спад на рынке фиксированной связи (общемировая тенденция);
- Насыщение рынка мобильной связи;
- На наш взгляд, значительную часть конкурентных преимуществ Укртелеком уже растерял и его «ренессанс» возможен только при очень агрессивной стратегии – рынок характеризуется острой конкуренцией;
- Снижение продаж в 2010г. на 2%, за 9 мес.11 на 0,4%;
- Отрицательная прибыль с 2008 – 9 мес. 2011г.;
- Снижение продаж по сегменту фиксированной связи лишь на 79% компенсируется ростом продаж новыми направлениями (мобильная связь и интернет), см.стр.5;
- Поддержку рентабельности и выручки по-прежнему обеспечивают краткосрочные факторы повышение тарифов на услуги фиксированной городской связи;
- Значительное ухудшение показателей ликвидности акций;
- По рыночным коэффициентам потенциал роста неоднозначный (по коэффициентам прибыли акции торгуются с премией более 18-41%, по коэффициентам P/BV акции торгуются с дисконтом 22%).

По нашему мнению, справедливая стоимость UTLM составляет 0,54 грн. за акцию, что предполагает потенциал роста с текущего уровня на 16%. Данный прогноз основан на том, что компании удастся в среднесрочной перспективе компенсировать снижение продаж по сегменту фиксированной связи ростом доходов от интернет-сервисов. С учетом высоких операционных рисков UTLM, слабой динамики финрезультатов, неоднозначных результатов сравнительной оценки с международными аналогами и значительного ухудшения ликвидности акций с начала года, мы не рекомендуем покупать акции UTLM с текущих ценовых уровней.

Основные финансовые показатели

	Продажи, УАН млн.	EBITDA, УАН млн.	Чистая прибыль, УАН млн.	Чистый долг	EBITDA Margin	Net Profit Margin	P/S*	EV/S*	EV/EBITDA*	P/E*	P/S**	EV/S**	EV/EBITDA**	P/E**
2010	6 749	1 315	-259	2 802	19%	-4%	1,30	1,72	8,8	-34,0	1,51	1,93	9,9	-39,4
2011П	6 884	1 504	-118	2 417	22%	-2%	1,28	1,63	7,5	-74,9	1,48	1,83	8,4	-86,8
2012П	7 229	1 699	147	1 734	23%	2%	1,22	1,46	6,2	60,0	1,41	1,65	7,0	69,5
2013П	8 313	1 988	492	1 010	24%	6%	1,06	1,18	4,9	17,9	1,23	1,35	5,6	20,7
2014П	9 560	2 343	880	289	25%	9%	0,92	0,95	3,9	10,0	1,07	1,10	4,5	11,6

* по текущей цене;

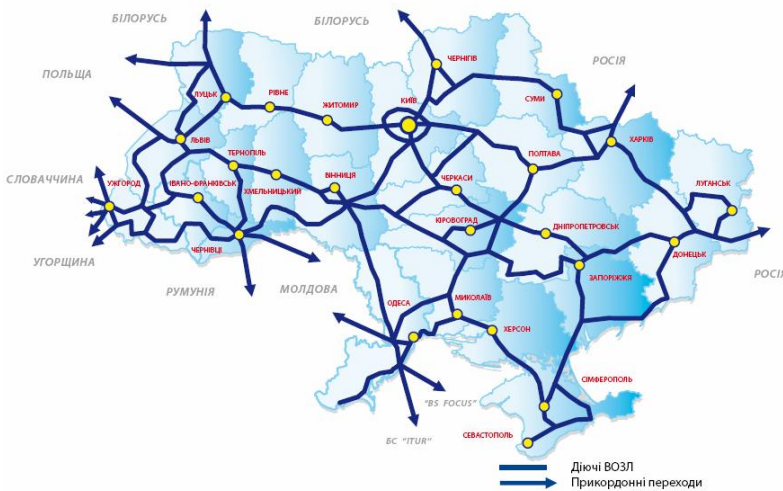
** по справедливой цене, на основе DCF

SWOT-анализ

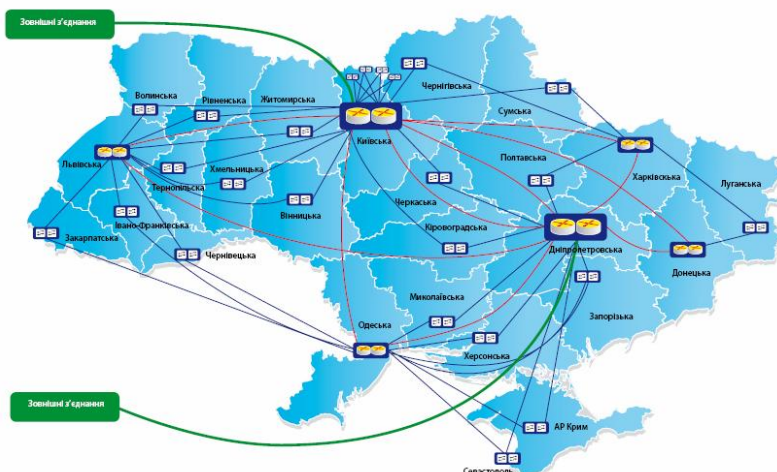
сильные стороны / возможности	слабые стороны / угрозы
1. Операционная деятельность	
- Продажа контрольного пакета акций UTEL должна привести к пересмотру операционной стратегии и более агрессивным действиям компании; - Украинский рынок телекоммуникаций динамично развивается и мы ожидаем его дальнейшего роста за счёт предоставления новых услуг, развития информационных технологий и роста доходов населения; - Укртелеком является крупнейшим игроком на рынке фиксированной связи, обладает самыми мощными телекоммуникационной инфраструктурой с географическим присутствием в каждом населенном пункте и абонентской базой (более 10 млн. чел.); - Компания занимает хорошие позиции в сегменте «проводного» доступа к Интернет (dial-up, xDSL ...), а также развивает «беспроводной» (Wi Fi, UMTS); - Развёртывание сети UMTS в крупнейших городах Украины позволяет компании войти на рынок широкополосной передачи данных (3G) – следующего этапа эволюции мобильной связи, а также предоставлять конвергентные услуги («3 в одном»); - Приоритетными направлениями развития компании являются интернет рост доходов от этих направлений призван компенсировать снижение доходов от услуг фиксированной телефонной связи; - Основными направлениями инвестиций компании является строительство мобильной связи третьего поколения и расширение широкополосного Интернет-доступа; - Выгодное географическое положение Украины и мощная транспортная сеть дает значительный потенциал роста дохода от продажи услуг транзита трафика и аренды каналов зарубежными операторами телекоммуникаций; - Потенциал развития новых сегментов (цифровое кабельное телевидение, IP-телевидение, и т.д.);	- Услуги фиксированной связи (около 65% продаж Укртелеком – стр.5) пользуются всё меньшей популярностью у потребителей, что отражается в стабильном снижении рыночной доли компании (аналогичная тенденция наблюдается у других европейских монополистов). Попытки компенсировать отток абонентов к мобильным операторам повышением тарифов только усугубляют процесс; - Компания отягощена существенным «социальным пакетом» - раздутым персоналом и программой телефонизации отдалённых населённых пунктов; значительная часть основных фондов морально устарела; - На рынке мобильной связи почти исчерпаны резервы экстенсивного развития (покрыты все зоны и целевые группы) и отмечается ужесточение конкуренции между доминирующими компаниями и снижение тарифов – неблагоприятная среда для выхода нового игрока; - Предоставление «скоростных» неголосовых мобильных услуг пока не является решающим конкурентным преимуществом – более 80% продаж мобильных операторов составляет голосовой трафик, а львиную долю неголосового занимают SMS (другие сервисы – MMS, WAP, GPRS ... – мало востребованы); - Мобильные операторы готовы к внедрению UMTS-надстройки в своих сетях и только отсутствие лицензий искусственно сдерживает этот процесс (ситуация, скорее всего, радикально изменится после планируемой продажи подразделения мобильной связи); - В сегменте широкополосной передачи данных серьёзную конкуренцию могут составить CDMA – операторы (формат CDMA2000 EVDO), которые активизировались в построении своих национальных сетей; - В сегменте предоставления «проводного» Интернет растёт конкуренция со стороны локальных кабельных сетей, имеющих ряд преимуществ (в первую очередь, скорость передачи данных и цена) перед другими технологиями;
2. Финансовое состояние	
- Отличные показатели финансовой устойчивости (доля собственного капитала в пассивах – 61%); - Приемлемые показатели ликвидности; - Относительно невысокий уровень долговой нагрузки компании; - Мы ожидаем улучшение финансовых показателей компании в результате приватизации;	- Чистая выручка компании в 2010г. снизилась на 2% до 6749 млн.грн., за 9 мес. 2011г. снижение составило 0,4% до 5059 млн.грн. Фактически снижение в сегменте фиксированной связи было компенсировано повышением тарифов и абонплаты за городскую телефонную связь и ростом направления интернет-услуг и мобильной связи. (см. стр.5); - В 2010г. в структуре выручки основное снижение продаж (-469 млн.грн.) проходит по 3-м направлениям фиксированной связи: междугородная, международная, звонки на мобильные операторы. Снижение по этим направлениям в основном компенсируется ростом доходов от Интернет сервисов (+278 млн.грн.) и мобильной связи (+93 млн.грн.); - Рост доходов в сегменте городской и сельской фиксированной связи (около 3%) поддерживается за счет роста тарифов. Подобные меры могут ускорить отток клиентов с направления фиксированной связи. - Фактически операционная прибыль за 9 мес. 2011г. была на уровне 100 млн.грн. (EBIT Margin – 2%), при этом финансовые расходы составили 263 млн.грн. Т.е. компания не генерирует прибыль достаточную для покрытия процентных выплат по долгам.
3. Акции в ПФТС / оценка	
- По DCF оценке потенциал роста составляет около 15% (стр. 9); - Текущие котировки акций на 33% ниже цены приватизации;	- Значительное ухудшение показателей ликвидности акций в 2011г. (среднедневное кол-во сделок снизилось до 17, торговый оборот до 154 тыс.грн.); - Перспективы бумаги зависят от политических решений (выдача лицензий НКРС, повышение тарифов) – повышенная волатильность UTLM на изменениях политической ситуации, многократные разочарования инвесторов и слабая чувствительность к другим факторам; - По рыночным коэффициентам потенциал роста неоднозначный (по коэффициентам прибыли акции торгуются с премией более 18-41%, по коэффициентам P/BV акции торгуются с дисконтом 22%). - Неопределённость вокруг будущего стратегического инвестора и связанных с новой стратегией операционных перспектив не располагают к корректному долгосрочному прогнозированию в модели DCF;

Приложение 1. Краткий профиль бизнеса

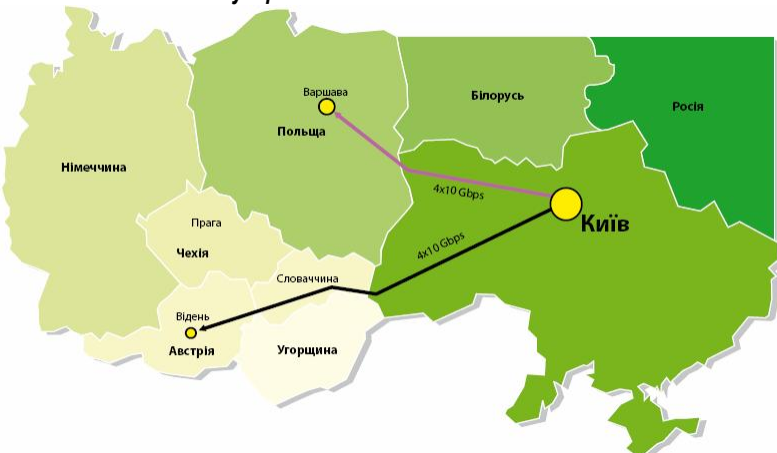
Транспортная телекоммуникационная сеть ОАО «Укртелеком»



Мультисервисная пакетная сеть ОАО «Укртелеком»



Международные соединения пакетной сети



Загальна ємність міжнародних з'єднань на 01.01.2010 становить 80 Гбіт/с.

Портрет бизнеса

ОАО «Укртелеком» (UTEL) - крупнейший в Украине оператор телекоммуникационных услуг:

- 1) Фиксированной связи
- 2) Мобильной связи
- 3) Стационарный Интернет
- 4) Мобильный Интернет (3G)
- 5) Потенциал кабельное ТВ
- 6) Предоставление каналов связи (операторам телефонной связи и интернет-провайдерам)

Обширная клиентская база по всей территории Украины насчитывает около 11 абонентов.

Активы компании насчитывают:

- 1) 90% кабельной канализации Украины (трубопроводы, смотровые устройства прокладки и монтажа кабельных линий)
- 2) Протяженность линий транспортной сети составляет 88,8 тыс.км. (в т.ч. оптоволоконные линии 38,7 тыс.км.)
- 3) Офисы в центре крупнейших городов Украины
- 4) 10 млн. линий фиксированной связи

Организационная структура «Укртелеком»

Аппарат управления

Филиал «Дирекция первичной сети»

Филиал информационно-коммуникационных систем

Филиал специализированной электросвязи

Филиал «Утел» (междугородняя связь)

Филиал «Центр последипломного образования»

27 региональных филиалов (все области, Киев и Севастополь)

Источник: Данные компании

Приватизация

ФГИ в октябре 2010 года объявил конкурс по приватизации 92,79% акций «Укртелекома» по стартовой цене 10,5 млрд. гривен. На него была подана только одна заявка - от «ЕСУ». 11 марта 2011г. ФГИ продал 92,79% акций компании «ЕСУ» за 10575,1 млн.грн. Что соответствует 0,61 грн. за акцию, текущие котировки по акциям UTLM составляет 0,47 грн.

Обязательства нового собственника:

- 1) выполнение договора по синдицированному кредиту на \$500 млн. от Credit Suisse First, Deutsche Bank Standard bank
- 2) в течение 3 мес. Перечислить дивиденды в гос.бюджеты в сумме 74,37 млн. грн.
- 3) развитие связи в сельской местности
- 4) вывести из состава Укртелекома правительственную связь с безвозмездной передачей подразделения гос-ву
- 5) сохранение численности штата Укртелекома

Мощнейшая инфраструктура и клиентская база «Укртелекома», может позволить стратегическому инвестору создать крупнейший телекоммуникационный и в последствии медийный холдинг на территории Восточной Европы.

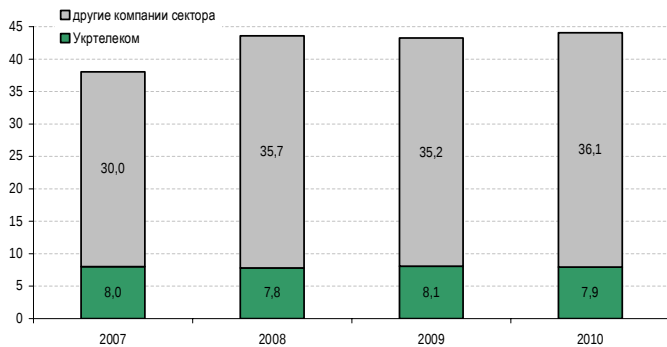
Приложение 2. Рынок телекоммуникационных услуг

Динамика сегментов рынка

	2007	2008	2009	2010	изм 10/09	прирост 10/09
1 Мобильная связь	25,1	29,6	28,5	28,6	0,1	0%
Фиксированная телефонная						
2 связь	9,9	9,6	8,7	8,4	-0,3	-3%
3 Интернет и передача данных	1,5	2,4	3,5	4,4	0,9	27%
4 Прочее	1,5	2,0	2,6	2,6	0,0	2%
Итого	38,0	43,6	43,3	44,1	0,8	2%

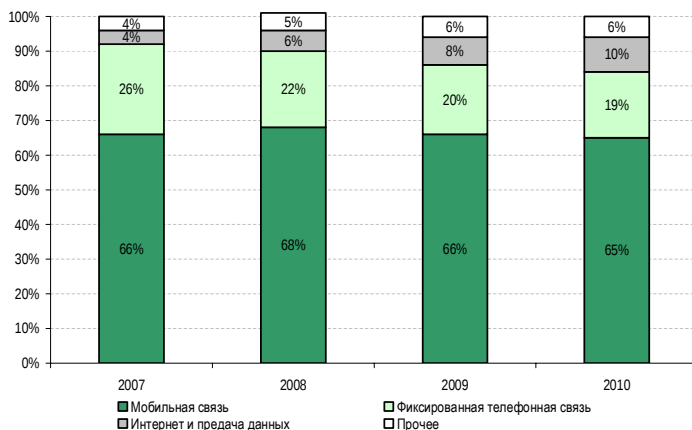
Источник: данные компании, Госкомстат

Ёмкость рынка телекоммуникаций



Источник: данные компании, Госкомстат

Структура рынка телекоммуникаций



Источник: данные компании, Госкомстат

Доля "Укртелекома" в сегментах телекоммуникационного рынка

№	Сегмент рынка	2007	2008	2009	2010
1	Мобильная связь	0,00%	0,12%	0,44%	0,76%
2	Фиксированная телефонная связь	76,5%	73,0%	73,7%	74,4%
3	Интернет и передача данных	24%	29%	34%	33%

Источник: данные компании, Госкомстат

Основные тенденции рынка телекоммуникаций в 2010г.:

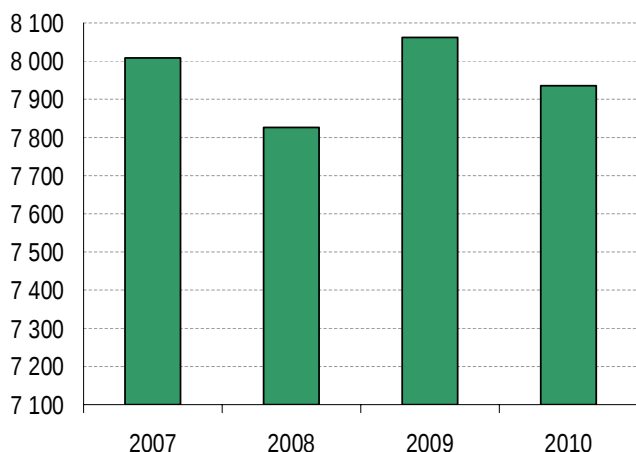
- о Объем рынка составил 44,1 млрд.грн. на уровне 2008г.;
- о Структура доходов рынка: 65% - мобильная связь, 19% - фиксированная телефонная связь, 10% - интернет;
- о Доходы от предоставления услуг мобильной связи остались на прежнем уровне по сравнению с 2009г., при этом снизились на 3,3% по сравнению с 2008г. Рынок мобильной связи стабилизировался как по показателю доходов, так и по количеству абонентов и находится в состоянии насыщения и, как результат, наблюдается лишь перераспределение абонентской базы между операторами мобильной связи;
- о Доходы от услуг фиксированной связи снизились на 3% (г/г), вследствие замещения услугами мобильной связи;
- о Рынок услуг интернет вырос на 27%(г/г), рынок имеет значительный потенциал роста. Наблюдается тенденция усиления конкуренции в сегменте, что отражается в снижении цен, экспансия в регионы крупных игроков, и вытеснение с рынка мелких интернет-провайдеров;
- о 3 оператора : Киевстар, МТС, Укртелеком по объёму полученных доходов контролируют 2/3 рынка;
- о В 2010г. позиция «Укртелекома» на рынке ухудшилась и составила 18% (в 2009г. – 18,6%). В основном за счет роста доходов от новых услуг (интернет и передача данных, мобильная связь)

Приложение 3. Анализ структуры выручки ОАО «Укртелеком»

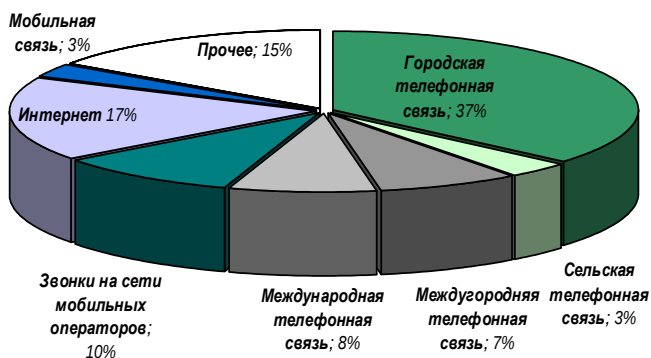
Динамика элементов дохода								Доля в структуре доходов			
№	Составляющие дохода	2007	2008	2009	2010	изм. 10/09	прирост 10/09	2007	2008	2009	2010
1	Городская телефонная связь	2 487	2 523	2 826	2 897	71	3%	31%	32%	35%	37%
2	Сельская телефонная связь	240	247	257	263	6	2%	3%	3%	3%	3%
3	Междугородная телефонная связь	1 109	948	718	581	-137	-14%	14%	12%	9%	7%
4	Международная телефонная связь	697	738	754	613	-141	-19%	9%	9%	9%	8%
5	Звонки на сети мобильных операторов	1 731	1 449	964	773	-191	-13%	22%	19%	12%	10%
6	Интернет и передачи данных	423	692	1091	1369	278	40%	5%	9%	14%	17%
7	Мобильная связь	1	35	127	220	93	266%	0%	0%	2%	3%
8	Прочее	1 320	1 194	1 325	1 220	-105	-9%	16%	15%	16%	15%
Всего доходов:		8 008	7 826	8 062	7 936	-126	-2%	100%	100%	100%	100%

Источник: данные компании

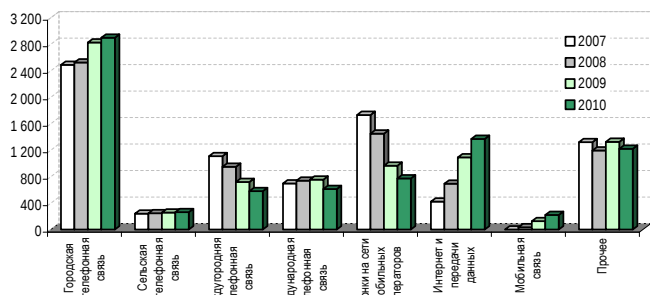
Доходы ОАО «Укртелеком» 2007-2010гг.



Структура дохода ОАО «Укртелеком» в 2010г.



Динамика доходов по основным направлениям ОАО «Укртелеком» 2007 - 2010 г.



Источник: данные компании, прогнозы УкрСиб Эссет Менеджмент

ОАО «Укртелеком» с 2006г. по 2009г. показатели валовой выручки удерживает в диапазоне 7,8-8 млрд.грн. Фактически компании удается компенсировать ежегодное снижение продаж в сегменте фиксированной связи за счет роста продаж в сегменте мобильной связи и услуг Интернет и повышения тарифов и абонплаты на услуги фиксированной связи.

Анализ структуры выручки

- Городская телефонная связь.** В долгосрочной перспективе, следуя мировым тенденциям, сегмент будет уменьшаться за счет более удобной мобильной связи и более дешевой IP-телефонии (Skype). С 2008 по 2010 г. кол-во линий фиксированной связи уменьшилось на 3% до 10,13 млн. Рост выручки по сегменту связан с повышением тарифов и абонентской платы.
- Сельская телефонная связь.** Убыточный сегмент бизнеса компании в связи с высокими эксплуатационными и инвестиционными издержками. В среднесрочной перспективе телекоммуникационная инфраструктура сельской местности сильное конкурентное преимущество для развития интернет-услуг и мобильной связи на менее насыщенном сельском рынке.
- Международная и междугородная связь и звонки на сети мобильных операторов,** ранее наиболее прибыльные сегменты бизнеса, ежегодно сокращаются за счет роста рынка мобильной связи.
- Интернет и передача данных.** Доля компании на украинском рынке Интернет доступа выросла с 24%(2007г.) до 33%(2010г.). Приоритетное направление бизнеса компании, характеризуется ненасыщенным растущим рынком. Основное конкурентное преимущество «Укртелекома» - самая развитая телекоммуникационная инфраструктура. Сегмент представляет два ключевых направления:
 - мобильный Интернет (3G)** - характеризуется невысокой конкуренцией (небольшое число выданных лицензий), ненасыщенностью рынка, развитая телекоммуникационная инфраструктура «Укртелекома». К примеру, мобильные операторы (Киевстар и др.) арендуют 3G вышки у Укртелекома для предоставления услуг мобильного (3G) Интернета.
 - стационарный Интернет (ADSL скорость передачи данных до 24Мбит/сек.)** - используя существующие телефонные каналы, Укртелеком в отличие от конкурентов может предоставлять услуги интернет-доступа без значительных капитальных вложений. Развитая инфраструктура дает запас прочности в тарифной политике, а также позволяет подключать клиентов в населенных пунктах, где отсутствует сети конкурентов. Развитие оптико-волоконных сетей (составляют 43,5% сетей компании) позволит увеличить передачу данных до 100 Мбит/сек.
- Мобильная связь.** Доля компании на рынке мобильной связи составил 0,76% в 2010г. Рынок мобильной связи характеризуется как насыщенный. Конкурентным преимуществом компании перед мобильными операторами Украины является использование стандарта UMTS, что позволяет повысить передачу данных и как результат использовать новые сервисы: видеозвонок, просмотр мультимедийных роликов, голосовая и видео почта, высокоскоростной доступ к интернет и др. Однако сегодня более используемым является старый стандарт который предлагают основные операторы мобильной связи GSM (клиенты неохотно меняют телефонные номера, под стандарт GSM гораздо больший выбор трубок мобильных телефонов). Ввиду выше описанных причин мы не ожидаем существенного роста этого направления в сегменте продаж компании в краткосрочной перспективе. Тем не менее, рост продаж мобильного направления компенсирует снижение по падающим сегментам на 16%. В планах компании продажа мобильного бизнеса, вырученные средства планируется направить на развитие Интернет-услуг.
- Сдача в аренду каналов связи.** Сегмент характеризуется устойчивым ростом доходов.
- Прочие направления бизнеса.** На наш взгляд наиболее интересным направлением развития бизнеса может стать развитие кабельного цифрового телевидения. Данный сегмент интересен стратегическим инвесторам с позиции развития медиа-холдингов.

Приложение 4. Финансовая модель, млн. грн.
2.1 Отчет о финансовых результатах, УАН млн.

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Чистая выручка	6 809	6 646	6 871	6 749	6 884	7 229	8 313	9 560	10 994	12 643
<i>изменение</i>	2%	-2%	3%	-2%	2%	5%	15%	15%	15%	15%
Себестоимость	5 212	5 698	5 651	5 581	5 507	5 566	6 235	6 883	7 586	8 597
Валовая прибыль	1 597	949	1 219	1 168	1 377	1 663	2 078	2 677	3 408	4 046
<i>изменение</i>	3%	-41%	29%	-4%	18%	21%	25%	29%	27%	19%
EBITDA	1 957	1 162	1 324	1 315	1 504	1 699	1 988	2 343	2 790	3 115
<i>изменение</i>	-1%	-41%	14%	-1%	14%	13%	17%	18%	19%	12%
Операционная прибыль	809	-126	-36	-68	162	438	803	1 229	1 743	2 131
<i>изменение</i>	-15%	-116%	-71%	88%	-339%	170%	83%	53%	42%	22%
Прибыль до налогов	576	-1 529	-469	-284	-118	191	622	1 113	1 692	2 123
Налог на прибыль	308	0	0	0	0	44	131	234	355	446
Чистая прибыль	267	-1 526	-456	-259	-118	147	492	880	1 337	1 677
<i>изменение</i>	-43%	-671%	-70%	-43%	-55%	-225%	235%	79%	52%	25%

2.2 Показатели рентабельности

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Gross Margin	23,5%	14,3%	17,7%	17,3%	20%	23%	25%	28%	31%	32%
EBITDA Margin	28,7%	17,5%	19,3%	19,5%	22%	23%	24%	25%	25%	25%
Operating Margin	11,9%	-1,9%	-0,5%	-1,0%	2%	6%	10%	13%	16%	17%
Net Margin	3,9%	-23,0%	-6,6%	-3,8%	-2%	2%	6%	9%	12%	13%
Return on Assets (ROA)	2,1%	-12,3%	-3,9%	-2,5%	-1%	1%	5%	9%	13%	17%
Return on Equity (ROE)	3,0%	-21,0%	-6,7%	-4,0%	-2%	2%	7%	12%	17%	21%

2.3 Баланс, УАН млн.

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Денежные средства	1217	672	482	216	413	795	914	1052	1209	1391
Дебиторская задолженность	787	934	926	697	757	795	914	1052	1209	1391
Материальные запасы	432	346	362	399	482	434	499	574	660	759
Текущие активы	2 693	2 104	2 004	1 615	1 907	2 291	2 632	3 025	3 476	3 996
<i>изменение</i>	20%	-22%	-5%	-19%	18%	20%	15%	15%	15%	15%
Долгосрочные инвестиции	10	10	10	10	10	10	11	11	12	13
Незавершенное строительство	514	469	333	351	298	239	191	153	122	98
Основные средства	8 989	9 318	8 943	8 054	7 570	7 116	6 689	6 288	5 911	5 556
<i>изменение</i>	6%	4%	-4%	-10%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
Необоротные активы	10 002	10 267	9 739	8 862	8 314	7 806	7 338	6 906	6 506	6 135
Всего активы	12 694	12 370	11 743	10 477	10 222	10 098	9 971	9 931	9 982	10 131
<i>изменение</i>	9%	-3%	-5%	-11%	-2%	-1%	-1%	0%	1%	1%
Краткосрочная финансовая задолженность	29	26	79	573	500	400	300	200	100	50
Кредиторская задолженность	744	916	1 037	684	867	911	1 047	1 205	1 385	1 593
Текущие обязательства	790	990	1 232	1 324	1 444	1 398	1 424	1 485	1 566	1 722
<i>изменение</i>	22%	25%	25%	7%	9%	-3%	2%	4%	6%	10%
Долгосрочные обязательства	3 124	4 125	3 719	2 625	2 367	2 143	1 638	1 149	662	314
Уставный фонд	4 682	4 682	4 682	4 682	4 682	4 682	4 682	4 682	4 682	4 682
Нераспределенная прибыль	455	-1 338	-1 804	-2 062	-2 180	-2 033	-1 681	-1 293	-836	-495
Собственный капитал	8 781	7 256	6 792	6 528	6 410	6 557	6 909	7 297	7 754	8 095
<i>изменение</i>	9%	-17%	-6%	-4%	-2%	2%	5%	6%	6%	4%
Всего пассивы	12 694	12 370	11 743	10 477	10 222	10 098	9 971	9 931	9 982	10 131

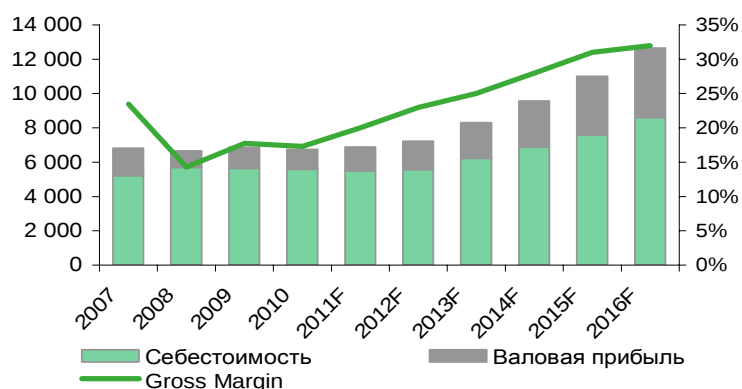
2.4 Показатели финансовой устойчивости и ликвидности

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Equity to Assets	0,69	0,59	0,58	0,62	0,63	0,65	0,69	0,73	0,78	0,80
Debt to Equity	0,45	0,70	0,73	0,60	0,59	0,54	0,44	0,36	0,29	0,25
Current ratio	3,41	2,13	1,63	1,22	1,32	1,64	1,85	2,04	2,22	2,32
Quick ratio	2,54	1,62	1,14	0,69	0,81	1,14	1,28	1,42	1,54	1,61

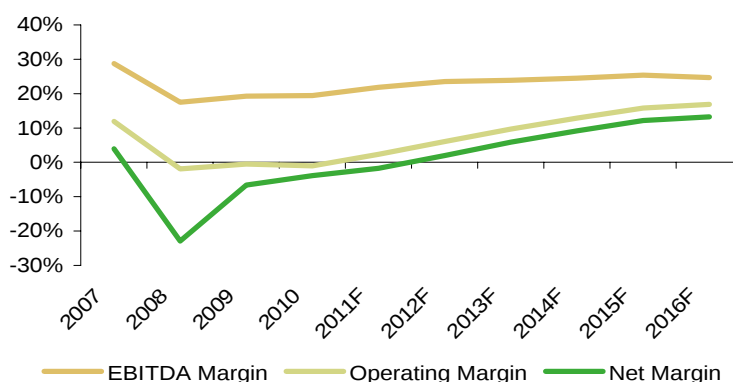
2.5 Финансовые показатели на 1 акцию

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Количество акций, млн. шт	18 726	18 726	18 726	18 726	18 726	18 726	18 726	18 726	18 726	18 726
Продажи на 1 акцию, УАН	0,36	0,35	0,37	0,36	0,37	0,39	0,44	0,51	0,59	0,68
Чистая прибыль на 1 акцию, УАН	0,01	-0,08	-0,02	-0,01	-0,01	0,01	0,03	0,05	0,07	0,09
Собственный капитал на 1 акцию, УАН	0,47	0,39	0,36	0,35	0,34	0,35	0,37	0,39	0,41	0,43

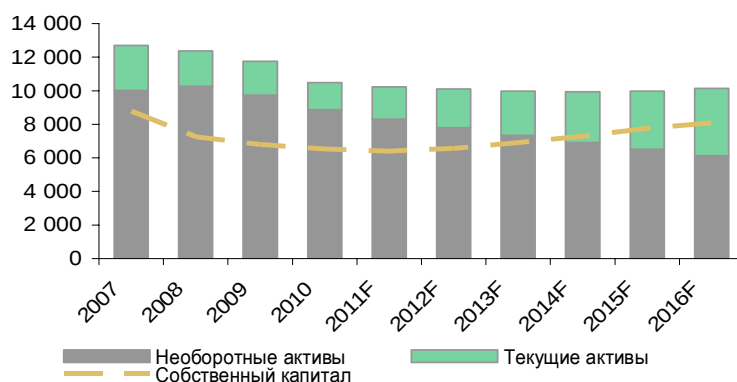
Продажи и валовая прибыль



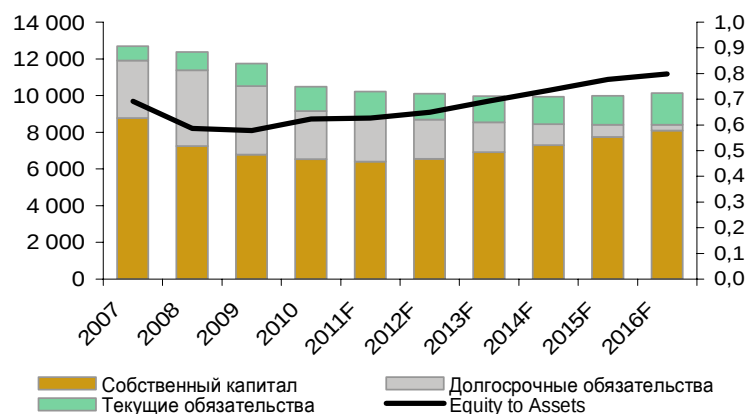
Рентабельность



Активы



Пассивы



Приложение 5. Дисконтирование денежных потоков (DCF)

Расчёт средневзвешенной стоимости капитала

WACC 13,3%

Risk-free rate (Ukraine-16)	9,6%
Stock market premium	6,0%
Beta	0,90
CAPM	15,0%
Market debt, \$ mln.	3 018,5
Current MC, \$ mln.	8 801,3
Cost of refinancing	11,0%
Corporate tax	23,0%
Weighted cost of debt	2,16%
Weighted cost of equity	11,13%

Оценка справедливой стоимости компании методом дисконтирования, UAH млн.

	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
EBIT	-126,0	-36,1	-67,7	162,1	437,6	802,5	1228,8	1743,0	2130,8
Амортизация	1287,6	1360,4	1383,0	1341,5	1261,0	1185,3	1114,2	1047,3	984,5
Капитальные затраты	1552,7	833,0	505,2	794,0	753,3	717,3	681,8	647,2	613,7
Изменение рабочего капитала	-227,3	-26,0	227,3	-87,7	-41,7	85,5	98,3	113,1	130,0
Свободный денежный поток	-132,3	526,2	599,6	756,7	877,6	984,5	1255,7	1594,3	1839,0
Ставка дисконтирования (WACC)	13,3%								
Чистая приведенная стоимость	4514,5								
Темп роста в послепрогнозный период	3,0%								
Стоимость компании с реверсией	13 214,3								
Стоимость чистого долга	3 018,5								
Справедливая стоимость компании, млн.грн.	10 195,7								
Количество акций, млн. шт	18 726,2								
Справедливая цена акции, грн.	0,54								

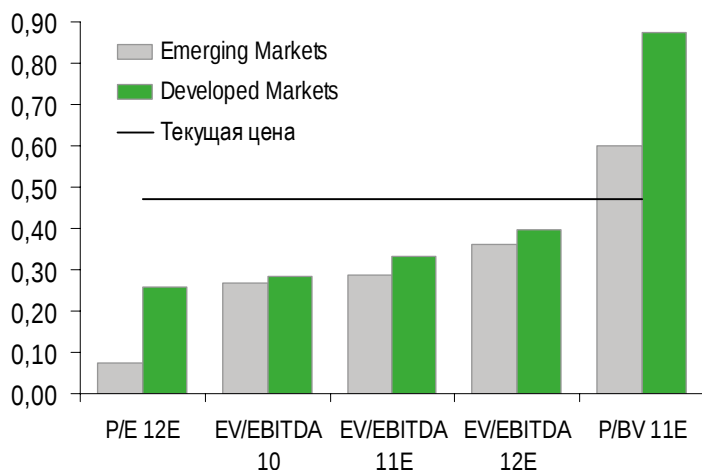
Чувствительность средневзвешенной справедливой цены акции

WACC	Темп роста в послепрогнозный период				
	2%	3%	4%	5%	6%
3%	0,34	0,37	0,39	0,43	0,47
2%	0,39	0,42	0,45	0,49	0,54
1%	0,44	0,47	0,52	0,57	0,64
0	0,50	0,54	0,60	0,67	0,75
-1%	0,57	0,63	0,70	0,79	0,91
-2%	0,66	0,74	0,83	0,96	1,13
-3%	0,78	0,88	1,01	1,19	1,45

Приложение 6. Рыночные коэффициенты

Тикер	Компания	P/E			EV/EBITDA			Net Profit, %			EBITDA Margin, %			P/B 2011E
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
UTLM	Укртелеком	neg	neg	60	8,8	7,5	6,2	-3,8%	-2%	2%	19%	22%	23%	1,37
Emerging Markets														
BEZQ IT	Bezeq Israeli Telecommunication Corp Ltd (ISRAEL)	10	10	9	4,9	4,8	4,7	20	20	22	41	42	43	3,20
2412 TT	Chunghwa Telecom Co Ltd (TAIWAN)	14	14	14	6,0	6,1	6,1	23	23	23	47	46	47	1,60
HTO GA	Hellenic Telecommunications Organization SA (GREECE)	8	8	7	4,3	4,3	4,3	7	7	8	35	35	35	2,60
MTNL IN	Mahanagar Telephone Nigam (INDIA)	--	-12	-7	--	3,7	4,8	--	-9	-16	--	-5	-4	0,30
SPTT CP	Telefonica O2 Czech Republic AS (CZECH)	14	13	13	5,7	5,7	5,9	18	19	20	42	43	43	1,90
TELMEXL	Telefonos de Mexico SAB de CV (MEXICO)	9	10	10	5,1	5,2	5,4	16	15	15	42	42	41	4,20
MM	Telekomunikacja Polska SA (POLAND)	17	16	14	4,0	4,0	4,1	8	8	9	38	38	38	1,20
TPS PW	Telkom SA Ltd (SOUTH AFRICA)	--	7	7	--	2,3	2,2	--	7	7	--	26	27	0,60
TKG SJ														
	average	12	8	8	5,0	4,5	4,7	15	11	11	41	33	34	1,95
	median	12	10	9	5,0	4,6	4,8	17	12	12	41	40	39	1,75
Developed Markets														
BT US	BT Group PLC (BRITAIN)	--	13	12	--	--	--	--	7	7	--	28	28	--
DTE GR	Deutsche Telekom AG (GERMANY)	14	14	13	4,7	4,8	4,8	5	5	6	32	32	32	1,20
FTE FP	France Telecom SA (FRANCE)	9	9	9	5,0	5,0	5,1	10	10	10	35	35	34	1,50
KPN NA	Koninklijke KPN NV (NETHERLANDS)	10	10	10	5,3	5,3	5,3	14	14	14	40	40	40	4,20
PTC PL	Portugal Telecom SGPS SA (PORTUGAL)	14	12	11	5,4	5,3	5,2	7	8	9	36	36	36	4,80
SCMN VX	Swisscom AG (SWITZERLAND)	11	11	10	6,5	6,4	6,4	16	16	16	38	39	39	3,20
TIT IM	Telecom Italia SpA (ITALY)	8	8	7	4,8	4,8	4,8	8	8	9	42	42	42	0,70
TEF SM	Telefonica SA (SPAIN)	9	9	9	5,7	5,6	5,5	14	14	15	39	38	39	3,50
TEL NO	Telenor ASA (NORWAY)	12	12	10	6,4	5,9	5,5	12	12	13	29	30	30	1,90
	average	11	11	10	5,5	5,4	5,3	11	11	11	36	35	36	2,63
	median	10	11	10	5,4	5,3	5,3	11	10	10	37	36	36	2,55

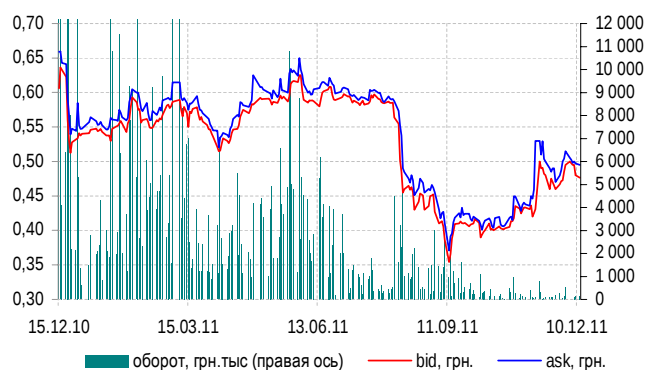
UTLM : дисконт/премия к аналогам:		P/E			EV/EBITDA			P/BV
Укртелеком		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2011E
Emerging Markets								
	median	x	x	84%	43%	39%	23%	-22%
Developed Markets								
	median	x	x	83%	65%	41%	18%	-46%



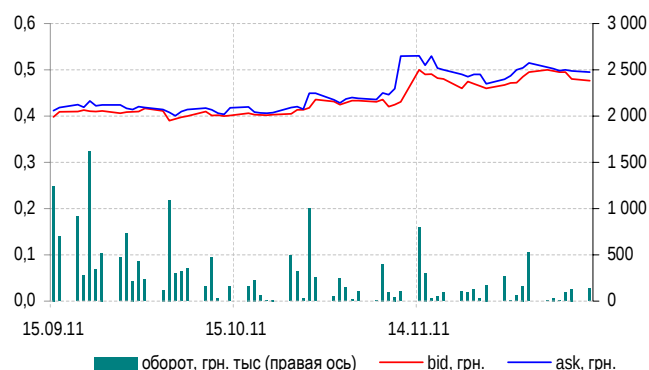
Приложение 7. Акции UTLM на Украинской бирже

Динамика котировок, оборот

год

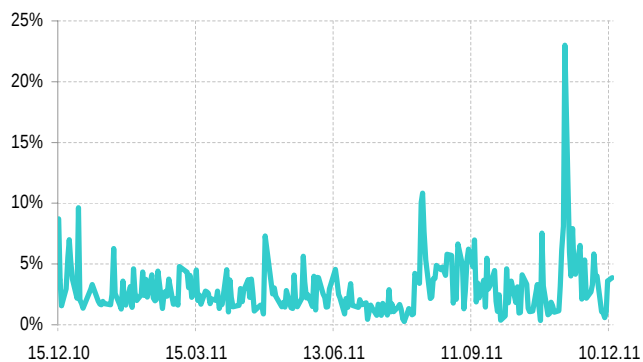


квартал

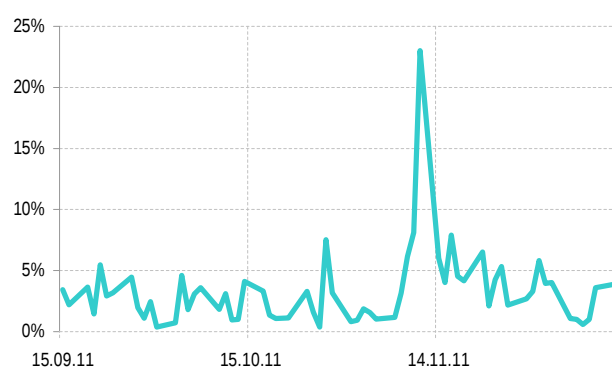


Спрэд

год

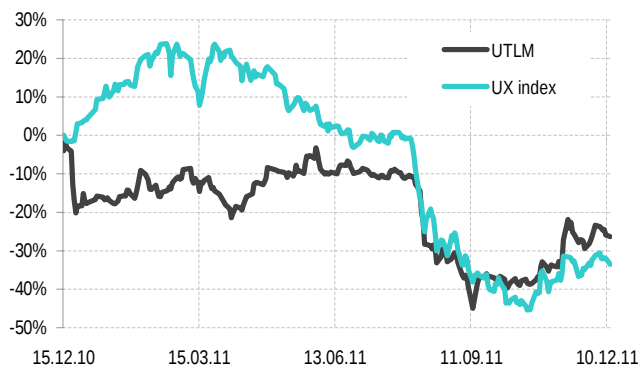


квартал

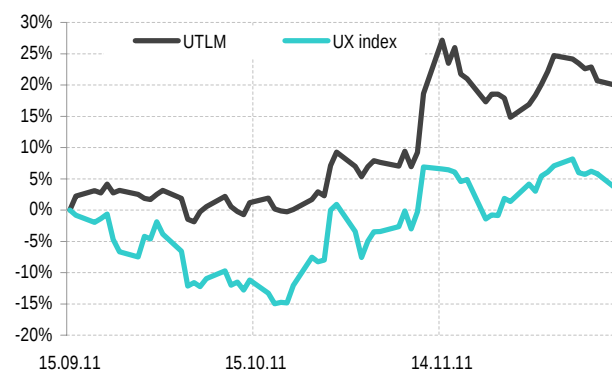


Котировки в сравнении с индексом УБ

год



квартал



Использование материалов обзора возможно только после получения письменного согласия компании.

АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент»

Председатель Правления	Максим Куприн	(044) 537 50 56 mk@ukrsibfunds.com
Аналитика	Дмитрий Приходько	(044) 537 50 56 <u>Dmitriy.Prikhodko@ukrsibbank.com</u>
Портфельное управление	Владимир Грынив	(044) 537 50 56 volodymyr.gryniv@ukrsibbank.com
Работа с клиентами	Алла Кудря	(044) 537 50 56 Alla.Kudrya@ukrsibfunds.com
Венчурные фонды	Анна Тихая	(044) 537 50 56 at@ukrsibfunds.com
Проекты с недвижимостью	Елена Коренюк	(044) 537 50 74 hk@ukrsibfunds.com

Данный материал подготовлен аналитиками АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент» исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Мнения, оценки и рекомендации, приведенные в данном материале, являются точкой зрения аналитиков АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент». Мнение АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент» может не совпадать с мнениями аналитиков, изложенными в данном обзоре. Компания не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенных на основе мнений, оценок и рекомендаций, изложенных в данном обзоре.

Представленная в обзоре информация получена из источников, которые АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент» рассматривает как надёжные, однако Компания не несет ответственность за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Данный материал подготовлен с целью распространения среди профессиональных участников рынка ценных бумаг, институциональных инвесторов и клиентов Компании. Мнения, оценки и рекомендации, приведенные в данном материале, не могут рассматриваться в качестве единственного основания для совершения операций на рынке ценных бумаг. Каждый инвестор должен самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь как одно из средств, способствующих принятию взвешенных решений.