



31 января 2022 г.

МТС (MTSS/МВТ)

Цель: 384 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@velos-capital.ru

Не только про связь

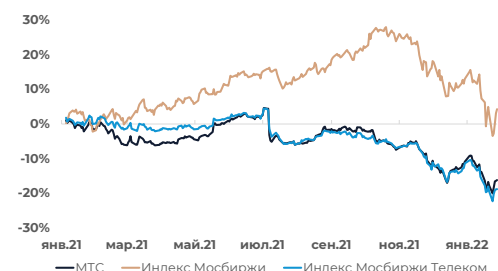
Сейчас оператор проводит постепенную трансформацию бизнеса, наращивая количество направлений деятельности и развиваясь в смежных отраслях. Согласно расчетам МТС, на конец сентября 2021 г. доля выручки от нетелекоммуникационных проектов уже вплотную приблизилась к 30%. Одновременно с этим группа остается абсолютным лидером на рынке мобильной связи в России, что обеспечивает поддержку новым растущим бизнесам с точки зрения денежных потоков и доступности клиентской базы. Мы положительно оцениваем успехи компании по ряду направлений, таких как финансовые услуги и облачные сервисы, а также полагаем, что они создают дополнительный потенциал роста. Выплачивая щедрые дивиденды МТС остается и крайне привлекательной историей с точки зрения возврата инвесторам. Частичная монетизация ряда активов, включая продажу вышек и IPO МТС Банка вкуче с сильными результатами бизнеса, как нам кажется, позволяют компании и дальше распределять значительные средства между акционерами. Наша рекомендация для акций МТС остается «Покупать», а целевая цена установлена на уровне **384 руб.** за бумагу.

Прошедший год, на наш взгляд, стал для МТС довольно успешным при восстановлении основной части бизнесов после острого периода пандемии. Согласно нашим расчетам, выручка группы в 2021 г. увеличилась на 8,2% г/г, до 535,6 млрд руб., и значительную часть этого роста обеспечили не телекоммуникационные бизнесы, вроде банка и розничной сети. Выручка от сервисов мобильной связи в России, по нашим оценкам, увеличилась на 4,2% г/г, хотя доходы от международного роуминга пока остаются под давлением. Рентабельность скор. OIBDA могла составить 43,1%, что на 0,4 п.п ниже показателя 2020 г. Рост скор. OIBDA мы оцениваем в 7,4% г/г при прогнозе компании не менее 6% г/г. Последняя озвученная цель МТС по выручке 2021 г. предполагала рост на уровне 7-9% г/г, а капитальные затраты должны были составить порядка 110 млрд руб.

В текущем году, по нашим расчетам, выручка МТС увеличится на 8,1% г/г, до 579,1 млрд руб. Повышение тарифов на мобильную связь произошло во второй половине января, и, согласно нашим оценкам, размер корректировки был более существенным, чем в прошлом году с учетом удвоения инфляции. Подобный пересмотр тарифов должен обеспечить ускорение роста выручки от сервисов мобильной связи до 6,8% г/г. Также мы рассчитываем на опережающий рост МТС Банка и сервисов фиксированной связи. Рентабельность OIBDA, как мы ожидаем, составит 42,8%, отражая увеличение расходной части основного бизнеса. Так как МТС завершили своп оборудования в Москве, CAPEX несколько снизится по сравнению с 2021 г. и, по нашим оценкам, будет на уровне 104,2 млрд руб. Снижение уровня капитальных затрат и меньшая активность в M&A, как мы ожидаем, позволит МТС нарастить денежный поток без учета банка.

В ближайшие 5 лет мы оцениваем среднегодовой рост выручки МТС в 5,7%. Рентабельность может быть под давлением затрат основного бизнеса, так что наша текущая оценка OIBDA предполагает среднегодовой рост на уровне 5%, несколько медленнее роста выручки. Эффект от новых направлений, как мы ожидаем, будет слегка негативным (банк) или позитивным (медиа и ритейл) в зависимости от конкретного бизнеса. CAGR 2021-2025 гг. для капитальных затрат мы оцениваем в 5%, и думаем, расходы компании в ближайшие два года не превысят 110 млрд руб. В дальнейшем они могут планомерно увеличиваться при расширении бизнеса и дополнительных инвестициях в новые направления и технологии. Генерация денежного потока у МТС остается стабильной, и мы полагаем, нет особых предпосылок для ухудшения ситуации в будущем. Без учета

Динамика индексов и акций МТС



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

MTSS

Тикер на МосБирже

283

Текущая цена, руб.

268/350

Мин/макс цена, 12м

384

Справедливая цена

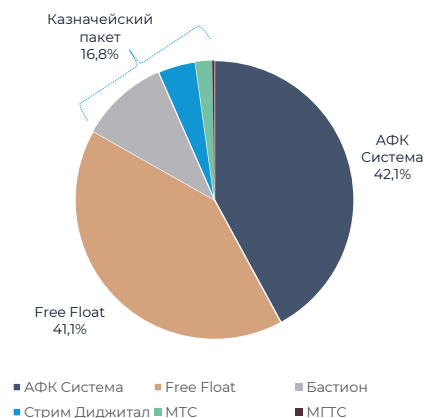
35,6%

Потенциал

Покупать

Рекомендация

Структура капитала МТС (на 16.12.2021)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты группы МТС за 9М 2021 г.

Финансовые показатели	9М 2020	9М 2021	+/-
Выручка:	361 220	390 680	8,2%
Сервисная выручка	314 296	336 900	7,2%
Продажи товаров	46 924	53 780	14,6%
Скор. OIBDA	162 630	173 865	6,9%
Рентабельность скор. OIBDA	45,0%	44,5%	-0,5 п.п.
Операционная прибыль	86 767	92 467	6,6%
Рентабельность операционной прибыли	24,0%	23,7%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	48 299	50 238	4,0%
Рентабельность чистой прибыли	13,4%	12,9%	-0,5 п.п.

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Подробнее



влияния банка на оборотный капитал доходность FCF в наших оценках составляет не менее 16% в период 2022-2026 гг.

В этом году группа должна представить обновленную дивидендную политику. Благодаря проведенным выкупам акций, МТС, по нашим расчетам, вполне может выплачивать не менее 32 руб. на акцию в год (в прежней — не менее 28 руб.) без существенного увеличения общей суммы дивидендов, что обеспечивает доходность к текущей цене на уровне 11,5%. Условия новой политики, скорее всего, будут предполагать увеличение частоты выплат до 4 раз в год против 2 ранее. Политика компании может стать более адаптивной и, возможно, вместо фиксированного минимума будет привязана к определенным финансовым показателям, вроде денежного потока. Проведение новых программ обратного выкупа акций не исключено, но мы не ожидаем старта buyback в ближайшее время. По нашему мнению, МТС может постепенно отходить от практики обратных выкупов с учетом накопленного количества казначейских бумаг и будет отдавать предпочтение другим инструментам возврата. Основным приоритетом станут более частые выплаты дивидендов. Погашение казначейских акций, как мы думаем, пока также не стоит на повестке.

В 2022 г. ожидается продажа вышек, что должно принести группе дополнительные средства. С учетом количества башен и сооружений (около 23 тыс.) их оценка может составить более 100 млрд руб. В МТС уверены, что с учетом качества активов могут рассчитывать на премию в сравнении с другими игроками. Как ожидается, значительную часть стоимости бизнеса составит долг, который МТС переписет на реализуемые активы. Менеджмент сообщил, что долг группы снизится не менее чем на 80 млрд руб. Остальная часть вырученных средств может быть как направлена на инвестиции и новые приобретения, так и распределена между акционерами в виде специальных дивидендов. МТС Банк идет к IPO, хотя о точных сроках проведения пока сложно что-то сказать. Мы полагаем, что основной план этого размещения предполагает, что МТС останется контролирующим акционером с долей не менее 75%, а банк получит дополнительные средства для развития. Не исключено, что МТС также получит некоторые средства от продажи части своей доли, но монетизация не является основной целью оператора. Оценка банка при размещении может составлять более 1 млрд долл.

Мы оценивали МТС при помощи 5-летней DCF модели с WACC 10,6% и ставкой постпрогнозного роста 1,8%. По мультипликатору EV/EBITDA компания сейчас торгуется несколько дороже аналогов из развивающихся стран, хотя оказывается дешевле медианного значения по P/E. Как и ранее наблюдается заметное отставание по всем основным мультипликаторам от аналогов из развитых стран, что говорит о наличии пространства для роста. При достижении целевой цены МТС будет оцениваться с EV/EBITDA 2022 на уровне 5,3x, что выглядит для нас вполне оправдано.

Делим на три

В 3К 2021 г. МТС рассказали о планирующейся реорганизации бизнеса с выделением в отдельные структуры башенного бизнеса и MTS Web Services. Данная реорганизация должна произойти в рамках дополнения к стратегии компании на 2020-2022 гг. Выделение каждой из частей преследует свои определенные цели.

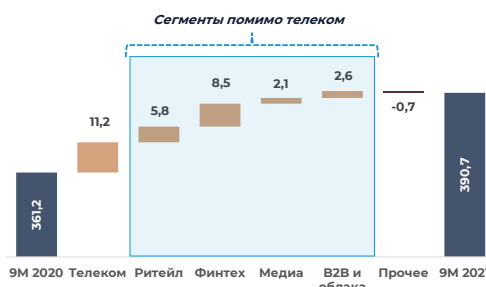
Решение о выделении башен в этом году приняли, по сути, все 4 крупнейших оператора мобильной связи в России, а Veon и Мегафон уже объявили о сделках по продаже. Рынок достиг определенной стадии развития, при которой продажа башенной инфраструктуры стала оптимальным решением. Мы видим сразу несколько факторов, которые говорят в пользу подобной ситуации: 1) операторы нарастили долговую нагрузку, и монетизация активов позволит им ее снизить; 2) продажа башен не приведет к серьезному изменению конкурентного ландшафта, как это могло произойти раньше, когда инфраструктура значительно отличалась по качеству; 3) первые операторы решились на продажу непрофильных активов, дав остальным сигнал к действию; 4) появились игроки, готовые купить подобные активы и создать несколько больших инфраструктурных компаний на рынке; 5) переход к независимым

Финансовые результаты группы в России за 9М 2021 г.

Финансовые показатели (Россия)	9М 2020	9М 2021	+/-
Выручка, в т.ч.:	356 601	385 963	8,2%
Сервисная выручка, в т.ч.:	309 975	332 259	7,2%
Сервисы мобильной связи	247 217	256 933	3,9%
Сервисы фикс. связи	46 228	51 177	10,7%
Продажа билетов и eSport	2 544	3 305	29,9%
Банк	25 165	33 712	34,0%
Выбытие	-11 179	-12 868	15,1%
Продажи товаров, в т.ч.:	46 626	53 704	15,2%
Продажи оборудования	42 126	48 128	14,2%
Продажи цифр. продуктов	4 500	5 576	23,9%
Скор. OIBDA	159 270	170 688	7,2%
Рентабельность скор. OIBDA	44,7%	44,2%	-0,4 п.п.

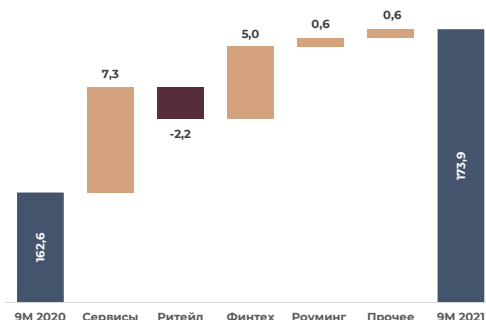
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Факторный анализ выручки МТС за 9М 2021 г.



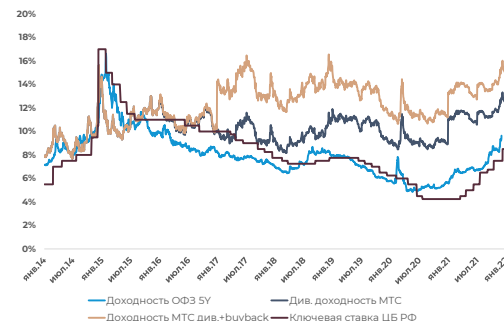
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Факторный анализ скор. OIBDA МТС за 9М 2021 г.



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Дивидендная доходность МТС в сравнении с ключевой ставкой и доходностью 5-летних ОФЗ (на 26.01.2022)



Источник: данные биржи, ЦБ РФ; оценка: Велес Капитал



инфраструктурным игрокам является мировым трендом и способствует развитию рынка связи.

Всего на конец 2021 г. у МТС должно было быть около 23 тыс. наземных объектов для выделения в башенную компанию (башни, мачты, столбы и прочее). Это заметно больше, чем у других отдельных участников рынка. В выделении также участвует вся смежная инфраструктура антенно-мачтовых сооружений. Veon договорился в прошлом году о продаже 15,4 тыс. вышек за 70,65 млрд руб., и при подобной оценке башни МТС будут стоить около 105 млрд руб. При этом в МТС полагают, что компания сможет претендовать на премию к цене относительно других игроков благодаря высокому качеству активов. Потенциальные оценки башенного бизнеса предполагают более высокий мультипликатор EV/EBITDA по сравнению с консолидированным бизнесом, и продажа позволяет раскрыть реальную стоимость активов. По итогам 2022 г. EBITDA башенного бизнеса, как ожидается, составит около 10 млрд руб., так что сделка может пройти с мультипликатором EV/EBITDA около 10x. Реорганизация уже была одобрена акционерами, а сама продажа может состояться в первой половине 2022 г. Выделение предполагается закончить весной. В МТС планируют, что около 80 млрд руб. стоимости бизнеса составят долговые обязательства, которые будут переписаны на дочернюю компанию. Распределят ли остальные вырученные средства между акционерами пока не известно, но мы не исключаем такую возможность.

Вторая часть реорганизации — это МТС Web Services, и здесь речь скорее про объединение различных активов, а не выделение. В эту структуру будут переданы сетевая и облачная инфраструктура, ЦОДы, радиосистемы, сети фиксированной связи, телевизионное оборудование, то есть большая часть физических активов группы. Согласно оценке МТС, балансовая стоимость передаваемых MWS активов составит более 400 млрд руб. Все это останется в 100% владении МТС, но, как заявлял менеджмент, возможно IPO на длинном горизонте (более 5 лет). Основная цель состоит в создании лидера облачных и цифровых услуг в сегментах B2B, B2C, B2O. Различные направления будут объединены, что должно ускорить рост, упростить принятие решений и сфокусироваться на конкретной цели. Реальный экономический эффект от подобного выделения пока сложно оценить в отличие от фактической продажи башен, и он довольно сильно растянут по времени. Тем не менее рынки облачных сервисов и IoT быстро растут, а развертывание связи нового поколения, скорее всего, подтолкнет отрасль к намного более активному развитию B2B-направления.

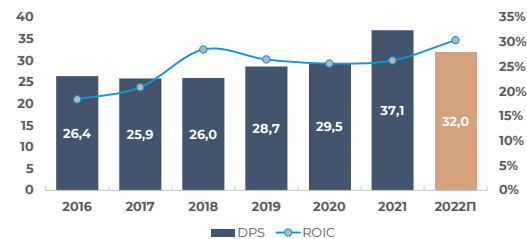
Профильный бизнес

Сервисы мобильной связи

Согласно нашей текущей оценке, выручка МТС от сервисов мобильной связи в России будет расти в среднем на 4,2% в период 2021-2025 гг. Мы не ожидаем существенного изменения абонентской базы, хотя по итогам 3К 2021 г. компании удалось продемонстрировать рост числа абонентов почти на 2% г/г. Положение компании на рынке относительно конкурентов также вряд ли существенно изменится в ближайшие годы. Рост выручки будет достигаться в том числе за счет планомерного увеличения тарифов. Размер повышения, скорее всего, останется довольно близок к уровню инфляции, так как этот уровень относительно легко согласовывать с антимонопольными службами. В текущем году на фоне значительного ускорения инфляции операторы имеют возможность согласовать более высокое повышение цен. При увеличении тарифов на 8-9% в 2022 г. мы ожидаем ускорения роста выручки от сервисов мобильной связи до 6,8% г/г с примерно 4% в 2020 и 2021 гг. В итогах 1К 2022 г. может наблюдаться эффект низкой базы из-за того, что повышение тарифов 2021 г. проявилось по большей части только во 2К. Согласно оценке Cabel.uk, на начало 2021 г. Россия по-прежнему была в топ-10 стран с самым доступным мобильным интернетом, что оставляет потенциал для дальнейшего роста тарифов в будущем.

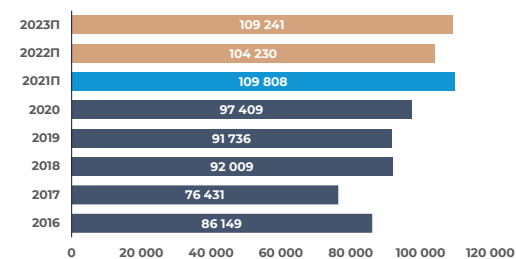
В МТС рассчитывают, что рост доли экосистемных абонентов (тех, кто использует не менее двух разных сервисов) позволит в дальнейшем дополнительно увеличивать ARPU и снижать отток. В конце 3К экосистемных клиентов насчитывалось 7,8 млн. (около 10% базы в России), а отток среди них был в 3 раза ниже, чем у прочих. По итогам 2020 г. отток

DPS (руб./акц.) и ROIC группы, без учета специальных дивидендов



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Капитальные затраты МТС, млн руб.



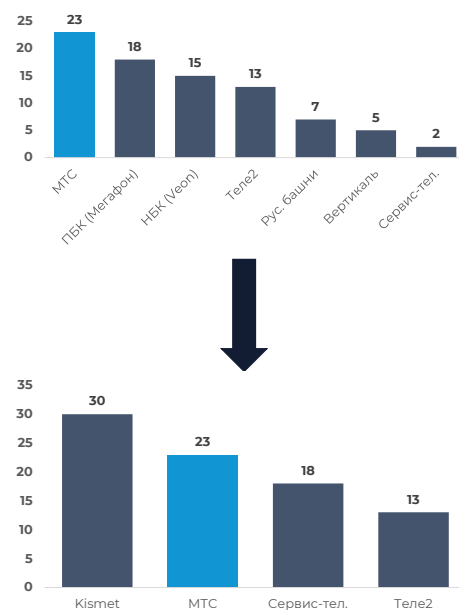
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Реорганизация МТС с выделением активов



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Как изменилась структура рынка башен в России за последний год



Источник: данные компании, AC&M; оценка: Велес Капитал



составлял 33%, и он мог уже сократиться в прошлом году. Среди пользователей приложения Мой МТС ARPU был на 10% выше.

Доходы от международного роуминга пока остаются под давлением, и не факт, что они вернуться к прежним уровням в 2022 г. До пандемии роуминг составлял около 3% от выручки сервисов мобильной связи. По нашим оценкам, в 2021 г. вернулось только около 40% той суммы и потенциал здесь сохраняется. Помимо прочего, роуминг имеет рентабельность OIBDA порядка 70%, так что возвращение этой выручки положительно скажется на маржинальности группы. Этот эффект может составлять до 0,7 п.п.

Сервисы фиксированной связи

Сервисы фиксированной связи ускорили рост во второй половине 2021 г. на фоне M&A, и эффект продолжится в первой половине 2022 г. Мы ожидаем, что рост направлення в 2021 и 2022 гг. будет двузначным, а дальше составит около 4%. Снижение доходов фиксированной телефонии уже не оказывает столь сильного негативного эффекта, и его вполне успешно удастся перекрыть ростом других направлений. МТС продолжит наращивать число абонентов ШПД и будет постепенно повышать тарифы для поддержания темпов роста. Дополнительному притоку абонентов ШПД способствует дальнейшее развитие конвергентных тарифов, объединяющих мобильную связь с прочими услугами, такими как проводной интернет и телевидение. Расширение этих тарифов может говорить в пользу того, что МТС в будущем начнет раскрывать выручку сервисов вместе, без разделения на мобильную и фиксированную связь.

Все, что не телеком

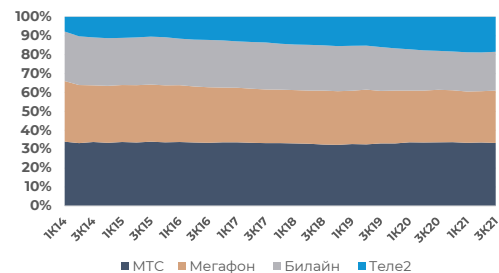
Сейчас МТС, по сути, выделяет 3 основных направления вне телекоммуникаций: финансовые сервисы, медиа и ритейл. Каждое из этих направлений отделимо и имеет потенциал для будущего выхода на рынки капитала. Ближе прочих сейчас к этому событию находится банк. По сообщениям менеджмента, быстро растет рекламный бизнес, который вскоре может начать раскрываться в рамках отдельного сегмента. По итогам 3К 2021 г. направления, не являющиеся сервисами связи, принесли компании почти 30% выручки, и с 2018 г. их доля выросла примерно на 10 п.п.

Финтех

Мы ожидаем, что МТС Банк продолжит расти со среднегодовым темпом на уровне 17% при дальнейшем расширении портфеля и увеличении клиентской базы. В этом году выручка банка, как мы полагаем, может увеличиться на 20% г/г до 54,3 млрд руб. Финансовая организация улучшает рентабельность с опережением графика и может достигнуть ROE 20% уже в 2022 г. (ожидается около 17% в 2021 г.). За 9М прошлого года банк заработал 5,1 млрд руб. чистой прибыли и продолжает планомерное движение в сторону 10 млрд руб., которые являются целевым уровнем. Остается актуальной и другая цель — войти в топ-5 розничных банков страны. Банк может размывать рентабельность OIBDA МТС по мере роста, но эффект, как мы ожидаем, будет не значительным. В 2025 г. его ожидаемая доля в выручке увеличится с 8% до 12%, что потенциально отнимет около 0,3 п.п. рентабельности OIBDA группы, но положительно повлияет на рентабельность чистой прибыли. Быстрый рост активов и кредитного портфеля требует постоянной подпитки капиталом, и, на наш взгляд, МТС предоставит банку дополнительные средства в этом году. В 2021 г. банку было выделено не менее 11,6 млрд руб. (4 млрд руб. в июне и 7,6 млрд руб. в сентябре), а предположительный объем очередного транша, на наш взгляд, может превысить 5 млрд руб.

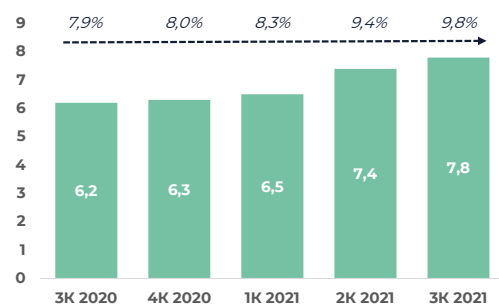
Председатель правления МТС Банка Илья Филатов заявлял в интервью по итогам 2021 г., что менеджмент активно думает об IPO и в целом сейчас достаточно неплохое время для выхода на рынок, с учетом высокого спроса на качественные активы в отрасли. Мы не исключаем, что банк может выйти на биржу уже в этом году. Для дальнейшего опережающего роста требуется серьезная докапитализация, а на рынке в целом сейчас довольно много интересных активов с точки зрения потенциальных M&A. Были выставлены на продажу банк Хоум Кредит и розничный бизнес Citi. Мы полагаем, что при размещении МТС сохранит не менее 75% в банке, а

Динамика долей крупнейших операторов в совокупной выручке от сервисов мобильной связи



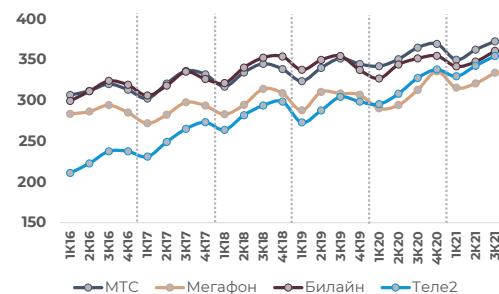
Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Количество экосистемных пользователей МТС и их доля от общей абонентской базы в России, млн чел.



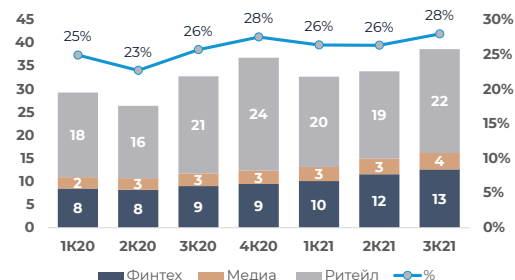
Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Поквартальная динамика ARPU операторов в России, руб.



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Выручка направлений вне телекоммуникаций и их доля в совокупных доходах группы, млрд руб.



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал



большая часть полученных средств будет направлена на дальнейшее развитие финансовой организации. IPO может раскрыть стоимость банка, который, по всей видимости, находясь внутри структуры группы, оценен менее чем в 1 капитал. Основной владелец АФК Система Владимир Евтушенков заявлял, что размещение МТС Банка будет актуально при оценке не менее 1 млрд долл. Для получения подобной стоимости банк должен быть оценен в 1,5 капитала, если брать значение показателя на конец 3К. Мы полагаем, что это вполне реалистичный показатель с учетом высоких темпов роста, значительно опережающих среднеотраслевые, и видимого уклона в цифровые каналы. Также наверняка МТС при размещении будет стараться получить более высокий мультипликатор P/E, чем у группы. В течение 2022 г. капитал банка продолжит расти за счет увеличения чистой прибыли и докапитализации, так что оценка вполне может меняться в большую сторону.

Ритейл

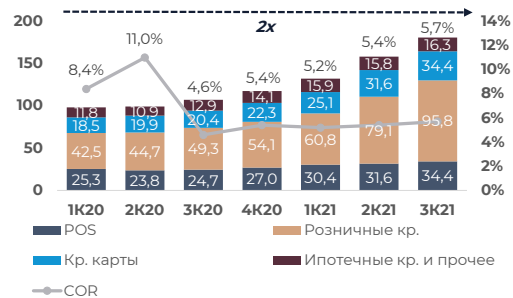
Розничная сеть всегда была важна для компании как один из основных каналов дистрибуции и точка физического контакта с клиентской базой. Роль физического канала остается крайне значительной в России при высоких показателях оттока абонентов у отечественных операторов и малограмотного проникновения технологии e-sim. С этой точки зрения, сокращение розничной сети может происходить только совместно с другими игроками, чтобы не нарушить конкурентное положение. Ранее в 2020 г. группа завершила цикл оптимизации розничной сети, сократив ее примерно на 600 салонов. По оценкам менеджмента компании, количество магазинов продолжит сокращаться в долгосрочной перспективе, если будет соответствующий запрос от всех участников рынка. Сейчас во главу угла становится эффективность сети. В силу специфического ассортимента и определенной задачи по дистрибуции, розничные сети операторов не отличаются эффективностью, так что в МТС предпринимают шаги для увеличения рентабельности торговых точек.

Цель группы — выйти на положительную OIBDA розничной сети до конца 2022 г., что должно быть достигнуто по большей части за счет оптимизации ассортимента и формирования необходимого микса продаж. Мы ожидаем, что среднегодовой рост продаж товаров в период 2021-2025 гг. составит 6,5% и 7,3% в 2022 г. Опережающие темпы роста должны продемонстрировать онлайн-продажи с CAGR 13%, а их доля в общих продажах к 2025 г. может достигнуть 35%. На уровне OIBDA оптимизация в рознице, на наш взгляд, позволит МТС получить дополнительно до 6 млрд руб. или около 1 п.п. рентабельности.

Прочие направления

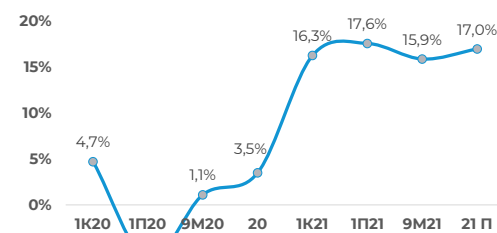
Среди других бизнесов вне телекоммуникаций МТС сейчас также выделяет медиасегмент, где основу составляют музыкальные и видеосервисы компании (включая OTT и платное телевидение). Быстро масштабируется рекламный бизнес МТС Маркетолог. Эти проекты сейчас учитываются внутри других направлений, о которых мы писали выше (например, медиа в структуре сервисов связи). По итогам 9М 2021 г. выручка медиасегмента выросла почти на 30% г/г и достигла 10 млрд руб. (около 3% сервисной выручки МТС). МТС рассчитывают привлечь не менее 20 млн подписчиков в свой онлайн-кинотеатр Kion и войти в топ-3 OTT-сервисов России. Рентабельность медиа сейчас несколько отстает от значения группы и за 9М 2021 г. составила 39% на уровне OIBDA, но по мере роста аудитории маржинальность будет улучшаться. Рекламный бизнес, по словам менеджмента группы, уже сейчас имеет миллиардные обороты с высокой рентабельностью и может приносить десятки миллиардов в перспективе. Оба направления будут улучшать динамику показателей сегментов, где они учитываются, и поддерживать консолидированную OIBDA группы.

Динамика розничного кредитного портфеля МТС Банка и его CoR, млрд руб.



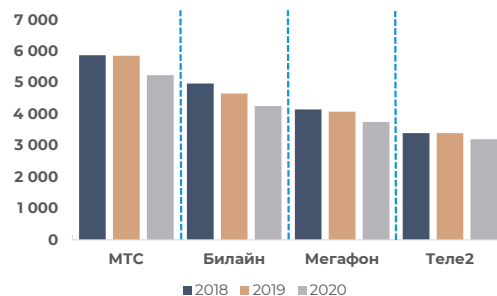
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Изменение RoE банка по кварталам



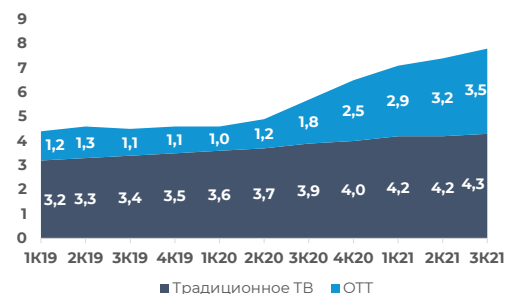
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Размер розничных сетей операторов связи, шт.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Аудитория платного ТВ МТС, млн. абонентов



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Рыночная капитализация и сравнительные мультипликаторы МТС и компаний аналогов, млн долл.

Компания	Страна	MC	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
				2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
МТС	Россия	7 251	14 322	2,1	1,9	1,8	4,8	4,5	4,3	8,4	7,4	6,7
Компании развивающихся рынков (EM)												
Veon	Россия+	2 414	11 750	1,5	1,4	1,4	3,5	3,2	3,1	4,5	3,7	3,2
America Movil	Мексика	58 852	60 566	1,2	1,4	1,3	3,6	3,6	3,5	13,6	12,8	11,5
China Mobile	Китай	145 706	79 141	0,6	0,6	0,5	1,6	1,5	1,5	8,0	7,5	7,0
China Telecom	Китай	55 981	61 277	0,9	0,8	0,8	3,1	2,9	2,8	13,7	12,7	11,8
Magyar Telecom	Румыния	1 367	3 013	1,4	1,3	1,3	4,0	3,9	3,9	9,4	9,5	8,8
OTE	Греция	8 678	9 531	2,5	2,5	2,5	6,2	6,0	5,9	16,3	14,3	13,8
Orange Polska	Польша	2 562	4 293	1,4	1,4	1,4	5,7	5,3	5,0	5,8	17,8	15,0
Turkcell	Турция	3 074	3 920	1,5	1,3	1,1	3,6	3,1	2,6	8,6	7,0	5,8
Turk Telekom	Турция	2 483	3 749	1,5	1,3	1,2	3,1	2,8	2,4	6,3	5,4	4,3
Vivo	Бразилия	15 168	15 193	1,9	1,8	1,8	4,4	4,3	4,1	16,1	13,4	11,5
Vodacom	Ю. Африка	16 650	18 857	2,8	2,7	2,6	7,0	6,6	6,2	14,0	13,1	11,8
Медиана				1,5	1,4	1,3	3,6	3,6	3,5	9,4	12,7	11,5
Среднее				1,6	1,5	1,4	4,2	3,9	3,7	10,6	10,6	9,5
Компании развитых рынков (DM)												
AT&T	США	172 241	368 551	2,2	2,3	2,3	7,0	7,1	7,0	7,1	7,5	7,3
Deutsche Telekom	Германия	91 689	280 238	2,3	2,3	2,2	6,6	6,3	6,0	14,0	13,0	11,5
Elisa	Финляндия	9 428	10 794	4,8	4,7	4,6	13,5	12,9	12,6	23,9	22,6	21,6
O2 CR	Чехия	3 689	4 177	2,4	2,3	2,4	6,5	6,4	-	13,3	13,4	-
Orange	Франция	30 681	74 393	1,5	1,5	1,5	5,2	5,1	5,0	10,1	9,0	8,3
Proximus	Бельгия	6 873	9 993	1,6	1,6	1,6	4,8	4,9	4,8	12,4	12,5	12,8
Tele2	Швеция	9 893	13 126	4,6	4,5	4,4	11,2	10,8	10,3	22,4	23,7	22,5
Telefonica	Испания	26 591	76 376	1,7	1,9	1,9	2,9	5,6	5,6	11,6	12,1	11,2
Telenor	Норвегия	22 881	36 066	2,9	2,9	2,9	6,5	6,4	6,2	19,6	16,1	15,2
Telia	Швеция	15 506	24 687	2,6	2,6	2,6	7,6	7,6	7,3	20,9	21,3	18,5
Verizon	США	214 896	391 315	2,9	2,9	2,9	8,1	7,9	7,6	9,5	9,6	9,3
Vodafone	Великобритания	45 481	112 379	2,2	2,2	2,1	6,5	6,3	6,2	14,2	12,0	10,7
Медиана				2,3	2,3	2,3	6,6	6,4	6,2	13,6	12,7	11,5
Среднее				2,6	2,6	2,6	7,2	7,3	7,2	14,9	14,4	13,5



Финансовая модель МТС

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020 (Ф)	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Выручка	494 926	535 647	579 055	606 895
Сервисная выручка	425 448	457 355	495 279	518 967
Продажи оборудования	69 478	78 292	83 776	87 928
Операционные расходы и SG&A	(273 408)	(305 260)	(332 179)	(349 847)
Скор. OIBDA	215 150	231 095	247 617	257 790
Амортизация и корректировки	(100 234)	(107 781)	(110 915)	(112 586)
Операционная прибыль	112 893	123 323	136 702	145 204
Прочие доходы/расходы	(35 310)	(37 183)	(37 009)	(35 917)
Прибыль до налогообложения	77 583	86 140	99 694	109 287
Налог на прибыль	(16 126)	(20 164)	(22 930)	(25 100)
Убыток от прекращенной деятельности	616	372	0	0
Чистая прибыль	62 073	66 348	76 764	84 187

Баланс, млн руб.	2020 (Ф)	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Внеоборотные активы	656 849	657 083	648 606	645 261
Основные средства и НМА	412 948	432 031	442 403	457 907
Прочие внеоборотные активы	243 901	225 052	206 203	187 354
Оборотные активы	262 354	248 291	270 531	293 752
Оборотные активы	57 052	63 134	67 474	70 422
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	119 897	119 897	119 897	119 897
Денежные средства и эквиваленты	85 405	65 260	83 160	103 433
Итого активы	919 203	905 375	919 138	939 014
Средства акционеров	32 690	18 752	42 004	72 678
Акционерный капитал	28 700	14 762	38 014	68 688
Доля миноритариев	3 990	3 990	3 990	3 990
Долгосрочные обязательства	557 899	545 446	531 897	518 349
Долгосрочные кредиты и займы	395 143	395 143	395 143	395 143
Прочие долгосрочные обязательства	162 756	150 303	136 754	123 206
Краткосрочные обязательства	328 614	341 177	345 237	347 986
Краткосрочные займы	34 125	34 125	34 125	34 125
Оборотные обязательства	59 163	74 327	79 892	84 147
Прочие КО	235 326	232 725	231 220	229 714
Итого пассивы	919 203	905 375	919 138	939 014

Движение денежных средств, млн руб.	2020 (Ф)	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Основная деятельность	155 507	184 090	188 904	198 080
Прибыль за период	62 073	67 227	76 764	84 187
Амортизация	100 205	107 781	110 915	112 586
Изменение оборотного капитала	(62 805)	9 082	1 225	1 307
Прочие корректировки	56 034	0	0	0
Инвестиционная деятельность	(81 133)	(108 016)	(102 438)	(109 241)
Приобретение внеоборотных активов	(66 256)	(76 865)	(72 961)	(76 469)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(31 153)	(32 942)	(31 269)	(32 772)
Прочее	16 276	1 792	1 792	0
Финансовая деятельность	(27 360)	(96 219)	(68 566)	(68 566)
Изменение долга	78 752	0	0	0
Обратный выкуп акций	(16 028)	(18 390)	0	0
Выплата дивидендов	(74 923)	(62 775)	(53 512)	(53 512)
Прочее	(15 161)	(15 054)	(15 054)	(15 054)
Изменение денежных средств	47 399	(20 145)	17 900	20 273

WACC	
Безрисковая ставка	8,5%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	0,5%
Стоимость СК	14,6%
Beta	0,8
Стоимость долга	7,1%
Доля СК	56%
Доля долга	44%
WACC	10,6%

Свободный денежный поток	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
ЕБИТ	123 323	136 702	145 204	152 410
НОРАТ	94 455	105 261	111 855	117 405
Изменение ОК (-)	(9 082)	(1 225)	(1 307)	(1 246)
Амортизация (+)	107 781	110 915	112 586	113 289
Кап. затраты (-)	109 808	104 230	109 241	116 549
Свободный денежный поток (FCFF)	101 511	113 171	116 506	115 390

Оценка стоимости акций, млн руб.			
Рост в ПП период	1,8%		
Сумма ДДП (+)	427 322		
Терминальная стоимость (+)	789 500		
Стоимость бизнеса компании	1 216 823		
Чистый долг (-)	399 362		
Доля миноритарных акционеров (-)	4 701		
Обязательства по аренде (-)	152 244		
	01.01.2022	31.01.2022	12mo
Справедливая стоимость акц. капитала	660 516	668 707	766 620
Количество акций			1 998
Справедливая стоимость акций, руб.			384

Рыночные мультипликаторы, x	2020 (Ф)	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
EV/S	2,1	1,9	1,7	1,6
EV/OIBDA	4,8	4,4	4,0	3,7
EV/ЕБИТ	9,2	8,3	7,2	6,5
P/E	9,2	8,2	7,0	6,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6
FCF Yield	11%	14%	16%	16%
EPS (per share), руб.	35	40	46	50

Коэффициенты	2020 (Ф)	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Рентабельность скор. OIBDA	43,5%	43,1%	42,8%	42,5%
Рентабельность чистой прибыли	12,5%	12,4%	13,3%	13,9%
Кап. затраты / выручка	19,7%	20,5%	18,0%	18,0%
ROE	19,9%	30,9%	29,1%	15,8%
ROA	7%	7%	8%	9%
ROIC	26%	26%	30%	32%
Чистый долг/ Скор. OIBDA, x	1,5	1,5	1,3	1,2



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

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, указанных 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 должен 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 отчете.

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 отчете, 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 отчете, 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 2022 г.

Принцип определения рекомендаций

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:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

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 аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Ярослав Калугин
Трейдер
YKalugin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов
Металлургия, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев
Золото, Глобальные рынки
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова
Майнинг
EGazizova@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru
