



25 августа 2022 г.

МТС (MTSS/МВТ)

Цель: 340 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

Оплот стабильности

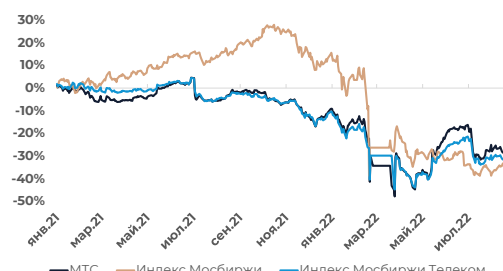
Ядро бизнеса оператора, которое представляют сервисы связи, после февральских событий существенно не пострадало, хотя полностью негативных событий компании избежать не удалось. Прочие направления оказались под более сильным давлением, что влияет на результаты всей группы. Также сохраняется неопределенность с поставками необходимого оборудования, которые были полностью остановлены и пока не возобновились даже от китайских партнеров. Несмотря на дополнительные трудности, мы сохраняем позитивный долгосрочный взгляд на бумаги МТС. Группа все еще может обеспечить стабильные и высокие денежные потоки, а также имеет потенциал увлечения темпов роста в будущих периодах. На текущих ценовых уровнях компания предоставляет высокий потенциальный возврат инвесторам по средствам дивидендов с привлекательной доходностью более 13%. Дополнительные триггеры, которые мы отмечали в прошлом обзоре, включая продажу башен и выход МТС Банка на IPO, остаются в планах, пусть пока откладываются. Наша рекомендация для акций МТС **«Покупать»** с целевой ценой **340 руб.** за бумагу.

Мы полагаем, что рост выручки МТС в этом году составит 2,4% г/г. Существенное замедление темпов роста относительно 2021 г. во многом объясняется негативной динамикой розничной сети. Мы ожидаем, что выручка этого направления снизится на 35% г/г. Несмотря на увеличение тарифов в начале года на 10% и их возможное дополнительное повышение, мы закладываем консервативные цифры по росту доходов от мобильной связи. Это связано с эффектом эластичности спроса. Абоненты начали сокращать количество потребляемых услуг и переходить на более дешевые планы для того, чтобы сгладить влияние от повышения тарифов на свои расходы. Мы ожидаем, что скор. OIBDA снизится по итогам года на 1,1% г/г в силу давления расходной части и создания дополнительных резервов банка. Капитальные затраты в этом году, по нашим оценкам, составят 102,7 млрд руб., что соответствует прежним планам компании. Инвестиции в новые направления и строительство сети идут в штатном режиме, а оборудование на год уже было закуплено в ТК.

На горизонте ближайших 5 лет мы ожидаем среднегодовой рост выручки МТС в 4%. В наших расчетах заложен консервативный прогноз по продажам розничной сети, однако при улучшении динамики спроса и налаживании каналов поставок ситуация быстро выправится. В следующем году рентабельность OIBDA может нормализоваться при отсутствии необходимости создавать большие резервы у банка, и мы ожидаем возвращения параметра к 42,5%. Мы думаем, что в период 2023-2026 гг. рентабельность может несколько снижаться под давлением затрат основного бизнеса в пределах 0,6 п.п. Эффект на маржу от новых направлений, как мы ожидаем, будет слегка негативным (банк) или позитивным (медиа и ритейл) в зависимости от конкретного примера. Поставки оборудования сейчас прекратились даже от китайских партнеров и удастся ли их возобновить хотя бы частично, пока не известно. Подобная ситуация делает капитальные затраты МТС трудно прогнозируемыми. Мы в своих оценках учли определенное возобновление поставок, благодаря чему затраты остаются на уровне 104-115 млрд руб. в 2023-2026 гг. При отсутствии поставок капитальные затраты могут быть примерно на 30 млрд руб. в год ниже. Генерация денежного потока у МТС остается стабильной, и мы полагаем, пока нет предпосылок для серьезного ухудшения ситуации в будущем. Без учета влияния банка на оборотный капитал доходность FCF при текущей цене акций в наших оценках составляет не менее 14% в период 2022-2026 гг.

В этом году МТС выплатили довольно щедрые дивиденды

Динамика индексов и акций МТС



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

MTSS

Тикер на МосБирже

232

Текущая цена, руб.

175/333

Мин/макс цена, 12м

340

Справедливая цена

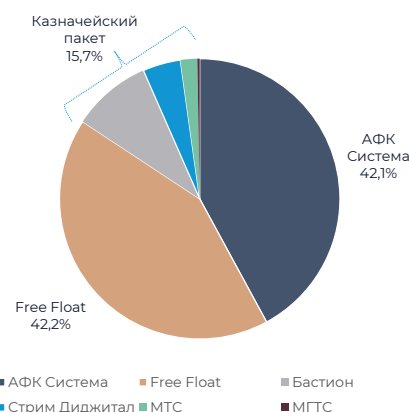
46,4%

Потенциал

Покупать

Рекомендация

Структура капитала МТС (на 30.05.2022)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты группы МТС за 1П 2022 г.

Финансовые показатели	1П 2021	1П 2022	+/-
Выручка:	249 252	259 738	4,2%
Сервисная выручка	218 336	237 603	8,8%
Продажи товаров	30 916	22 135	-28,4%
Скор. OIBDA	112 313	108 235	-3,6%
Рентабельность скор. OIBDA	45,1%	41,7%	-3,4 п.п.
Операционная прибыль	58 835	48 990	-16,7%
Рентабельность операционной прибыли	23,6%	18,9%	-4,7 п.п.
Чистая прибыль	33 812	15 134	-55,2%
Рентабельность чистой прибыли	13,6%	5,8%	-7,7 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](#)



в размере 33,9 руб. на акцию, даже несмотря на высокую неопределенность. Как заявил менеджмент, этот платеж был единственным в текущем году и промежуточного ожидать не стоит. Выплаты рекомендовались вне дивидендной политики, так как срок прежней истек, а принятие новой было отложено. Основными моментами новой политики должны стать более высокая сумма выплат и увеличение их частоты с 2 до 3-4 раз в год. Есть вероятность, что новая политика будет принята весной следующего года, но все зависит от ситуации в стране и мире. Мы по-прежнему полагаем, что благодаря проведенным ранее масштабным выкупам акций МТС может платить не менее 32 руб. на акцию в год без существенного увеличения общей суммы дивидендов. При текущей цене такие выплаты предполагают доходность более 13% годовых. Ранее минимум в политике был установлен на уровне 28 руб. на акцию за календарный год. Проведение новых обратных выкупов не исключено, но в текущих условиях маловероятно и, скорее всего, МТС сосредоточится на регулярной выплате дивидендов. Мы полагаем, что погашения уже выкупленных акций не стоит ожидать, как минимум, ближайший год. Начиная с 13 июля программа ADR группы в США была прекращена в связи с выполнением требований российского законодательства. Торги ADR на бирже в США были приостановлены еще в феврале. По последним опубликованным данным, расписки представляли около 24% капитала МТС и в течение 6 месяцев держатели будут постепенно конвертировать имеющиеся у них ADR в акции. Мы не ожидаем, что прекращение программы серьезно повлияет на котировки.

Ожидалось, что в этом году компания закончит выделение ряда активов и продаст башенный бизнес. С учетом количества башен и сооружений у группы (около 23 тыс.) их оценка могла составлять более 100 млрд руб. Подробнее о выделении и параметрах продажи мы писали в наших прошлых [материалах](#). Завершение выделения активов сдвинулось на вторую половину текущего года, а продажа башен еще дальше, минимум на 2023 г. Ситуация осложняется тем, что компании-операторы башенной инфраструктуры, которые покупали подобные активы, приобретали их преимущественно в долг. Возможности привлечения капитала под покупку дорогостоящей инфраструктуры были сильно ограничены с февраля, из-за чего переговоры могли осложниться. Сейчас МТС будет сложнее получить высокую оценку для актива и появился смысл немного придержать сделку.

МТС Банк активно двигался в направлении IPO, хотя конкретных сроков его возможного проведения объявлено не было. Предполагалось, что в ходе размещения будет продано до 25% акций финансовой организации, а привлеченные средства направят на развитие. Оценка банка при этом могла составить не менее 1 млрд долл. Мы также рассказывали об этом в прошлых [обзорах](#). IPO остается в планах, но подготовка к нему полноценно не возобновится пока не вырастет определенность и не будет сформирована устойчивая конъюнктура рынка. Есть сомнения, что сейчас рынок способен обеспечить достойную оценку активам при размещении. Также корпоративные игроки настороженно относятся к тому, что большую часть объема текущих торгов формируют инвесторы физические лица. Мы не ожидаем, что IPO пройдет в течение ближайшего года.

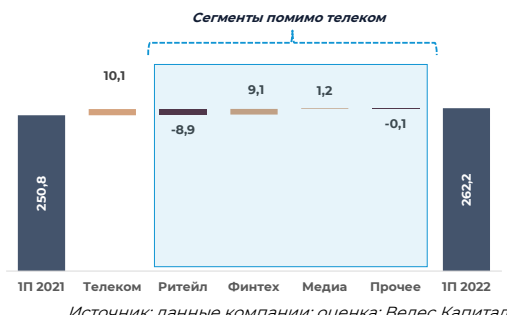
Мы [оценивали](#) МТС при помощи 5-летней DCF модели с WACC 12,1% и ставкой терминального роста 1,8%. Мы учли дополнительную премию в 3% к стоимости капитала для того чтобы отразить текущие повышенные требования инвесторов к плате за риск. Общий риск для МТС ограничен в связи с регистрацией головной компании в России, прекращением зарубежного листинга и наличием возможности выплачивать дивиденды. По [мультипликаторам](#) ситуация не сильно изменилась со времени нашего прошлого обзора, который вышел в начале года. МТС продолжает торговаться с существенным дисконтом относительно компаний развитых рынков по всем группам наблюдаемых мультипликаторов. Относительно аналогов из развивающихся стран группа торгуется дороже по EV/S и EV/EBITDA, но оказывается примерно на одном уровне по P/E. Без китайских операторов разрыв в EV/S и EV/EBITDA между МТС и медианой развивающихся рынков сильно сокращается. Мы видим потенциал роста акций МТС, так как даже при достижении нашей целевой цены группа будет торговаться с

Финансовые результаты группы в России за 1П 2022 г.

Финансовые показатели (Россия)	1П 2021	1П 2022	+/-
Выручка, в т.ч.:	246 105	256 009	4,0%
Сервисная выручка, в т.ч.:	215 690	234 332	8,6%
Сервисы связи	200 137	210 984	5,4%
Банк	21 259	30 011	41,2%
Прочее	2 309	4 587	98,7%
Выбытие	-8 015	-11 250	40,4%
Продажи товаров:	30 415	21 677	-28,7%
Скор. OIBDA	110 051	106 099	-3,6%
Рентабельность скор. OIBDA	44,7%	41,4%	-3,3 п.п.

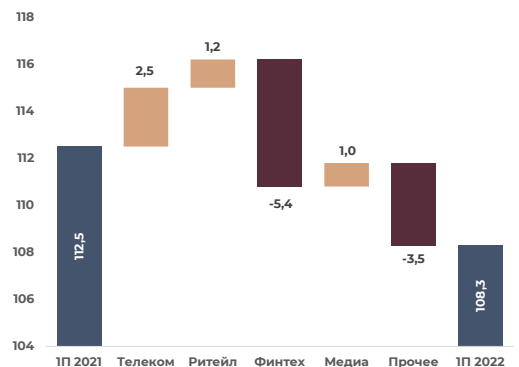
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Факторный анализ выручки МТС за 1П 2022 г.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Факторный анализ скор. OIBDA МТС за 1П 2022 г.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Дивидендная доходность МТС в сравнении с ключевой ставкой и доходностью 10-летних ОФЗ (на 11.08.2022)



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



существенным дисконтом относительно медианы аналогов развитых рынков и останется по P/E 2023 г. близко к уровню развивающихся рынков.

Меры поддержки отрасли

Министерство цифрового развития в короткие сроки одобрило набор мер поддержки для операторов мобильной связи после первых волн санкций. Данный набор в частности включал: 1) приостановку требования о ежегодном увеличении объемов хранения трафика (часть «закона Яровой»); 2) приостановку требования по покрытию связью федеральных трасс и малых населенных пунктов; 3) введение механизма индексации тарифов на уровне инфляции без проведения проверок; 4) перенос плановых проверок; 5) инвестиционный налоговый вычет. Отсутствие необходимости покрывать связью федеральные трассы может сэкономить МТС порядка 4 млрд руб. капитальных затрат в год, а отсрочка по части требований «закона Яровой» еще немного увеличивает экономию CAPEX. Возможность свободнее индексировать тарифы и лояльность регулятора в части ценообразования способствуют сохранению рентабельности бизнеса.

В СМИ активно обсуждалось, что от некоторых дополнительных мер государство отказалось. Учитывая устойчивое финансовое положение операторов и выплату дивидендов, регулятор мог решить, что необходимости в них сейчас нет. Мы полагаем, что обсуждение по ним может продолжаться еще какое-то время. Среди этих мер предоставление льготных кредитов на покупку оборудования под ставку 3%, льготная ставка по налогу на прибыль и введение моратория на отчисления в резерв универсального обслуживания. Все эти меры мы считаем крайне позитивными для операторов и видим дополнительные возможности сэкономить миллиарды рублей.

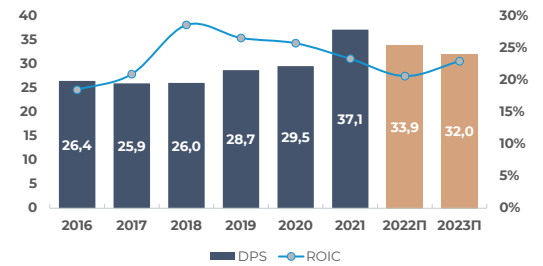
Сервисы связи

Сервисы связи группы продолжают функционировать в полном объеме и без существенных изменений. Мы полагаем, что выручка направления у МТС в России будет расти среднегодовым темпом около 4% в ближайшие 5 лет при стабильной абонентской базе. Изначально мы ожидали, что в этом году компания зафиксирует рост выручки от сервисов связи около 7% г/г на фоне увеличения тарифов мобильной связи и консолидации приобретенных активов, но динамика первого полугодия показала, что таких показателей вряд ли удастся достигнуть.

Тарифы мобильной связи в начале этого года были повышены на 9-10%, что примерно соответствует инфляции 2021 г. Однако, уже в 1К проявился эффект эластичности спроса, и абоненты начали сокращать количество потребляемых услуг, а также переходить на более дешевые планы. На этом фоне рост выручки оказался заметно меньше, чем мог бы быть. Обычно МТС проводил за год 2 повышения, включая полноценное в январе-марте и точечное летом. Второе поднятие цен не так сильно влияло на финансовые результаты, так как затрагивало ограниченную группу тарифных планов. С учетом высокой инфляции есть вероятность, что во второй половине 2022 г. группа решит повысить цены на все тарифы еще раз. Эти планы могут обсуждаться с оглядкой на динамику спроса и ситуацию в экономике. Из-за дефляции последних месяцев потенциал для повышения сокращается, а надзорные органы продолжают внимательно следить за рынком. Даже если дополнительное повышение произойдет, скорее всего, абоненты вновь скорректируют свои траты. Мы пока закладываем, что выручка МТС от сервисов связи в 2022 г. вырастет на 4,9% г/г, меньше прежнего прогноза. Мы полагаем, что разовое повышение в течение года на 3-4% переносится абонентами намного легче и не вызывает резкого желания сократить потребление. Вероятно, именно к таким темпам роста стоимости связи рынок вернется в течение 1-2 лет с учетом замедления инфляции.

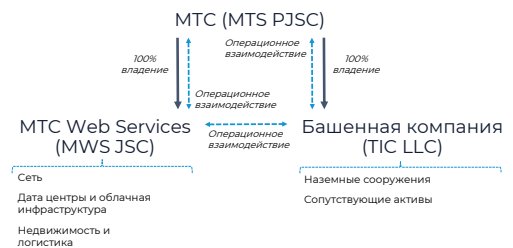
В начале этого года после корректировки цен ФАС начала проверку обоснованности действий МТС. В марте операторы получили разрешение на свободное ценообразование в пределах инфляции без проверок, что стало одной из мер поддержки отрасли и дело против холдинга было прекращено. Мы полагаем, что в дальнейшем корректировка тарифов на уровне инфляции будет обоснована и не вызовет вопросов у регулятора.

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



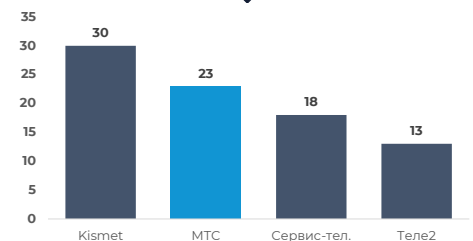
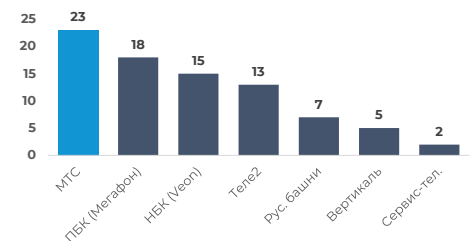
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Реорганизация МТС с выделением активов



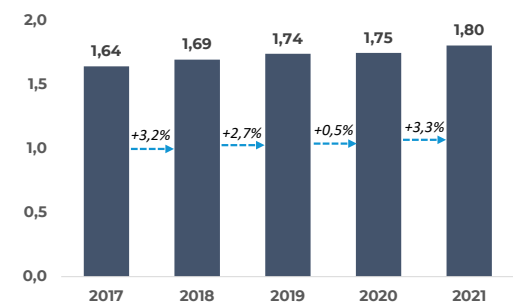
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Как изменилась структура рынка башен в России за последние 2 года



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

Телекоммуникационный рынок России, трлн руб.



Источник: TMT Consulting; оценка: Велес Капитал



Стоимость мобильной связи в России по-прежнему остается одной из самых низких в мире, что оставляет потенциал для постепенного роста. По данным Cable.uk, Россия сейчас входит в топ-30 стран с самым дешевым мобильным интернетом, а при возвращении курса на уровень выше 70 руб. за доллар, вероятно, вновь окажется в топ-10.

В МТС рассчитывают, что увеличение доли экосистемных абонентов (тех, кто использует не менее двух разных сервисов) будет поддерживать рост ARPU и снизит отток. На конец 2К число таких абонентов увеличилось до 12,3 млн (+66% г/г), а их доля в выручке была около 30%. Количество продуктов МТС на одного абонента также растет из квартала в квартал и уже достигло 1,55x. Экосистемные пользователи демонстрируют в 3-4 раза более низкий отток при как минимум в 2 раза более высоком ARPU.

Доходы от международного роуминга пока остаются под давлением и вряд ли вернутся на прежние уровни в течение ближайшего года. До пандемии на роуминг приходилось около 2,5% выручки сервисов связи, а в 2021 г., по нашим оценкам, компания получила только 40% той суммы. Возвращение роуминга с учетом его высокой маржинальности, положительно скажется на рентабельности OIBDA группы и может добавить к ней около 0,5 п.п.

Выручка сервисов фиксированной связи в этом году растет ускоренными темпами на фоне консолидации приобретенных активов МТТ и Зеленой точки. Начиная со второй половины года данный эффект перестанет оказывать воздействие и, мы полагаем, темпы роста направления будут ближе к 4% г/г. В дальнейшем МТС сможет поддерживать схожий темп роста доходов от фиксированной связи за счет постепенного повышения тарифов и роста базы пользователей ШПД. Дополнительному притоку абонентов ШПД способствует развитие конвергентных тарифов, объединяющих мобильную связь с прочими услугами, такими как проводной интернет и телевидение.

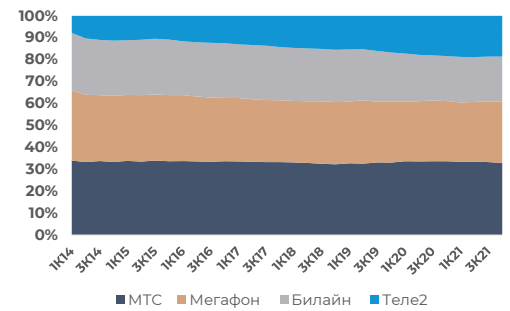
Финтех

Текущий кризис сильно ударил по банковскому бизнесу России. Население сначала изымало деньги из системы, а затем возвращало их под более высокие ставки на депозиты, что создало разрыв в ставках выданных кредитов и привлекаемых депозитов. При этом на фоне резкого роста ставок кредитование практически остановилось. Самый сильный спад наблюдался в марте и апреле. При снижении ставок рынок розничного кредитования по итогам июня показал рост почти на 70%, а в июле на 26%, но пока все еще не достиг показателей февраля. Большинство негативных эффектов успели найти отражения в результатах МТС банка за 1П 2022 г. В частности, по итогам 2К произошло снижение темпов роста выручки, а маржа ушла в минус из-за созданных резервов. Мы ожидаем, что рентабельность нормализуется во второй половине этого года. Менеджмент МТС в ходе последнего звонка сообщил об улучшении показателей банка в июле и августе, благодаря чему мы проявляем осторожный оптимизм. Сейчас мы оцениваем рост выручки банка в этом году на уровне 38% г/г, а средний показатель роста за 5 лет в 15%. Во 2К организация продемонстрировала устойчивость своей бизнес-модели, сохранив высокие показатели роста выручки при минимальном увеличении активов кв/кв. Вероятно, банку удастся закрыть год с прибылью несмотря на непростые условия, но план по достижению RoE на уровне 20% откладывается. Доля банка в выручке может вырасти с 9% в 2021 г. до 15% в 2026 г., что отнимет около 0,3 п.п. маржи OIBDA, но положительное повлияет на рентабельность чистой прибыли. В начале года группа докапитализировала МТС банк, предоставив ему дополнительное финансирование. Мы полагаем, что новых средств банку пока не требуется, так как ковенанты находятся на приемлемом уровне, а активы быстро не растут.

Ритейл

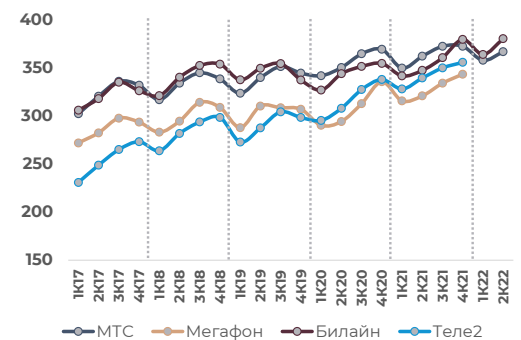
В 1П розничные продажи МТС в России просели на 30% г/г в силу негативной динамики рынка смартфонов. Так как поставки по каналам параллельного импорта полноценно наладить пока не удалось, а спрос остается слабым, ситуация останется непростой и во второй половине года. Если новые поставки не начнутся, а потребительский спрос не улучшится, то снижение продаж розницы почти полностью нивелирует рост выручки других направлений МТС в этом году. Мы закладываем

Динамика долей крупнейших операторов в совокупной выручке от сервисов мобильной связи



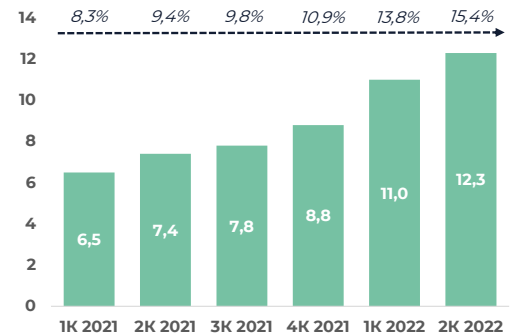
Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Поквартальная динамика ARPU операторов в России, руб.



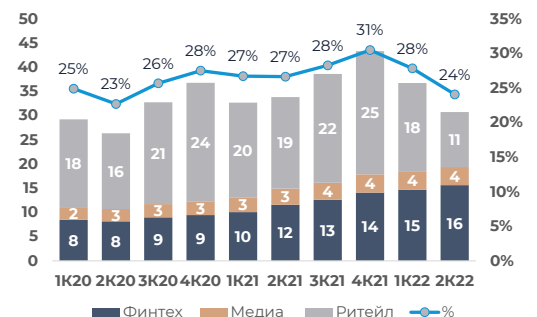
Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

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



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал



консервативные долгосрочные цифры по динамике продаж устройств и аксессуаров с небольшим средним ростом около 5% в период 2023-2026 гг. Мы полагаем, группа не будет существенно менять количество действующих салонов на прогнозном горизонте, если только не достигнет некоего консенсуса с другими игроками. Физические точки продаж остаются важным каналом дистрибуции и обеспечивают взаимодействие с абонентской базой. В долгосрочной перспективе руководство МТС подтверждает планы на снижение числа салонов и уменьшение продаж сим-карт. Рентабельность в ритейле улучшалась последнее время за счет трансформации сети и оптимизации затрат. Снижение продаж негативно сказывается на рентабельности розничного бизнеса, но данный эффект можно компенсировать за счет увеличения маржи с каждого проданного устройства и контролем затрат. Улучшение рентабельности в рознице может позволить МТС выиграть более 0,5 п.п. на уровне рентабельности OIBDA в долгосрочной перспективе, что частично компенсирует негатив от прочих направлений.

CAPEX

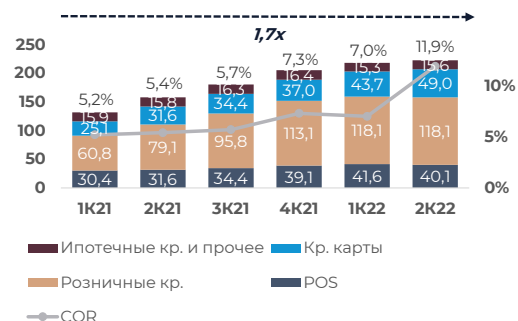
Мы полагаем, что в текущем году капитальные затраты МТС составят 102,7 млрд руб. Эта сумма вписывается в прежние прогнозы компании и подразумевает снижение трат относительно повышенных значений прошлого года. Как сообщают в компании, поставки оборудования для сетей связи пока не возобновились. Перед введением ограничений МТС, как и другие операторы, закупили большое количество оборудования про запас и полностью закрыли потребности текущего года. Традиционно на поддержание и развитие сетей связи группа тратит около 60-65 млрд руб. в год из которых 50% представляют закупки оборудования, а остальное уходит непосредственно на проведение работ. Все необходимые затраты на комплектующие в этом году МТС понесли в 1К. Расходы на стройку, прочие направления и развитие экосистемы остаются на прежних уровнях и вряд ли пока будут существенно меняться.

В период 2023-2026 гг. CAPEX МТС довольно сложно прогнозировать в силу высокой неопределенности с поставками. Если компании удастся получить оборудование, что заложено в нашем базовом сценарии, капитальные затраты будут составлять от 104 до 115 млрд руб. Без закупок оборудования расходы могут быть в среднем на 30 млрд руб. ниже. Судьба 5G пока в подвешенном состоянии. Операторы активно разворачивали решения 5G-ready последние годы, но без дополнительных комплектующих, софта и главных доступных частот внедрять новый стандарт нельзя. Мы не закладывали в наши прогнозы дополнительные инвестиции на новое поколение связи, ожидая ясности в этом вопросе.

Большая часть российских сетей мобильной связи построена на решениях двух европейских поставщиков Nokia и Ericsson, а также одного китайского в лице Huawei. Мы полагаем, что ожидать возобновления поставок от европейских вендоров в обозримой перспективе не приходится и поставки, если начнутся, будут идти от партнеров из КНР. Сеть МТС построена примерно 50 на 50 из решений Huawei и Ericsson. В случае наличия только китайского оборудования на рынке сеть компании может за 3-5 лет полностью перейти на него. Несмотря на ослабление некоторых ограничений на поставки телекоммуникационного оборудования со стороны США, все еще остается слишком много препятствий и под риском вторичных санкций производители не готовы продавать комплектующие. Отечественного оборудования пока, по сути, нет, и, вероятно, потребуются годы на его доработку под требования операторов.

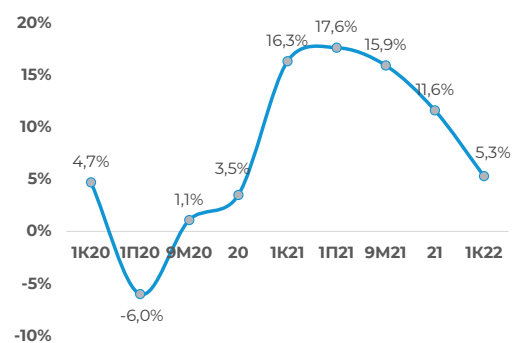
Мы думаем, если никакие поставки не возобновятся, российские сети смогут функционировать без существенной потери производительности еще 5-10 лет. В частности, это будет возможно благодаря покупке комплектующих на вторичном рынке, использованию ранее снятого оборудования, перераспределению оборудования между более и менее востребованными локациями. Срок будет зависеть от роста трафика и, соответственно, нагрузки на сеть. Операторы стараются строить свои сети с запасом по емкости около 20%. Потенциальная проблема может также возникнуть со специализированным ПО для действующих систем, лицензии на которое будут постепенно истекать.

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



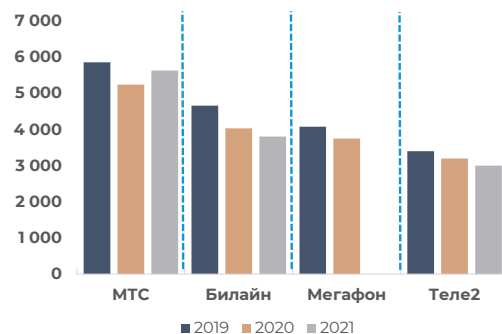
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Изменение RoE банка по кварталам



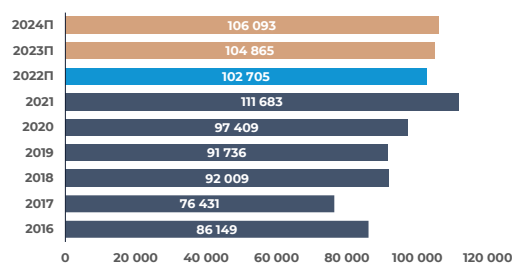
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Размер розничных сетей операторов связи, шт.



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Динамика CAPEX группы, млн руб.



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		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
МТС	Россия	7 727	17 124	1,9	1,8	1,7	4,5	4,3	4,1	10,1	7,6	6,9
Компании развивающихся рынков (EM)												
America Movil	Мексика	56 602	58 390	1,4	1,3	1,3	3,5	3,3	3,2	12,4	11,4	11,0
China Mobile	Китай	136 126	67 639	0,5	0,5	0,4	1,4	1,3	1,3	7,4	6,9	6,5
China Telecom	Китай	46 955	44 795	0,6	0,6	0,6	2,3	2,2	2,1	11,1	9,8	8,6
Magyar Telekom	Румыния	804	2 130	1,1	1,1	1,1	3,7	3,7	3,2	7,0	7,9	5,9
OTE	Греция	7 540	8 165	2,3	2,3	2,3	5,6	5,5	5,3	13,8	13,1	12,7
Orange Polska	Польша	1 704	3 045	1,2	1,2	1,2	4,7	4,7	4,5	13,2	11,6	10,4
Turkcell	Турция	2 095	3 178	1,2	0,9	0,8	3,0	2,3	1,8	7,0	4,2	2,8
Turk Telekom	Турция	1 777	3 151	1,3	1,1	0,9	3,0	2,5	2,1	5,5	4,1	3,2
Vivo	Бразилия	14 086	14 181	1,6	1,5	1,5	3,9	3,8	3,4	16,4	12,3	9,4
Vodacom	Ю. Африка	14 962	16 812	2,2	1,8	1,7	5,6	4,7	4,3	13,2	11,6	10,6
Медиана				1,3	1,1	1,1	3,6	3,5	3,2	11,7	10,6	9,0
Среднее				1,3	1,2	1,2	3,7	3,4	3,1	10,7	9,3	8,1
Компании развитых рынков (DM)												
AT&T	США	130 783	299 651	2,3	2,4	2,4	7,1	7,0	6,8	7,1	7,3	7,2
Deutsche Telekom	Германия	94 126	272 343	2,3	2,3	2,2	6,7	6,4	5,8	12,7	11,8	10,3
Elisa	Финляндия	8 981	10 436	4,9	4,8	4,7	13,9	13,5	13,1	23,7	22,8	21,6
Orange	Франция	26 844	67 034	1,5	1,5	1,5	5,1	5,0	4,9	9,1	8,5	7,7
Proximus	Бельгия	4 446	7 754	1,3	1,3	1,3	4,2	4,2	4,2	10,4	10,3	10,5
Tele2	Швеция	7 680	10 791	4,0	3,9	3,8	9,7	9,2	9,0	15,0	18,7	17,3
Telefonica	Испания	24 799	79 520	2,0	2,0	2,0	6,2	6,1	6,0	12,8	11,9	10,6
Telenor	Норвегия	16 452	29 555	2,6	2,5	2,5	5,8	5,7	5,6	13,2	13,5	12,6
Telia	Швеция	14 887	23 108	2,6	2,6	2,5	7,7	7,5	7,3	23,0	19,6	17,3
Verizon	США	190 982	366 032	2,7	2,6	2,6	7,6	7,4	7,2	8,9	8,5	8,4
Vodafone	Великобритания	40 149	98 342	2,1	2,1	2,1	6,3	6,2	6,1	13,3	12,6	10,7
Медиана				2,3	2,4	2,4	6,7	6,4	6,1	12,8	11,9	10,6
Среднее				2,6	2,5	2,5	7,3	7,1	6,9	13,6	13,2	12,2



Финансовая модель МТС

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2021 (Ф)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Выручка	527 920	540 551	566 837	589 406
Сервисная выручка	457 667	494 649	519 027	539 784
Продажи оборудования	70 253	45 902	47 810	49 622
Операционные расходы и SG&A	(295 923)	(303 245)	(318 071)	(332 257)
Скор. OIBDA	228 955	226 549	240 766	248 701
Амортизация и корректировки	(110 962)	(117 189)	(121 905)	(125 827)
Операционная прибыль	118 002	108 871	118 861	122 875
Прочие доходы/расходы	(39 168)	(46 413)	(40 097)	(36 057)
Прибыль до налогообложения	78 834	62 458	78 765	86 818
Налог на прибыль	(15 359)	(14 055)	(18 090)	(19 940)
Убыток от прекращенной деятельности	791	(2 667)	0	0
Чистая прибыль	64 266	45 736	60 674	66 878

Баланс, млн руб.	2021 (Ф)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Внеоборотные активы	752 518	736 241	719 201	699 468
Основные средства и НМА	454 201	457 803	460 642	460 788
Прочие внеоборотные активы	298 317	278 438	258 559	238 680
Оборотные активы	263 300	242 496	252 954	272 436
Оборотные активы	59 165	55 318	57 880	60 228
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	163 545	163 545	163 545	163 545
Денежные средства и эквиваленты	40 590	23 633	31 528	48 663
Итого активы	1 015 818	978 737	972 155	971 904
Средства акционеров	14 604	3 159	10 092	23 229
Акционерный капитал	9 766	(1 679)	5 254	18 391
Доля миноритариев	4 838	4 838	4 838	4 838
Долгосрочные обязательства	527 794	516 188	501 323	486 459
Долгосрочные кредиты и займы	350 300	350 300	350 300	350 300
Прочие долгосрочные обязательства	177 494	165 888	151 023	136 159
Краткосрочные обязательства	473 420	459 391	460 740	462 216
Краткосрочные займы	111 839	111 839	111 839	111 839
Оборотные обязательства	76 185	67 066	70 066	73 194
Прочие КО	285 396	280 486	278 835	277 183
Итого пассивы	1 015 818	978 737	972 155	971 904

Движение денежных средств, млн руб.	2021 (Ф)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Основная деятельность	142 843	157 323	183 017	193 485
Прибыль за период	64 266	45 406	60 674	66 878
Амортизация	111 088	117 189	121 905	125 827
Изменение оборотного капитала	(94 931)	(5 272)	438	780
Прочие корректировки	62 420	0	0	0
Инвестиционная деятельность	(116 432)	(100 913)	(104 865)	(106 093)
Приобретение внеоборотных активов	(73 081)	(71 893)	(73 405)	(74 265)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(38 602)	(30 811)	(31 459)	(31 828)
Прочее	(4 749)	1 792	0	0
Финансовая деятельность	(71 214)	(73 364)	(70 257)	(70 257)
Изменение долга	32 310	0	0	0
Обратный выкуп акций	(21 483)	0	0	0
Выплата дивидендов	(61 955)	(56 848)	(53 741)	(53 741)
Прочее	(20 086)	(16 516)	(16 516)	(16 516)
Изменение денежных средств	(44 882)	(16 954)	7 895	17 135

WACC	
Безрисковая ставка	9,0%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	3,0%
Стоимость СК	17,9%
Beta	0,8
Стоимость долга	8,8%
Доля СК	48%
Доля долга	52%
WACC	12,1%

Свободный денежный поток	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
ЕВИТ	108 871	118 861	122 875	128 222
НОРАТ	84 372	91 562	94 654	98 773
Изменение ОК (-)	5 272	(438)	(780)	(800)
Амортизация (+)	117 189	121 905	125 827	128 928
Кап. затраты (-)	102 705	104 865	106 093	110 349
Свободный денежный поток (FCFF)	93 584	109 040	115 167	118 152

Оценка стоимости акций, млн руб.			
Рост в ПП период	1,8%		
Сумма ДДП (+)	396 468		
Терминальная стоимость (+)	688 443		
Стоимость бизнеса компании	1 084 911		
Чистый долг (-)	418 701		
Доля миноритарных акционеров (-)	5 167		
Обязательства по аренде (-)	145 123		
	01.01.2022 25.08.2022 12mo		
Справедливая стоимость акц. капитала	515 920	575 724	678 784
Количество акций			1 998
Справедливая стоимость акций, руб.			340

Рыночные мультипликаторы, x	2021 (Ф)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
EV/S	2,1	1,7	1,6	1,5
EV/OIBDA	4,8	4,1	3,8	3,5
EV/EВИТ	9,3	8,6	7,7	7,2
P/E	8,5	8,7	6,5	5,9
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4
FCF Yield	5%	14%	20%	22%
EPS (per share), руб.	37	27	36	40

Коэффициенты	2021 (Ф)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
Рентабельность скор. OIBDA	43,4%	41,9%	42,5%	42,2%
Рентабельность чистой прибыли	12,2%	8,5%	10,7%	11,3%
Кап. затраты / выручка	21,2%	19,0%	18,5%	18,0%
ROE	330%	1123%	3394%	566%
ROA	7%	5%	6%	7%
ROIC	23%	21%	23%	24%
Чистый долг/ Скор. OIBDA, x	1,7	1,8	1,7	1,5



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

Аналитический департамент

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

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
Металлы и добыча, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

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

Сергей Жителев
Металлы и добыча
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова
Металлы и добыча
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