МЕТРОПОЛЬ®
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ

АНАЛИЗ РЫНКА АКЦИЙ: ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

МегаФон: новая «голубая фишка» на рынке мобильной связи России*

Покупать
12%
Потенциал роста

Начало покрытия

6 февраля 2013 г.

Старший аналитик: **Евгений Голосной** golosnoy_e@metropol.ru

Клиентские операции Москва: +7 (495) 933 3303
Аналитика, Москва: +7 (495) 933 3316
Клиентские операции, Лондон: +44 (207) 439 6881

▲ Начало покрытия с рекомендации «Покупать», основанной на сильных фундаментальных показателях

Мы начинаем покрытие компании МегаФон, одного из ведущих российских операторов мобильной связи, с рекомендации «Покупать» ее акции, справедливая стоимость которых составляет 29,55 долл. США за акцию. Нам нравятся фундаментальные показатели компании, ее менеджмент и значительный опыт в достижении лидирующих позиций на растущем рынке. Однако мы полагаем, что в долгосрочном периоде конкурентоспособность и ожидаемые темпы роста МегаФона снизятся до среднего уровня в секторе, что может повлечь за собой пересмотр тех наивысших оценок, которые компания получила в ходе недавнего IPO.

▲ Акции МегаФона будут демонстрировать положительную динамику в течение следующих 12 месяцев на фоне позитивного отношения инвесторов

Мы полагаем, что в течение следующих 10-12 месяцев акции МегаФона будут демонстрировать положительную динамику на фоне ожиданий инвесторов относительно того, что темпы роста компании в области мобильного широкополосного доступа (ШПД), а также рентабельность по EBITDA будут значительно превышать средние для отрасли значения.

▲ Главный вопрос – сможет ли компания поддерживать высокие темпы роста в долгосрочном периоде

Мы считаем, что со временем первоначальное положительное впечатление, которое компания произвела на инвесторов во время подготовки к IPO, может уступить место более прагматичному сравнению с другими операторами мобильной связи и более традиционному способу оценки компании. На наш взгляд, в течение следующих двух лет конкурентная среда на рынке сотовой связи России станет довольно однородной, без признаков явного преимущества какого-либо оператора над другими игроками. Мы полагаем, что стремление получить возврат на сделанные инвестиции и оптимизировать капзатраты, а также желание конкурентов «переформировать» рынок за счет более агрессивной экспансии, скорее всего, затруднит поддержание высоких темпов роста для МегаФона в будущем.

▲ Различия между российскими операторами мобильной связи в будущем исчезнут

Мы полагаем, что конкурентные преимущества, которые предлагает МегаФон (такие как низкий риск корпоративного управления и ожидаемые высокие дивиденды), незначительно отличаются от тех, которыми обладают конкуренты компании. Все крупнейшие операторы связи России, МТС, МегаФон и Vimpelcom, находятся в приблизительно одинаковом положении: все ведут борьбу за господство на рынке, имеют схожую модель бизнеса и планируют направлять существенную долю прибыли на выплату дивидендов.

▲ Акции других операторов могут быть более привлекательными с точки зрения соотношения риска и доходности

Согласно нашей модели ДДП, справедливая стоимость акций МегаФона составляет 29,55 долл. США за акцию (при ставке WACC в 11,1% и постпрогнозном росте 2,0%), что указывает на потенциал роста в размере 12%. Мы рекомендуем «Покупать» акции МегаФона с горизонтом в 12 месяцев, после которого рекомендуем относиться к инвестициям в них с некоторой осторожностью. На наш взгляд, акции других операторов сотовой связи, в особенности МТС, имеют более высокий потенциал роста как на основе фундаментальных показателей, так и на основе сравнительных мультипликаторов.

Bloomberg	**MGFN LI**
Рекомендация	Покупать
Справ. стоим., долл. США	29,55
Текущ. цена, долл. США	26,30
Потенциал роста/сниж-я	12%
Рын. кап., млн. долл. США	16 306
EV, млн. долл. США	21 441
В свободном обращении	15%
Дневной оборот (среднее за 3М), млн. долл. США	н/д
Динамика стоимости акций за последние:	
1 месяц	10,0%
3 месяца	н/д
С начала года	10,9%

Мультипликаторы по состоянию на 17 января 2013 г.

	P/E (x)		EV/EBITDA (x)	
	2012П	2013П	2012П	2013П
Ростелеком	11,7	10,6	4,6	4,3
Vimpelcom	16,4	20,4	5,4	5,2
МТС	89,3	16,5	5,4	5,3
МегаФон	13,7	15,6	5,8	5,5
Медиана	***17,4***	***14,9***	***5,3***	***5,0***
Turkcell	13,5	12,7	7,6	7,0
MTN Group	14,0	12,6	5,5	5,3
Bharti Airtel	37,6	23,8	8,2	7,2
China Mobile	11,2	11,1	3,3	3,3
Медиана	***14,3***	***13,5***	***5,0***	***4,8***
Telefonica	9,2	8,8	5,4	5,5
DT	14,0	13,7	4,7	4,8
BT	9,8	9,7	4,7	4,7
Telenor	15,5	12,1	6,9	6,3
Медиана	***11,4***	***11,2***	***5,3***	***5,3***

Источник: Расчеты ИФК Метрополь, Bloomberg

*Краткая версия отчета Megafon: a new Russian mobile blue chip. Initiation of coverage., опубликованного на английском языке 21 января 2012 г.

Инвестиционный сценарий

МегаФон – профессиональная команда управленцев, успешный бизнес и ведущие позиции в ключевых сегментах рынка

Нам импонирует компания и ее менеджмент, которому за десять лет удалось вывести МегаФон в лидеры отрасли. Мы полагаем, что наиболее сильные стороны бизнеса компании это:

Жесткий контроль над издержками и высокая эффективность операционной деятельности, что, на наш взгляд, сыграло главную роль в выходе МегаФона в лидеры отрасли в период активного развития рынка сотовой связи России.

Сильные позиции на рынке передачи данных, основанные в значительной степени на своевременной реализации и эффективном исполнении инвестиционной программы (опережающие инвестиции в мобильный ШПД, значительно превосходящие капвложения у других операторов).

Динамичная команда управленцев и репутация компании как одной из наиболее инновационных и технологически продвинутых в отрасли.

Стремление к росту стоимости акционерного капитала и акций компании посредством постановки правильных приоритетов в области стратегии, эффективной операционной деятельности и четкого исполнения поставленных задач.

Однако поддержание высоких темпов роста может оказаться затруднительным, в особенности в условиях более жесткой конкурентной борьбы

Все вышеуказанные факторы способствовали тому, что IPO МегаФона было очень успешным. Однако мы полагаем, что есть ряд факторов, которые в будущем могут привести к замедлению роста котировок компании:

МегаФон пришел на фондовый рынок довольно поздно – пик роста рынка мобильной связи наблюдался 5-6 лет назад. Будущие темпы роста выручки компании, по прогнозам, будут довольно умеренными – порядка 5-7% в год, а рентабельность EBITDA не будет существенно отличаться от средних показателей в секторе (около 40%).

Лидирующие позиции компании в сегменте передачи данных могут в скором времени оказаться под угрозой в результате ужесточения конкуренции, растущих инвестиций в 3G/4G со стороны других операторов (главным образом, МТС), а также запланированного сокращения капвложений самим МегаФоном.

Конкуренты МегаФона имеют схожие драйверы роста и более знакомы инвесторам

Другие игроки рынка (например, МТС) могут предложить инвесторам практически такие же преимущества, как и МегаФон (успешный бизнес в области передачи данных, высокая рентабельность, регулярные дивидендные выплаты и низкий леверидж), к тому же они имеют более длительную историю присутствия на фондовом рынке и, следовательно, лучше известны рынку. Мы полагаем, что МегаФону будет тяжело оправдывать свою премию к рынку.

Неопределенность в отношении будущей корпоративной стратегии также может стать для МегаФона фактором риска, поскольку компания менее известна участникам рынка. К примеру, пока нет ясности касательно того, какой будет стратегия развития компании и уровень операционного управления, в случае если ее основной акционер Алишер Усманов отойдет от дел и передаст полномочия своим партнерам в USM Holding.

В тоже время, отношения между МТС и Системой имеют под собой хорошо сбалансированную систему сдержек и противовесов, которая не позволит Системе действовать в ущерб интересам МТС, поскольку это приведет к падению стоимости акций самой Системы.

Акции МегаФона будут показывать опережающую динамику относительно других игроков рынка в течение следующих 12 месяцев

Согласно нашей модели ДДП, справедливая стоимость акций МегаФона (29,55 долл. США за акцию) указывает на потенциал роста в размере 12,4% относительно текущей рыночной цены, в связи с чем мы присваиваем акциям компании рекомендацию «Покупать». На наш взгляд, в течение следующих 12 месяцев акции МегаФона будут показывать опережающую динамику относительно других игроков рынка за счет положительного впечатления, которое произвел менеджмент компании в ходе проведения IPO, а также высоких ожиданий инвесторов относительно будущих темпов роста компании в области мобильного ШПД.

Таблица 1:
Российский телекоммуникационный сектор, сравнение с международными аналогами

	Тикер	Цена долл. США акция	MCap млн. долл. США	EV млн. долл. США	EV/S			EV/EBITDA			P/E			CAGR, 11-14П			Рентаб-ть	
					11	12П	13П	11	12П	13П	11	12П	13П	Выручка	EBITDA	ЧП	EBITDA 13П	ЧП 13П
Telefonica	TEF SM	14,59	66 381	152 803	1,7	1,8	1,9	5,7	5,4	5,5	8,8	9,2	8,8	-2%	1%	1%	34%	9%
Deutsche telekom	DTE GR	11,94	51 613	112 269	1,4	1,4	1,5	4,0	4,7	4,8	66,5	14,0	13,7	-2%	-6%	Отр.	30%	5%
Vodafone	VOD LN	2,58	126 561	172 703	2,3	2,4	2,4	5,9	8,1	8,1	11,4	11,0	10,3	Отр.	Отр.	5%	30%	17%
British telecom	BT/A LN	3,92	30 846	45 871	1,5	1,6	1,6	4,6	4,7	4,7	9,7	9,8	9,7	-2%	0%	Отр.	34%	11%
Telenor	TEL NO	21,40	33 390	39 997	2,3	2,2	2,2	6,5	6,9	6,3	26,1	15,5	12,1	3%	3%	34%	34%	15%
Teliasonera	TLSN SS	6,90	29 892	41 727	2,6	2,6	2,6	7,3	7,5	7,5	10,6	10,3	10,5	0%	0%	1%	35%	18%
TELE2	TEL2B SS	17,92	8 009	10 474	1,7	1,6	1,5	6,3	6,0	5,6	10,6	12,3	10,4	4%	6%	4%	27%	11%
Развитые рынки					***1,6***	***1,6***	***1,6***	***5,1***	***5,3***	***5,3***	***12,1***	***11,4***	***11,2***	***0%***	***1%***	***3%***	***31%***	***8%***
Rostelecom	RTKM RX	4,06	12 673	18 908	1,9	1,8	1,7	4,7	4,6	4,3	8,1	11,7	10,6	7%	7%	-1%	40%	11%
Vimpelcom	VIP US	11,90	19 376	51 044	2,5	2,2	2,1	6,3	5,4	5,2	39,7	16,4	20,4	8%	8%	19%	41%	4%
MTS	MBT US	19,27	19 910	28 255	2,3	2,2	2,2	5,5	5,4	5,3	13,8	89,3	16,5	5%	4%	-3%	41%	9%
Megafon	MFON LI	26,30	16 306	21 441	2,6	2,5	2,3	6,3	5,8	5,5	11,0	13,7	15,6	7%	6%	-8%	41%	11%
Российские операторы					***2,3***	***2,1***	***2,0***	***5,6***	***5,3***	***5,0***	***12,8***	***17,4***	***14,9***	***6%***	***6%***	***-2%***	***41%***	***7%***
Turkcell	TCELL TI	7,05	15 508	13 509	2,4	2,3	2,2	7,8	7,6	7,0	21,9	13,5	12,7	7%	7%	23%	31%	19%
Turk telekom	TTKOM TI	4,22	14 764	17 857	2,5	2,5	2,4	6,3	6,1	5,9	11,9	9,7	9,8	н/д	н/д	н/д	40%	20%
China mobile	941 HK	11,31	227 243	135 657	1,7	1,5	1,4	3,4	3,3	3,3	11,7	11,2	11,1	8%	3%	2%	43%	21%
China telecom	728 HK	0,57	45 932	38 107	1,0	0,8	0,8	3,3	3,1	2,4	18,0	19,0	14,9	13%	14%	15%	31%	6%
America movil	AMXL MM	1,23	93 348	122 975	2,3	2,1	1,9	6,1	5,9	5,6	14,0	11,4	10,6	8%	3%	9%	34%	14%
Telesp	VIVT3 BZ	22,76	27 818	28 459	1,6	1,7	1,7	4,6	4,9	4,8	10,7	12,4	11,7	0%	0%	0%	35%	14%
Bharti airtel	BHARTI IN	6,48	24 622	37 658	2,5	2,6	2,3	7,5	8,2	7,2	27,6	37,6	23,8	6%	6%	16%	32%	6%
MTN group	MTN SJ	19,73	37 167	38 012	2,3	2,4	2,3	5,2	5,5	5,3	12,9	14,0	12,6	2%	2%	3%	43%	18%
TPS	TPS PW	4,09	5 467	7 180	1,4	1,6	1,7	4,1	4,6	4,9	8,4	18,4	21,4	-7%	-7%	-29%	34%	6%
SPT	SPTT CP	17,17	5 532	5 038	1,7	1,9	2,0	н/д	4,9	5,1	11,2	14,9	15,2	-6%	н/д	-10%	39%	15%
MATAV	MTELEKOM HB	1,87	1 949	3 543	1,2	1,3	1,3	3,6	3,9	3,9	Отр.	10,6	9,8	-3%	-3%	-274%	34%	7%
Развивающиеся рынки					***1,7***	***1,6***	***1,6***	***5,0***	***5,0***	***4,8***	***13,3***	***14,3***	***13,5***	***6%***	***3%***	***1%***	***34%***	***13%***
Медиана					***1,7***	***1,6***	***1,6***	***5,0***	***5,1***	***4,9***	***12,8***	***13,1***	***12,6***	***4%***	***2%***	***2%***	***33%***	***12%***

Источник: Расчеты ИФК Метрополь, Bloomberg

Основной вопрос состоит в том, сможет ли компания поддерживать столь высокие темпы роста в долгосрочном периоде

Мы полагаем, что ожидания инвесторов могут сойти на нет по мере того, как рынок будет накапливать больше информации относительно текущих показателей деятельности МегаФона, в результате чего при оценке Мегафона на первый план будут выходить более традиционные методы оценки эффективности ее деятельности (такие как темпы роста выручки и передачи данных, данные по рентабельности EBITDA и др.). Особое значение будут приобретать и сравнения с ближайшими аналогами, в особенности с МТС.

Пока неясно, останутся ли в будущем инвесторы также благосклонны к акциям МегаФона как сейчас. Мы полагаем, что в более долгосрочной перспективе темпы роста компании и ее дивидендные выплаты будут не намного выше, чем у конкурентов, а риски корпоративного управления – не намного ниже.

По этой причине, мы рекомендуем покупать акции МегаФона в течение следующих 12 месяцев на ожиданиях опережающей динамики относительно других игроков рынка, однако после этого периода призываем инвесторов быть осторожными с инвестициями в Мегафон, особенно если показатели деятельности компании начнут демонстрировать признаки замедления.

Текущие оценки не в пользу МегаФона – инвестировать в МТС может оказаться выгоднее

Фундаментально и МТС, и МегаФон выглядят существенно недооцененными на основании модели ДДП, тогда как на основании сравнительного анализа МегаФон торгуется с 8%-ной премией к своему ближайшему конкуренту по рассчитанным на 2011-2013 гг. мультипликаторам EV/S и EV/EBITDA. Принимая во внимание то обстоятельство, что в долгосрочном периоде темпы роста МегаФона вряд ли будут существенно выше, чем у МТС, а риски корпоративного управления - незначительно ниже, мы не видим причин, по которым акции МегаФона должны торговаться с премией к своему ближайшему конкуренту.

С учетом вышеуказанных факторов, акции МТС, на наш взгляд, представляют более привлекательную возможность для инвестирования, чем акции МегаФона.

Таблица 2:
МегаФон и МТС, сравнительная оценка основных показателей финансовой и операционной деятельности, млн. долл. США

МегаФон								МТС						
Цена за АДР	26,30	**Рекомендация**		**Покупать**				Цена за АДР	19,27	**Рекомендация**		**Покупать**		
Рыночная капитализация	16 306	**Справ. стоим-ть, долл. США**		**29,55**				Рыночная капитализация	19 910	**Справ. стоим-ть, долл. США**		**24,25**		
EV	21 441	Потенциал роста		12,4%				EV	28 255	Потенциал роста		25,9%		
Ценовые коэффициенты	**12П**	**13П**	**14П**	**15П**	**16П**	**17П**	**18П**	**12П**	**13П**	**14П**	**15П**	**16П**	**17П**	**18П**
EV/S	2,5	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	2,2	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6	1,6
EV/EBITDA	5,8	5,6	5,2	4,9	4,6	4,4	4,2	5,4	5,2	4,8	4,5	4,2	4,0	3,8
P/E	13,8	15,7	14,0	12,3	11,3	10,3	9,2	88,0	16,2	14,7	12,7	12,0	11,2	10,5
P/CF	5,1	5,4	5,0	4,6	4,4	4,1	3,8	5,2	4,6	4,2	3,7	3,5	3,2	3,0
Абоненты, млн.	**65,8**	**66,7**	**67,6**	**68,4**	**69,3**	**70,1**	**70,8**	**95,3**	**98,6**	**101,5**	**103,7**	**105,7**	**107,3**	**108,8**
Смешанный ARPU, долл. США	10,2	10,3	10,9	11,6	12,0	12,5	13,1	8,4	8,8	9,2	9,8	10,2	10,6	11,1
MOU	298	320	345	369	394	421	450	374	389	413	438	463	489	517
APPM, центы	3,4	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1
Выруч. от передачи данных % от общей выручки	**28%**	**30%**	**33%**	**36%**	**39%**	**43%**	**46%**	**27%**	**29%**	**31%**	**33%**	**36%**	**38%**	**40%**
ARPU, передача данных, долл. США	3,2	3,6	4,1	4,8	5,4	6,0	6,8	2,7	3,1	3,4	3,9	4,2	4,7	5,1
Финансовые показат.	**12П**	**13П**	**14П**	**15П**	**16П**	**17П**	**18П**	**12П**	**13П**	**14П**	**15П**	**16П**	**17П**	**18П**
Выручка	**8 724**	**9 378**	**10 059**	**10 843**	**11 350**	**11 949**	**12 652**	**12 604**	**13 071**	**14 061**	**15 263**	**16 098**	**16 991**	**17 945**
Розница	412	557	654	696	719	748	783	864	870	899	938	949	961	972
Моб. голосовые услуги	5 387	5 485	5 572	5 676	5 593	5 510	5 427	7 080	7 120	7 441	7 826	7 984	8 135	8 282
Передача данных	2 470	2 853	3 318	3 914	4 454	5 078	5 800	3 376	3 776	4 372	5 093	5 730	6 431	7 196
Фиксирован. связь	473	502	536	579	607	636	668	1 348	1 371	1 419	1 483	1 516	1 550	1 586
EBITDA	**3 716**	**3 871**	**4 117**	**4 432**	**4 632**	**4 869**	**5 149**	**5 188**	**5 359**	**5 773**	**6 267**	**6 599**	**6 952**	**7 328**
Рентабельность	*42,6%*	*41,3%*	*40,9%*	*40,9%*	*40,8%*	*40,8%*	*40,7%*	*41,2%*	*41,0%*	*41,1%*	*41,1%*	*41,0%*	*40,9%*	*40,8%*
Неопер. расходы, включ.	(423)	(559)	(487)	(446)	(384)	(342)	(292)	(641)	(664)	(597)	(499)	(379)	(244)	(98)
Чистые проц. расходы	(188)	(426)	(414)	(393)	(360)	(317)	(265)	(591)	(551)	(491)	(405)	(300)	(182)	(56)
Убытки от курсовых разниц	(184)	(113)	(51)	(30)	0	0	0	(100)	(92)	(84)	(71)	(54)	(36)	(15)
Чистая прибыль	**1 188**	**1 045**	**1 171**	**1 336**	**1 447**	**1 585**	**1 775**	**223**	**1 208**	**1 336**	**1 544**	**1 640**	**1 751**	**1 870**
Рентаб. чистой прибыли	*14%*	*11%*	*12%*	*12%*	*13%*	*13%*	*14%*	*2%*	*9%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*
EPS, долл. США за ГДР	0,96	0,84	0,94	1,08	1,17	1,28	1,43	0,22	1,17	1,29	1,49	1,59	1,69	1,81
Операцион. ден. поток	3 234	3 045	3 265	3 544	3 749	4 004	4 296	3 764	4 257	4 715	5 257	5 682	6 147	6 644
% от EBITDA	*87%*	*79%*	*79%*	*80%*	*81%*	*82%*	*83%*	*73%*	*79%*	*82%*	*84%*	*86%*	*88%*	*91%*
Свободный ден. поток	1 001	1 025	1 149	1 371	1 599	1 764	2 038	827	1 510	1 902	2 374	2 730	3 000	3 340
Ретабельн. свободного денежного потока, %	*6,1%*	*6,3%*	*7,0%*	*8,4%*	*9,8%*	*10,8%*	*12,5%*	*4,2%*	*7,6%*	*9,6%*	*11,9%*	*13,7%*	*15,1%*	*16,8%*
Капвложения	**1 529**	**1 832**	**1 915**	**1 956**	**1 935**	**2 024**	**2 030**	**2 558**	**2 368**	**2 420**	**2 471**	**2 533**	**2 722**	**2 874**
% от выручки	*18%*	*20%*	*19%*	*18%*	*17%*	*17%*	*16%*	*20%*	*18%*	*17%*	*16%*	*16%*	*16%*	*16%*
Общий долг	**5 260**	**5 257**	**5 227**	**5 002**	**4 645**	**4 114**	**3 484**	**7 936**	**7 427**	**6 518**	**5 264**	**3 800**	**2 130**	**316**
Чистый долг/EBITDA	1,3	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	0,6	1,3	1,2	1,0	0,7	0,4	0,2	-0,1

Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

Конкурентные преимущества МегаФона

Успешный бизнес в сегменте мобильной передачи данных

Сильные позиции МегаФона в области мобильной передачи данных – наиболее значимое конкурентное преимущество компании по сравнению со своими ближайшими российскими аналогами. Решение быстро «зайти» в этот бизнес было подкреплено значительными финансовыми ресурсами – в отличие от других мобильных операторов МегаФон не тратил средства на дорогие приобретения и в течение нескольких лет не выплачивал дивиденды.

Беспроводной ПД стал серьезным фактором удержания клиентов компании в то время, когда услуги голосовой связи у различных операторов уже практически ничем не отличались и уже не помогали привлекать новых абонентов.

«Успех порождает успех»: привлекательное предложение Мегафона в области мобильной передачи данных усилили узнаваемость бренда компании, укрепили клиентскую базу и создали прочный фундамент для развертывания сетей нового поколения (4G/LTE).

Долгая борьба за долю рынка – эффективный контроль над издержками и профессиональная команда менеджеров

То обстоятельство, что МегаФон вышел на рынок сотовой связи гораздо позже своих конкурентов и был вынужден вести борьбу за долю рынка, сделали компанию более адаптированной к работе в условиях жесткой конкурентной борьбы и более ориентированной на разработку и внедрение инновационных решений, а также к более жесткому контролю над издержками. Жесткая конкурентная борьба за место на рынке связи также способствовала появлению в компании одной из наиболее профессиональных управленческих команд.

Низкий страновой риск

Несмотря на то, что диверсификация между различными рынками, как правило, считается преимуществом, сейчас, когда разрыв между уровнем проникновения услуг сотовой связи на развитых и развивающихся рынках стремительно сужается, присутствие в других географических сегментах практически потеряло свою привлекательность. Стоит вспомнить недавнее закрытие бизнеса МТС в Узбекистане, Vimpelcom во Вьетнаме и проблемы, испытываемые Системой в Индии.

С этой точки зрения то обстоятельство, что МегаФон практически полностью сосредоточен на российском рынке, следует рассматривать не как недостаток, а как фактор, снижающий страновые риски.

В действительности, учитывая те возможности, которые существуют на российском телекоммуникационном рынке, МегаФон, на наш взгляд, сделал прекрасный выбор, сосредоточившись только не нем и достигнув стратегического паритета с конкурентами (МТС и Vimpelcom), рыночные позиции которых казались практически непоколебимыми.

Дивиденды, скорее всего, будут на одном уровне с аналогичными компаниями

Так как направлять существенную долю своей прибыли на выплату дивидендов становится общепринятой практикой для российских телекоммуникационных компаний (МТС выплачивает 60-78% от чистой прибыли в виде дивидендов, Vimpelcom – около 1,3 млрд. долл. США вне зависимости от показателя чистой прибыли, а Ростелеком намерен увеличить коэффициент дивидендных выплат с текущих 32% до «среднего» по сектору), МегаФон будет вынужден играть по тем же правилам, что и остальные игроки.

В сегменте фиксированной связи МегаФон уступает конкурентам

На наш взгляд, основным операционным недостатком МегаФона является более низкий уровень вовлеченности в оказание услуг проводной связи по сравнению с МТС и Vimpelcom. В июне 2010 г. МегаФон приобрел оператора фиксированной связи – компанию Синтерра – за 745 млн. долл. США. Однако Синтерра предоставляет услуги связи главным образом корпоративным клиентам и госструктурам, тогда как МТС и Vimpelcom работают и с частными абонентами МТС через Комстар-ОТС (порядка 6,5 млн. абонентов), а Vimpelcom – через Голден Телеком/Корбину (порядка 2,3 млн. абонентов) соответственно.

Основные риски

Интерес инвесторов будет постепенно смещаться к фундаментальным показателям МегаФона

Несмотря на ожидание того, что высокие оценки, полученные компанией в ходе проведения IPO, могут несколько ограничить рост акций в дальнейшем, их динамика после проведения IPO была блестящей. На наш взгляд, это объясняется положительным впечатлением, которое произвел на инвесторов менеджмент компании в ходе IPO, а также высокими ожиданиями инвесторов относительно будущих темпов роста компании в сегменте мобильного ШПД. Мы полагаем, что данные факторы продолжат оказывать поддержку котировкам МегаФона в течение следующих 8-12 месяцев.

Однако мы полагаем, что со временем рынок начнет обращать больше внимания на фундаментальные показатели, а также на такие традиционные для мобильных операторов показатели эффективности деятельности компании, как темпы роста выручки и ARPU, развитие услуг по передаче данных, состояние конкурентной среды и ее влияние на рентабельность компании.

Сравнение компании с МТС в дальнейшем будет играть более важную роль

По мере снижения влияния на котировки акций Мегафона фактора IPO мы ожидаем, что их динамика будет все больше приближаться к акциям МТС.

На наш взгляд, МТС является наиболее близким к МегаФону оператором связи: бизнес обеих компаний в России имеет примерно одинаковый масштаб, схожий охват территорий и примерно одинаковые драйверы роста. Поэтому мы считаем, что в будущем инвесторы будут все больше и больше проводить параллели между этими двумя компаниями при определении их справедливой стоимости и выставлении котировок.

Сравнения между МТС и МегаФоном также неизбежны в силу напряженной конкурентной ситуации на рынке сотовой связи и борьбы за лидерство в сегменте мобильного ШПД. Мы полагаем, что временные трудности одной компании, вполне возможно, будут восприняты как успех другого игрока, и наоборот.

Рынок может переоценивать размер будущих дивидендных выплат Мегафона

Одной из главных причин успешного IPO МегаФона стало ожидание высоких дивидендных выплат в будущем. Однако размер дивидендов, выплаченных главным акционерам перед выходом компании на IPO, и ожидаемый после может сильно отличаться.

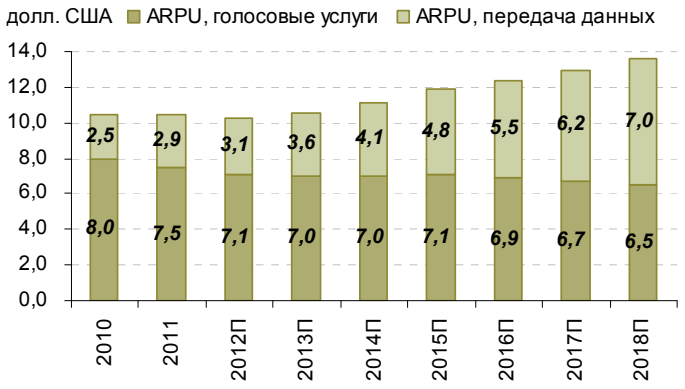
По нашим оценкам, размер дивидендов МегаФона не будет существенно отличаться от МТС, что означает, что дивиденды после IPO могут оказаться не такими щедрыми. Если рынок не учтет этот фактор, в какой-то момент на рынке может появиться определенное разочарование в отношении акций компании.

Прогноз финансовых показателей

Голосовые услуги МегаФона практически ничем не отличаются от других операторов

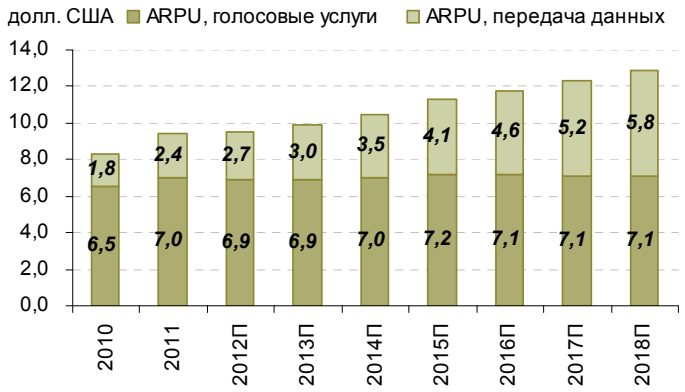
Голосовые услуги МегаФона практически ничем не отличаются от услуг, предоставляемых другими операторами. По нашим оценкам, рост выручки в данном сегменте может составить порядка 1% в год в период 2012-2018 гг. Однако поддержку голосовому бизнесу МегаФона может оказать то обстоятельство, что в прошлом компания имела репутацию оператора, имеющего «доступные цены», что может привлечь дополнительных абонентов, заинтересованных в низкой стоимости звонков.

Рисунок 1:
МегаФон-Россия, структура ARPU, 2010-18П



Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

Рисунок 2:
МТС-Россия, структура ARPU, 2010-18П

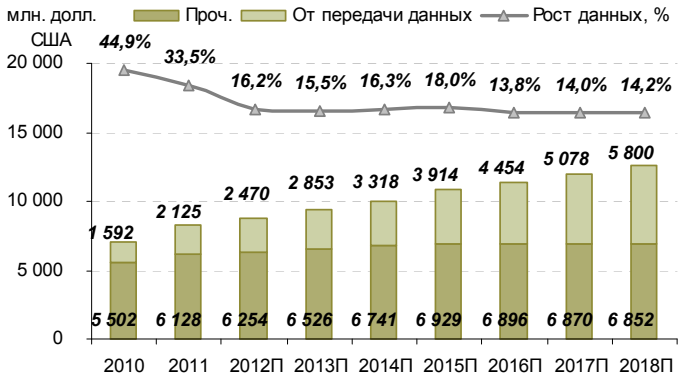


Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

Темпы роста в сегменте передачи данных в 2012-15П гг. могут снизиться до средних для отрасли уровней

Как и в случае с другими операторами, передача данных, скорее всего, останется одним из основных драйверов роста выручки и факторов удержания абонентов для МегаФона. Однако значение данного сегмента, на наш взгляд, не стоит переоценивать.

Рисунок 3:
МегаФон, прогноз выручки в сегменте передачи данных, 2010-18П



Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

Рисунок 4:
МТС, прогноз выручки в сегменте передачи данных, 2010-18П

Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

По нашим оценкам, за периодом обильных инвестиций в мобильный ШПД на начальном этапе в 2010-11 гг. (30% от выручки) и опережающим темпом роста выручки от услуг данного сегмента (45-34%, что намного выше, чем в среднем по отрасли), может последовать некоторое замедление темпов роста до средних по отрасли (14-16%).

Причиной этому может послужить сокращение капвложений, обусловленное увеличением долговой нагрузки, и будущими регулярными дивидендными выплатами.

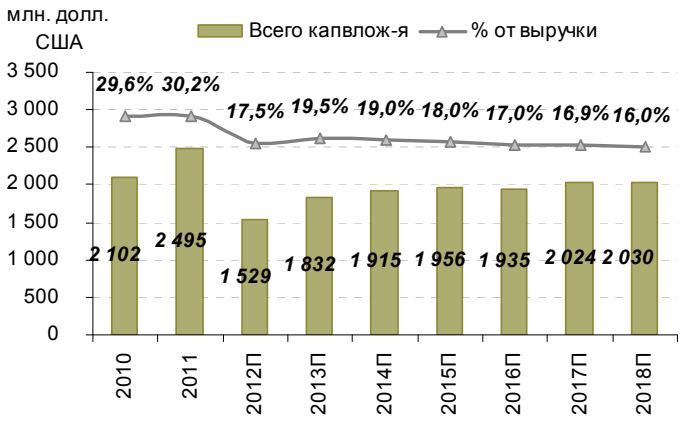
Капвложения вряд ли опустятся ниже 16-17%, так как телекоммуникационный бизнес связан с существенными инвестициями в новые технологии

В связи с более жесткой бюджетной политикой, принятой компанией в результате увеличения долговой нагрузки и запланированных дивидендных выплат, капвложения МегаФона в 2012 г., скорее всего, существенно снизятся – с 2 495 млн. долл. США (или 30% от выручки) в 2011 г. до 1 464-1 627 млн. долл. США (или 16,8-18,6% от выручки).

Как уже было отмечено ранее, снижение кавпложений в 2012 г. – основная причина вероятного падения темпов роста в сегменте передачи данных до среднеотраслевых уровней, так как большую часть капвложений в 2010-11 гг. МегаФон направлял на финансирование развертывания сети 3G.

Мы не думаем, однако, что характер бизнеса МегаФона позволит компании снизить кавпложения существенно ниже уровня в 1,8-2,0 млрд. долл. США в течение следующих нескольких лет.

Рисунок 5:
МегаФон, прогноз капвложений, 2010-18П



Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

Рисунок 6:
МТС, прогноз капвложений, 2010-18П

Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

Мобильная телефония – бизнес, требующий серьезных инвестиций в новые технологии, без которых компания не может оставаться конкурентоспособной. Важно отметить, любое недоинвестирование в технологии 3G или впоследствии в LTE может привести в будущем к оттоку абонентов, чего не может себе позволить ни один оператор.

По этой причине капвложения МегаФона в период 2012-2018 гг., скорее всего, будут демонстрировать такие же тенденции, как и у остальных операторов «Большой тройки»: в долларовом выражении капвложения будут стабильными либо показывать небольшой рост, но их вес в выручке будет снижаться по причине ожидаемого роста последней на 5-7% в год. Оптимизация капвложений, на которую нацелилось большинство операторов «большой тройки», включая МегаФон, поможет им снизить затраты лишь на 1-2 п.п., что однако не приведет к снижению ниже отметки 16-17% от выручки.

Рентабельность может оказаться под давлением в 2013 г., но в долгосрочном периоде ей окажет поддержку акцент на развитии услуг по передаче данных

МегаФон зарекомендовал себя как компания способная сочетать высокую рентабельность по EBITDA с активным ростом абонентской базы, что можно было наблюдать в период стремительного развития телекоммуникационного рынка в России в середине 2000-х гг. Однако мы не думаем, что в дальнейшем показатели рентабельности EBITDA МегаФона будут существенно отличаться от показателей конкурентов.

На наш взгляд, рост стоимость основных компонентов бизнеса и основных расходных статей, таких как расходы на персонал, на аренду офисных помещений и обслуживание сетей, а также ужесточение конкурентной борьбы в сегменте мобильного ШПД будут оказывать на рентабельность МегаФона такое же влияние, как и на рентабельность по EBITDA других операторов «Большой тройки».

Несмотря на то, что стратегии развития, основанные на постоянном притоке новых абонентов, уже, пожалуй, полностью исчерпали себя в России в сегменте голосовых услуг, они могут продолжиться на рынке ШПД. Новых абонентов будут привлекать не только те операторы, которые предлагают более высокое качество услуг традиционной голосовой связи, но и те, кто в состоянии предложить низкие цены и более активно работает с независимыми дилерами в области мобильного ШПД. Данные факторы будут оказывать в будущем негативное влияние на рентабельность сотовых операторов.

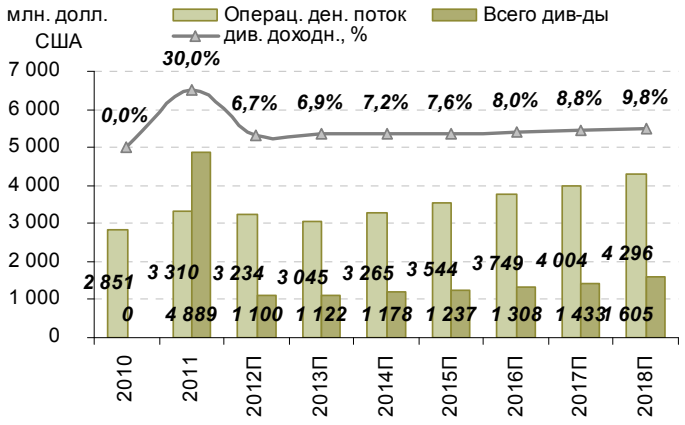
Принимая во внимание вышесказанное, стоит отметить, что рентабельность услуг по передаче данных часто намного выше рентабельности в области услуг голосовой связи (порядка 60-90% против 40-50%), в связи с чем можно предположить, что в долгосрочном периоде акцент МегаФона на мобильном ШПД, поможет компании поддерживать общий уровень рентабельности по EBITDA на уровне 40.0-41.0%.

Дивиденды – выплаты регулярные, но сопоставимые с МТС

Мы полагаем, что МегаФон и МТС располагают одинаковыми возможностями в отношении выплаты дивидендов. Компании имеют схожую бизнес-модель и одинаковую возможность генерировать денежные потоки , так как их расходы на персонал, оборудование и аренду офисов практически идентичны), а также схожий леверидж и уровень капвложений.

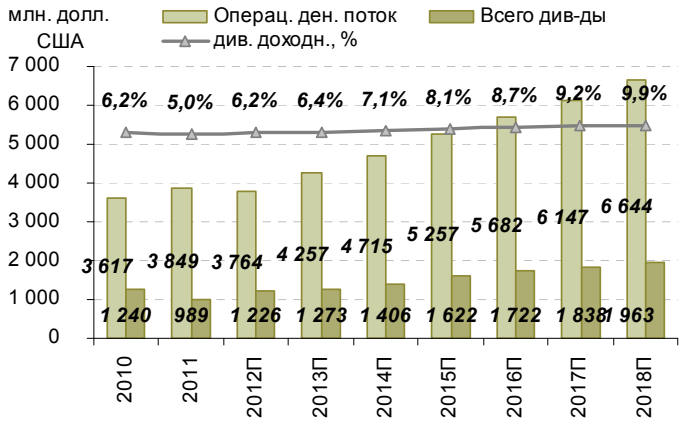
По этой причине мы полагаем, что в течение следующих нескольких лет ежегодные дивидендные выплаты МегаФона вряд ли превысят 1,1-1,6 млрд. долл. США. Это куда более скромные выплаты по сравнению с теми, которые компания сделала своим основным акционерам перед выходом на IPO (4,8 млрд. долл. США). Однако стоит отметить, что с того момента МегаФон значительно увеличил леверидж – 1,3 млрд. долл. США чистых денежных средств превратились в 5,2 млрд. чистого долга.

Рисунок 7:
Мегафон, прогноз дивидендных выплат, 2010-18П



Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

Рисунок 8:
МТС, прогноз дивидендных выплат, 2010-18П



Источник: Расчеты ИФК Метрополь, данные компании

Стоит отметить, что все стратегические акционеры МегаФона крайне заинтересованны в получении дивидендных выплат в будущем, в связи с чем можно предположить, что дивиденды будут выплачиваться на регулярной основе и будут настолько высокими, насколько позволит ситуация на рынке и в самой компании.

МЕТРОПОЛЬ®
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ

ОФИС В МОСКВЕ

ИФК Метрополь
Москва, 119049 Донская ул 13, стр 1

ОФИС В ЛОНДОНЕ

Metropol UK Limited
Princes House, 38 Jermyn Street, London, SW1Y 6DN

БИРЖЕВЫЕ ОПЕРАЦИИ

Телефон в Москве: +7(495) 933 38 83
Телефон в Лондоне: +44 20 7439 68 81

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Телефон в Москве: +7(495) 933 33 03
Телефон в Лондоне: +44 20 7439 68 81

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

Марк Рубинштейн
Директор Аналитического Департамента
Телефон: +7(495) 223 08 86
E-mail: rubinstein@metropol.ru

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, ЭКОНОМИКА, СТРАТЕГИЯ

Марк Рубинштейн
Старший аналитик
Телефон: +7(495) 223 08 86
E-mail: rubinstein@metropol.ru

Михаил Смирнов
Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1448
E-mail: smirnov_m@metropol.ru

Дарья Голубева
Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1418
E-mail: golubeva_d@metropol.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Пётр Кадыш
Руководитель управления
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1410
E-mail: kadish_p@metropol.ru

ТРАНСПОРТНЫЙ СЕКТОР И ИНФРАСТРУКТУРА

Андрей Рожков
Старший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1420
E-mail: rozhkov_a@metropol.ru

ХИМ. ПРОМЫШЛЕННОСТЬ, МЕТАЛЛУРГИЯ

Сергей Фильченков
Аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1422
E-mail: filchenkov_s@metropol.ru

Михаил Смирнов
Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1448
E-mail: smirnov_m@metropol.ru

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ТОВАРЫ

Татьяна Бобровская
Старший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1414
E-mail: bobrovskaya_t@metropol.ru

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Евгений Голосной
Старший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1406
E-mail: golosnoy_e@metropol.ru

НЕФТЕГАЗОВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Сергей Вахрамеев
Старший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1433
E-mail: vahrameev_s@metropol.ru

РЕДАКЦИОННЫЙ ОТДЕЛ

Ричард Прайс
Редактор
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1428
E-mail: price_r@metropol.ru

Виктория Шишкина
Переводчик/Продакшн
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1412
E-mail: shishkina_v@metropol.ru

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

© 2009 ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ» (далее МЕТРОПОЛЬ). Все права защищены.

Предметом настоящего отчета является предоставление справочной информации о компании или компаниях (собирательно «Компания») и ценных бумагах. Данный отчет выполнен аналитиком(ами), имя (имена) которого(ых) указано(ы) на титульном листе настоящего отчета. Все взгляды и позиции, изложенные в данном отчете о какой-либо ценной бумаге или эмитенте, отражают личные взгляды данного аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Настоящий отчет является полностью независимым суждением на момент публикации, так как был подготовлен независимо от «Компании» и отражает исключительно точку зрения аналитика. В связи с этим «Компания», ее директора и работники не несут какой-либо ответственности за содержание данного отчета, а, соответственно, вся информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Данный отчет не может являться оценкой стоимости бизнеса и активов «Компании» в связи с тем, что представляет собой независимое суждение и не отвечает целям, предусмотренным законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за потери, возникшие в связи с использованием данного отчета. Информация, содержащаяся в данном отчете, не может использоваться для окончательного принятия инвестиционных решений в отношении ценных бумаг «Компании».

Информация и анализ, представленные в отчете, не могут быть прямо или косвенно связаны с частной рекомендацией(ями) или мнением(ями). Все данные отчета могут быть использованы аналитиками до его публикации. Аналитики получают вознаграждение в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами МЕТРОПОЛЬ, а также дочерних компаний (собирательно «Фирма»). В зависимости от рентабельности деятельности «Фирмы», аналитики получают вознаграждение, которое включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями «Фирмы».

МЕТРОПОЛЬ и компании, входящие в группу компаний «МЕТРОПОЛЬ», или их сотрудники могут совершать любые сделки с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять различные услуги в отношении них, действовать в качестве директора или иного лица «Компании», упомянутой в настоящем отчете. МЕТРОПОЛЬ последовательно придерживается политики, направленной на предотвращение и устранение существующего или возможного конфликта интересов.