

Мегафон

Инвестиции в будущее преимущество

Цель: 591 руб. (+10,3%) «ПОКУПАТЬ»

Аналитик: Михайлин Артем
Эл.почта: AMykhailin@veles-capital.ru

Динамика финансовых показателей компании во второй половине года позволяет сделать вывод, что российский рынок телекоммуникаций восстанавливается и переходит к постепенному росту цен. При этом, все компании сектора инвестируют в трансформацию бизнеса и становятся, в первую очередь, поставщиками цифровых услуг. Мегафон является лидером по объемам передачи данных в России и первым среди операторов «большой четверки» будет полноценно тестировать частоты пятого поколения. В 2018 году компании предстоит проделать большую работу и вложить значительные средства для получения преимущества в будущем, что стало причиной отказа от выплаты дивидендов. Мы подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» для акций Мегафона и устанавливаем справедливую цену в 591 руб. за бумагу.

Результаты года

- По итогам года выручка Мегафона выросла на 1,8% г/г до 321,8 млрд руб. Выручка мобильных сервисов выросла на 0,3%, при этом основной вклад в рост данной выручки внес, как и ожидалось, трафик данных. Выручка от трафика данных выросла на 6,3% до 89,7 млрд руб. и составила 34% от всей выручки мобильных сервисов. ARPDU выросла на 3% г/г, а объем предоставляемого трафика, по нашим расчетам, вырос на 54,7%. ARPU мобильных сервисов в целом увеличилась на 0,5% вернувшись к положительной динамике во второй половине года после нескольких лет снижения.
- Абонентская база уменьшилась на 0,2 млн. Компания сместила фокус на рост ARPU и увеличение жизненного цикла абонента внутри сети, так как обеспечить рост абонентов на перенасыщенном рынке пока невозможно.
- Отличные показатели роста продемонстрировало направление фиксированной связи благодаря участию Мегафона в кубке Конфедерации и жеребьевке к ЧМ 2018. Выручка фиксированных сервисов выросла на 12,1% до 28,8 млрд руб. Продажи оборудования в монобрендовых салонах также выросли, что обеспечило рост выручки от направления на уровне 6,4% г/г до 28,7 млрд руб.

Динамика акций Мегафона и индекса Мосбиржи



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

Тикер на МосБирже	MFON
Текущая цена, руб.	537
Мин/Макс цена, 12м	507/656
Справедливая цена, руб.	591
Потенциал, %	10,3
Рекомендация	Покупать

Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

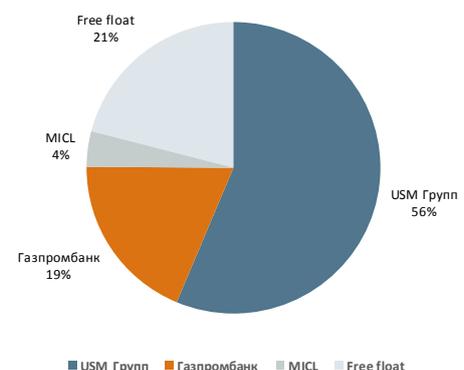
Финансовые показатели компании за 4К и 2017 г.

Финансовые показатели, млн руб.	2016	2017	+/-
Выручка:	316 275	321 810	1,8%
Мобильные сервисы	263 645	264 352	0,3%
Фиксированные сервисы	25 661	28 759	12,1%
Продажи оборудования и аксессуаров	26 969	28 699	6,4%
Скорр.ОИВДА	121 139	121 850	0,6%
Рентабельность по скорр.ОИВДА	38,3%	37,9%	
Скорр. Чистая прибыль	28 896	20 519	-29,0%
Рентабельность по скорр.чистой прибыли	9,1%	6,4%	

Финансовые показатели, млн руб.	4К 2016	4К 2017	+/-
Выручка:	81 287	84 641	4,1%
Мобильные сервисы	65 871	67 602	2,6%
Фиксированные сервисы	6 988	9 111	30,4%
Продажи оборудования и аксессуаров	8 428	7 928	-5,9%
Скорр.ОИВДА	29 053	28 865	-0,6%
Рентабельность по скорр.ОИВДА	35,7%	34,1%	
Скорр. Чистая прибыль	6 479	3 037	-53,1%
Рентабельность по скорр.чистой прибыли	8,0%	3,6%	

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура капитала компании



Источник: данные компании

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

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 2018 г.



- OIBDA, благодаря росту тарифов, также прекратила снижение и прибавила 0,6% г/г составив 122 млрд руб. Сильное негативное воздействие на показатель OIBDA оказало увеличение расходов на персонал, которые прибавили 11,8% г/г.
- Чистая прибыль уменьшилась до 20,7 млрд руб., Значительное влияние на размер чистой прибыли также оказали потери от изменения валютных курсов в размере 4,4 млрд руб. и существенные процентные расходы.
- Капитальные затраты сократились до 55,9 млрд руб., однако менеджмент заявил, что данный уровень является слишком низким для обеспечения возобновления сети и строительства новых базовых станций, а также для получения лидерства в будущем. На фоне роста расходов и уменьшения чистой прибыли соотношение Чистый долг/OIBDA достигло значения 1,92x, что является верхней границей комфортной долговой нагрузки для компании, при которой можно выплачивать дивиденды.
- Мегафон продолжил вводить наибольшее количество базовых станций 4G LTE среди операторов «большой четверки». На 1 декабря 2017 года введено более 27 тыс. единиц.

Пересмотр прогнозов

- Прогнозы компании на 2018 год включают сервисную выручку на уровне 2017 года, либо небольшой рост, OIBDA на уровне 2017 года и капитальные затраты в 75-80 млрд руб. в зависимости от изменения валютного курса.
- В 2018 году совет директоров не рекомендовал выплачивать дивиденды. Подобное решение обусловлено высокой задолженностью, ожиданием значительного роста капитальных затрат и желанием совета директоров обеспечить большую мобильность менеджменту в принятии решений. Прогноз капитальных затрат состоит из 65 млрд руб. на возобновление и строительство сетей, 7-8 млрд руб. на реализацию предписаний по «закону Яровой» и дополнительные расходы, в том числе, на осуществление проектов в рамках программы «Цифровая экономика».
- Мы закладываем рост в 2018 году суммарной выручки телеком сегмента на 1,6% г/г до 327 млрд руб. При этом выручка от трафика данных должна вырасти до 95,1 млрд руб., что эквивалентно 6% г/г. Рост мобильной выручки будет обусловлен ростом ARPU, главным образом за счет большего потребления трафика данных.

Сравнение прогнозов основных финансовых показателей на 2018 год

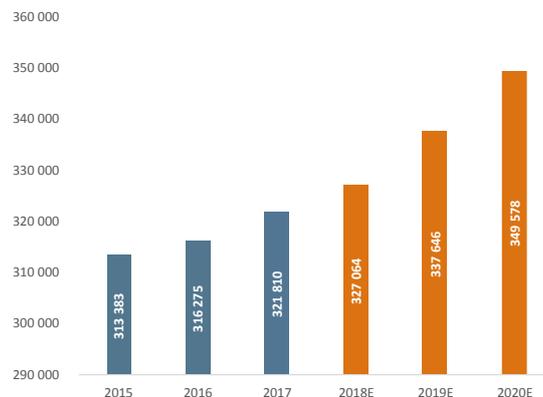
Финансовые показатели, млн руб.	2018 Пред.	2018 Тек.	+/-
Выручка:	327 604	327 064	-0,2%
Мобильные сервисы	271 089	266 733	-1,6%
Фиксированные сервисы	28 923	30 197	4,4%
Продажи оборудования и аксессуаров	27 593	30 134	9,2%
Скorr.OIBDA	125 923	121 989	-3,1%
Рентабельность по скorr.OIBDA	38,3%	37,3%	
Скorr. Чистая прибыль	26 504	17 803	-32,8%
Рентабельность по скorr.чистой прибыли	8,1%	5,4%	

Динамика абонентской базы (млн чел.) и средней выручки на абонента (руб.)



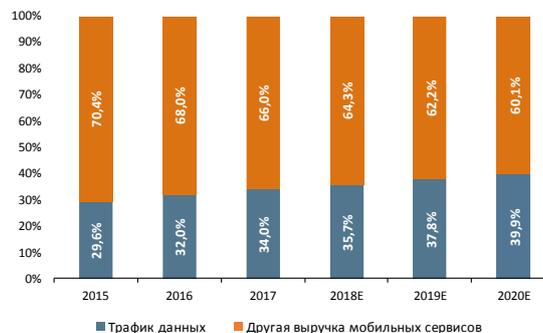
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика суммарной выручки, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура мобильной выручки, %



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Абонентская база в России может временно прирасти при проведении ЧМ по футболу, но, скорее всего, останется на уровне 75,5 млн абонентов по итогам года. Фокус в работе с абонентами был смещен в сторону увеличения «продолжительности жизни» в сети и постепенного роста ARPU. Выручка от продажи оборудования скорее всего продолжит прирастать на фоне роста продаж смартфонов в России, но рост замедлится по сравнению с прошлым годом в силу сокращения числа монобрендовых салонов Мегафона. Мы закладываем выручку от продажи оборудования и аксессуаров на уровне 30,1 млрд руб.

Компания сообщила, что ожидает роста себестоимости выручки в 2018 году. Мы полагаем, что себестоимость выручки составит 100,1 млрд руб. По нашим оценкам операционные расходы также прирастут и составят 105 млрд руб. Рост затрат нивелирует рост показателя OIBDA, который составит по итогам года 122 млрд руб.

Капитальные затраты, согласно нашему обновленному прогнозу, не опустятся ниже 72 млрд руб. в ближайшие несколько лет, в том числе в силу затрат на закон о хранении данных в размере 7 млрд руб. в год. Мы ожидаем капитальные затраты в 2018 году на уровне 76,2 млрд руб.

Мы закладываем постепенное снижение долговой нагрузки до более комфортного уровня. Тем не менее, значительные инвестиции не позволят долгу опуститься ниже 1,8x по показателю Чистый долг/OIBDA в ближайшие пару лет.

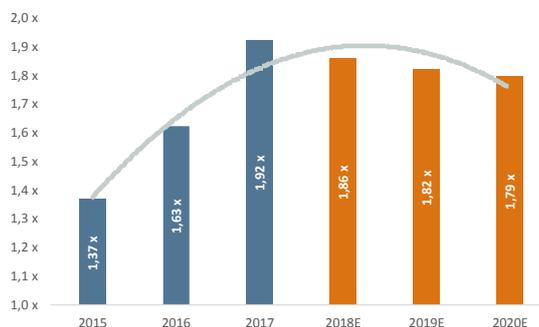
Трансформация компании продолжается и 2018 год должен стать отправной точкой для будущих изменений структуры бизнеса и дальнейшего развития. Высокий уровень затрат и плавный переход к росту тарифов станут следствием консервативных финансовых показателей в текущем году. **Принимая во внимание нацеленность компании на инвестиции в ближайшее время и уровень капитальных затрат выше наших прежних прогнозов, мы понижаем оценку справедливой цены акций Мегафона до 591 руб. за бумагу, но подтверждаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» учитывая долгосрочный потенциал компании.**

Динамика OIBDA, млн руб.



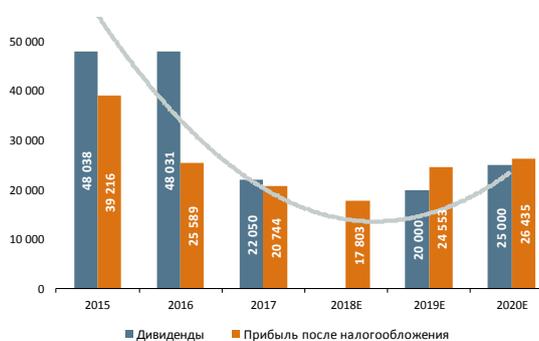
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика показателя Чистый долг/OIBDA



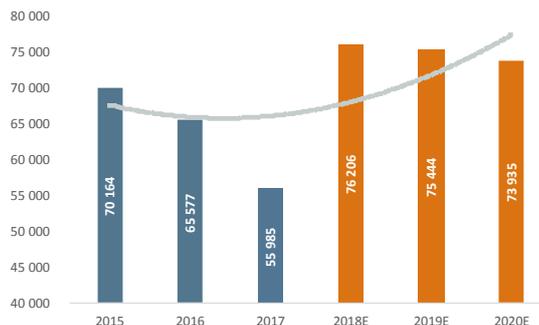
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика дивидендных выплат и прибыли после налогообложения, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Изменение капитальных затрат, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовая модель Мегафона

Отчет о прибылях и убытках, млн RUB	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Выручка	321 810	327 064	337 646	349 578
Операционные расходы	(96 284)	(100 145)	(103 386)	(107 039)
OIBDA	121 850	121 989	128 029	134 956
Амортизация и корректировки	(63 837)	(71 057)	(69 016)	(73 088)
ЕБИТ	58 013	50 931	59 013	61 867
Прочие доходы/расходы	(30 563)	(27 506)	(26 707)	(27 084)
Прибыль до налогообложения	27 450	23 425	32 306	34 783
Налог на прибыль	(6 706)	(5 622)	(7 753)	(8 348)
Доля миноритариев	(225)	0	0	0
Чистая прибыль	20 519	17 803	24 553	26 435

Баланс, млн RUB	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Внеоборотные активы	399 423	412 308	426 472	435 055
Основные средства и НМА	289 564	302 449	316 613	325 196
Прочие внеоборотные активы	109 859	109 859	109 859	109 859
Оборотные активы	75 086	82 844	66 504	64 892
Оборотные активы	29 998	30 876	32 219	33 738
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	24 312	24 312	24 312	24 312
Денежные средства и	20 776	27 656	9 972	6 842
Итого активы	474 509	495 152	492 976	499 947
Средства акционеров	109 966	127 769	132 322	133 757
Акционерный капитал	109 914	127 717	132 270	133 705
Доля миноритариев	52	52	52	52
Долгосрочные обязательства	244 367	244 222	237 632	240 741
Долгосрочные кредиты и займы	212 097	211 952	205 362	208 471
Прочие долгосрочные	32 270	32 270	32 270	32 270
Краткосрочные обязательства	120 460	123 445	123 306	125 733
Краткосрочные займы	52 012	51 976	50 360	51 123
Оборотные обязательства	68 448	71 469	72 945	74 610
Итого обязательства и средства акционеров	474 793	495 436	493 260	500 231

Движение денежных средств, млн RUB	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Основная деятельность	115 021	80 285	82 184	88 530
Прибыль до налогов и фин. расходов	27 450	23 425	32 306	34 783
Амортизация	63 353	34 639	32 598	36 670
Изменение оборотного капитала	344	2 143	133	146
Прочее	23 874	20 078	17 148	16 930
Инвестиционная деятельность	(101 383)	(47 524)	(46 762)	(45 253)
Приобретение внеоборотных активов	(57 366)	(47 524)	(46 762)	(45 253)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	282	0	0	0
Прочее	(44 299)	0	0	0
Финансовая деятельность	(23 216)	(25 881)	(53 107)	(46 407)
Изменение долга	23 614	(181)	(8 205)	3 871
ДП от прекращенных операций	(22 050)	0	(20 000)	(25 000)
Выплата дивидендов	(24 780)	(25 700)	(24 901)	(25 278)
Прочее	(9 578)	6 880	(17 684)	(3 130)

WACC, %	
Безрисковая ставка	7,1
Налоговая ставка	20,0
Стоимость СК	13,1
Beta leveraged	0,84
Стоимость долга	8,3
Доля СК	54
Доля долга	46
WACC, %	10,2

Свободный денежный поток	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
ЕБИТ	58 013	50 931	59 013	61 867
1-ставка налога	76%	76%	76%	76%
Изменение ОК	344	2 143	133	146
Амортизация ОС	55 282	62 502	60 461	64 533
Кап. затраты	55 985	76 206	75 444	73 935
Свободный денежный поток	43 043	22 861	29 734	37 472

Оценка стоимости акций, млн \$	
Рост в ПП период, %	2,0%
Сумма ДДП (+)	141 361
Терминальная стоимость (+)	455 555
Стоимость бизнеса компании	596 916
Стоимость чистого долга (-)	264 109
Доля миноритарных акционеров (-)	52
Стоимость акционерного капитала	332 755
Справедливая стоимость акций, RUB (12м)	591

Рыночные мультипликаторы, x	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
EV/Sales	1,9	1,8	1,8	1,7
EV/OIBDA	4,9	4,9	4,7	4,4
EV/ЕБИТ	10,3	11,7	10,1	9,6
P/E	16,2	18,7	13,6	12,6
P/BV	3,0	2,6	2,5	2,5
FCF Yield, %	12,9	6,9	8,9	11,3
EPS (per share), RUB	33,10	28,71	39,60	42,64

Коэффициенты	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Рентабельность по OIBDA, %	37,9	37,3	37,9	38,6
Рентабельность по чистой прибыли, %	6,45	5,4	7,3	9,6
Кап. затраты / выручка, %	17,0	23,0	22,0	21,0
ROE, %	17,5	15,0	18,9	19,9
ROA, %	4,4	3,7	5,0	5,3
Чистый долг/OIBDA, x	1,92	1,86	1,82	1,79
Долг/собственный капитал, x	2,4	2,1	1,9	1,9

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

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 может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

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

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2018 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 на 10% и более.

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

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

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

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

Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Начальник управления фондовых операций
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Зам. начальника управления фондовых операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев
Сейлз Трейдер
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Начальник отдела привлечения клиентов
Александр Сорочкин
ASorochkin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@veles-capital.ru

Ольга Николаева
Долговые рынки
ONikolaeva@veles-capital.ru

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

Александр Сидоров
Нефтегазовый сектор и металлургия
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин
Электроэнергетика
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

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

Cyprus, Nicosia
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64
www.veles-int.com
