

ADR	MBT US
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	\$55,50
Целевая цена	\$80,20 > \$78,80
Потенциал	42%
Свободное обрац.	43%

Капитализация	\$21 277 млн.
Ст-ть предпр.	\$27 514 млн.
ADT (100 дней)	\$72,8 млн.

Цена на 31 марта 2010

Важнейшие показатели

	2008	2009	2010о	2011о
Финансовые показатели (US GAAP), \$ млн.				
Выручка	11 901	9 824	11 952	13 733
ЕБИТДА	5 848	4 474	5 304	6 063
Операц. приб.	3 647	2 548	3 092	3 550
Чистая прибыль	2 000	1 004	1 763	2 022
EPS, \$	5,33	3,84	4,60	5,27
Рентабельность				
по ЕБИТДА	49%	46%	44%	44%
по операц. приб.	31%	26%	26%	26%
по чист. приб.	17%	15%	15%	15%
Коэффициенты				
Цена / выручка	1,8	2,2	1,8	1,5
Ст. предпр./ЕБИТДА	5,4	7,6	5,2	4,5
Цена / прибыль	10,4	14,5	12,1	10,5
Цена / ден. поток	4,2	5,9	5,4	4,5
Рост				
Выручка	44%	-17%	22%	15%
ЕБИТДА	38%	-24%	19%	14%
EPS	2%	-28%	20%	15%

Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
ADR	7,6	17,3	22,0	17,3
По отношению к РТС	-5,3	4,3	-8,3	4,3

Динамика цены акций, \$

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

МТС**Признаков улучшения пока нет**

Мы по-прежнему с оптимизмом оцениваем перспективы МТС и рекомендуем ПОКУПАТЬ акции компании. С учетом представленных результатов за 2009 год и корректировки наших прогнозов мы несколько понизили целевую цену – до \$78,80 за АDR. Впрочем, чтобы акции достигли этого уровня, потребуются более явные признаки улучшения операционной среды и финансовых показателей – как мы полагаем, это произойдет скорее во втором полугодии.

■ **Тенденции.** Ожидается, что рост будет обусловлен более активным использованием услуг голосовой связи и передачи данных. Руководство МТС в ходе телефонной конференции сказало, что признаков улучшения ситуации пока нет, но они могут появиться в 2П10. Мы все же считаем, что число минут разговора может вырасти в этом году на 8% при условии сохранения стабильных тарифов, а выручка от услуг с высокой добавленной стоимостью будет повышаться в основном за счет увеличения трафика данных и расширения контента темпами, выражающимися двузначным числом. Мы прогнозируем рост выручки от услуг мобильной связи в России в этом году на 12% в рублевом выражении, и ожидаем значительно более высоких темпов роста в целом по группе, чем руководство МТС (5–10%), даже с учетом небольшого понижения наших оценок. Наш прогноз роста выручки на 15% при устойчивом курсе рубля представляется реальным в случае восстановления экономической активности. Новый прогноз рентабельности МТС по ЕБИТДА – 44,4%, т. е. в пределах ориентировочного диапазона, указанного компанией (43–45%), причем прогноз может быть повышен.

■ **Капиталовложения.** Руководство МТС полагает, что отношение капиталовложений к выручке в 2010 году составит 22–24%, и половина этой суммы пойдет на развитие сетей третьего поколения и строительство магистральных сетей. Наш прогноз – 23%. Капиталовложения группы (проформа, включая Комстар-ОТС) за 2009 год составили \$2,3 млрд., или 23,7% выручки.

■ **Дивиденды.** Хотя чистая прибыль МТС за 2009 год была ниже, чем ожидалось, мы по-прежнему считаем, что компания выплатит дивиденды. Чистая прибыль ниже прогнозной из-за неденежных статей, как мы и предполагали. Исходя из чистой прибыли (с поправкой на эти однократные статьи) приблизительно в \$1 459 млн., мы полагаем, что МТС выплатит в виде дивидендов \$876 млн., или \$2,20 на АDR, что соответствует 4%-й дивидендной доходности.

■ **Прогнозы.** Мы скорректировали оценки с учетом объявленных результатов за 2009 год и наших новых прогнозов. Целевая цена акций МТС понижена до \$78,80 за АDR, но мы по-прежнему положительно оцениваем их перспективы акций и подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Анна Лепетухина +7 (495) 933 9835
 Anna_Lepetukhina@troika.ru

Евгений Голосной +7 (495) 933 9834
 Evgeny_Golossnoy@troika.ru

Результаты МТС за 4К09 по US GAAP, \$ млн.

	4К08	3К09	4К09о	4К09ф	кв / кв	г / г	ф / о	4К09к'
Чистая операц. выручка	2 418,3	2 267,6	2 721,4	2 718,9		12,4%	-0,1%	2 704,0
Мобильная связь	2 375,3	2 164,8	2 196,5	2 186,9	1,0%	-7,9%	-0,4%	–
Россия**	1 810,2	1 691,6	1 749,8	1 750,7	3,5%	-3,3%	0,0%	–
Украина	341,6	283,3	257,1	263,8	-6,9%	-22,8%	2,6%	–
Прочие	223,5	189,9	189,6	172,4	-9,2%	-22,9%	-9,0%	–
Продажи телефонов	43,0	102,9	113,2	119,5	16,1%	177,8%	5,6%	–
Комстар-ОТС	–	–	411,7	412,5	–	–	–	–
ЕБИТДА	1 162,2	1 062,6	1 180,6	1 193,0	–	–	1,0%	1 173,1
Рентабельность	48,1%	46,9%	43,4%	43,9%	–	–	–	43,4%
Чистая прибыль	145,5	494,4	100,4	(26,1)	–	–	–	–
Рентабельность	6,0%	21,8%	3,7%	-1,0%	–	–	–	–
ARPU								
В России, руб.	258	256	249	248	-2,9%	-3,8%	-0,3%	–
В России, \$	9,47	8,16	8,45	8,43	3,3%	-11,1%	-0,3%	8,30
На Украине, грн.	38,2	40,1	38,8	38,3	-4,5%	0,4%	-1,3%	–
На Украине, \$	6,37	5,13	4,85	4,79	-6,5%	-24,7%	-1,2%	4,90

* Консенсус-прогноз по данным Интерфакса и Reuters.

** Без учета выручки от продаж телефонов, которая представлена отдельно.

Источник: компания, Интерфакс, Reuters, Тройка Диалог

Отчет о прибылях и убытках МТС, \$ млн.

	2008	2009	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о	CAGR 2009–2014о
Выручка	11 901	9 824	11 952	13 733	15 467	17 238	19 149	14%
Мобильная связь								
Россия	7 771	6 319	7 695	8 846	9 886	10 868	11 819	13%
Украина	1 662	1 049	1 035	1 099	1 173	1 255	1 344	5%
Прочие	624	653	1 003	1 270	1 556	1 868	2 272	28%
Проводная связь	1 765	1 486	1 679	1 871	2 138	2 463	2 851	
Продажи мобильных телефонов	79	318	540	648	713	784	863	22%
Скорректированная ЕБИТДА*	5 848	4 474	5 304	6 063	6 848	7 690	8 565	14%
Рентабельность	49,1%	45,5%	44,4%	44,1%	44,3%	44,6%	44,7%	–
Чистая прибыль	2 000	1 004	1 763	2 022	2 402	2 880	3 315	27%
Рентабельность	17%	10%	15%	15%	16%	17%	17%	–
Операционные денежные потоки	5 030	3 596	3 974	4 729	5 598	6 466	7 391	15%
Капиталовложения	2 613	2 328	2 787	2 946	3 093	3 448	3 668	10%
% от выручки	22%	24%	23%	21%	20%	20%	19%	–
Долг	5 368	8 330	6 931	6 220	5 399	4 221	2 750	–
Долг / ЕБИТДА	0,92	1,86	1,31	1,03	0,79	0,55	0,32	–

Примечание. Данные за 2008 и 2009 годы полностью включают результаты Комстар-ОТС

* С поправкой на списания от переоценки оборудования.

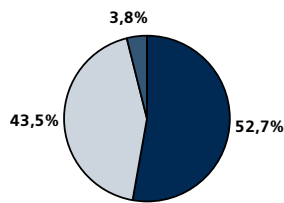
Источник: компания, Тройка Диалог

Оценка МТС по модели ДПДС, \$ млн.

	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о
Свободные денежные потоки	1 187	1 782	2 505	3 019	3 723
Период		1,75	2,76	3,76	4,76
Фактор дисконтирования		0,84	0,75	0,68	0,61
Дисконтированные денежные потоки		1 489	1 888	2 053	2 285
Приведенная ст-ть свободных ден. потоков	8 814				
Терминальные темпы роста		2,0%			
Премия за риск вложения в российские акции					5,0%
Дисконтированная терминальная стоимость		26 459			
Премия за специфический риск компании					1,0%
Стоимость предприятия		39 495			
Стоимость капитала					11,8%
Денежные средства		4 933			
Доля меньшинства		1 303			
Дивиденды		1 146			
Стоимость капитала		30 182			
Расчет средневзвешенной стоимости капитала					
Рыночная капитализация					20 690
Стоимость капитала					11,8%
Доля собственных средств					74,9%
Количество акций					6 931
Долг					6 931
(эквивалент АДР)		383 373 852			25,1%
Доля заемных средств					25,1%
Стоимость долга					8,0%
Целевая цена, \$ / АДР		78,80			
Средневзвешенная стоимость капитала					10,8%

Источник: Тройка Диалог

Структура собственности



■ AFK Система ■ Free float ■ Казначейские акции

Финансовые показатели (US GAAP), \$ млн.

	2008	2009	2010о	2011о	2012о	2013о	2014о
Отчет о прибылях и убытках							
Выручка	11 901	9 824	11 952	13 733	15 467	17 238	19 149
Себест. реализации	(4 768)	(4 182)	(5 236)	(6 114)	(6 802)	(7 511)	(8 336)
Валовая прибыль	7 133	5 641	6 716	7 619	8 665	9 727	10 813
Валовая рентаб.	59,9%	57,4%	56,2%	55,5%	56,0%	56,4%	56,5%
Общ., ком. и админ. расх.	(3 091)	(2 728)	(3 285)	(3 679)	(4 177)	(4 648)	(5 150)
ЕБИТДА	5 798	4 387	5 304	6 063	6 848	7 690	8 565
Скорректированная ЕБИТДА	5 848	4 474	5 304	6 063	6 848	7 690	8 565
Рентабельность по ЕБИТДА	49,1%	45,5%	44,4%	44,1%	44,3%	44,6%	44,7%
Амортизация	(2 151)	(1 840)	(2 211)	(2 513)	(2 800)	(3 099)	(3 442)
Операц. прибыль	3 647	2 548	3 092	3 550	4 048	4 592	5 122
Чист. проц. доход	(163)	(463)	(602)	(616)	(521)	(390)	(240)
Доходы (расх.) по курс. разн.	(566)	(253)	–	–	–	–	–
Доход (убыток) от переоценки	–	(368)	–	–	–	–	–
Проч. доходы (расх.)	11	32	(35)	(41)	(46)	(51)	(56)
Однократные статьи	–	–	–	–	–	–	–
Прибыль до налогообл.	2 930	1 495	2 455	2 893	3 481	4 151	4 826
Налог на прибыль	(743)	(504)	(552)	(701)	(878)	(1 033)	(1 229)
Доля меньшинства	(187)	14	(141)	(170)	(201)	(239)	(283)
Прекращаемая деятельность	–	–	–	–	–	–	–
Чистая прибыль	2 000	1 004	1 763	2 022	2 402	2 880	3 315
Скоррект. чистая прибыль	2 050	1 459	1 763	2 022	2 402	2 880	3 315
Чистая рентаб.	17,2%	14,9%	14,7%	14,7%	15,5%	16,7%	17,3%
Доход на акцию	5,20	2,64	4,60	5,27	6,27	7,51	8,65
Скорректированный доход на акцию	5,33	3,84	4,60	5,27	6,27	7,51	8,65
Балансовый отчет							
Активы							
Ден. ср-ва и их эквив.	1 482	2 740	1 998	1 459	1 482	1 504	1 813
Дебит. задолж-ть	514	613	763	864	969	1 081	1 204
ТМЗ	141	239	231	289	326	362	401
Проч. оборот. активы	886	803	945	1 163	1 297	1 430	1 570
Оборотные активы	3 022	4 395	3 936	3 775	4 074	4 376	4 988
Основные средства	11 695	11 386	9 836	9 678	9 388	9 033	8 509
Активы	14 717	15 781	13 772	13 453	13 462	13 409	13 498
Обязательства							
Краткоср. заимств.	1 696	2 002	1 882	1 730	1 556	1 305	993
Кредит. задолж-ть	1 102	592	1 138	1 305	1 465	1 627	1 801
Проч. текущ. обяз-ва	1 325	1 664	1 454	1 681	1 912	2 157	2 429
Всего текущ. обяз-ва	4 123	4 258	4 474	4 716	4 933	5 089	5 222
Долгоср. заимств.	3 672	6 328	5 049	4 490	3 843	2 915	1 758
Проч. долгоср. обяз-ва	556	710	522	553	591	636	690
Всего долгоср. обяз-ва	4 228	7 037	5 572	5 043	4 433	3 551	2 448
Обязательства	8 352	11 295	10 046	9 759	9 367	8 641	7 670
Доля меньшинства	1 460	1 108	215	213	236	275	336
Собств. ср-ва	4 906	3 377	3 511	3 481	3 859	4 493	5 491
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	14 717	15 781	13 772	13 453	13 462	13 409	13 498
Чистый долг (денежные средства)	3 886	5 589	4 933	4 761	3 917	2 717	937
Отчет о движении денежных средств							
Чистая прибыль	2 000	1 004	1 763	2 022	2 402	2 880	3 315
Доля меньшинства	(187)	14	(141)	(170)	(201)	(239)	(283)
Амортизация	2 151	1 840	2 211	2 513	2 800	3 099	3 442
Изм. оборот. капит.	257	(285)	(109)	(8)	82	84	91
Изм. прочих активов	621	1 037	109	202	315	404	543
Ден. потоки от осн. деят-ти	5 030	3 596	3 974	4 729	5 598	6 466	7 391
Расх. на воспр. осн. фондов	(2 613)	(2 328)	(2 787)	(2 946)	(3 093)	(3 448)	(3 668)
Расх. на развитие бизнеса	–	–	–	–	–	–	–
Прочие инвестиции	(95)	(56)	(602)	–	–	–	–
Ден. потоки от инвест. деят.	(2 708)	(2 385)	(3 389)	(2 946)	(3 093)	(3 448)	(3 668)
Изменение долга	722	2 743	(280)	(559)	(647)	(926)	(1 158)
Дивиденды	(1 145)	(1 262)	(876)	(1 146)	(1 314)	(1 681)	(2 016)
Выпуск (выкуп) акций	(1 051)	–	–	–	–	–	–
Прочие статьи	(205)	(1 333)	–	–	–	–	–
Ден. потоки от фин. деят.	(1 679)	148	(1 156)	(1 704)	(1 961)	(2 608)	(3 174)
Влияние курсовых разниц	(342)	42	–	–	–	–	–
Чист. изм. ден. ср-в	301	1 401	(571)	78	544	411	549
Коэффициенты							
Цена / прибыль	10,4	14,5	12,1	10,5	8,9	7,4	6,4
Стоимость предприятия / ЕБИТДА	5,4	7,6	5,2	4,5	3,9	3,3	–
Цена / капитал	4,3	6,3	6,1	6,1	5,5	4,7	3,9
Доход на капитал	41,8%	43,2%	50,2%	58,1%	62,2%	64,1%	60,4%
Доход на вложенный капитал	16,4%	9,0%	12,2%	15,7%	21,2%	28,8%	36,6%
Дивиденды на акцию	3,20	2,20	2,87	3,30	4,22	5,06	5,82
Дивидендная доходность	5,8%	4,0%	5,2%	5,9%	7,6%	9,1%	10,5%
Цена / выручка	1,8	2,2	1,8	1,5	1,4	1,2	1,1
Цена / денежные потоки	4,2	5,9	5,4	4,5	3,8	3,3	2,9
Рост выручки	44%	-17%	22%	15%	13%	11%	11%
Рост ЕБИТДА	38%	-24%	19%	14%	13%	12%	11%
Рост дохода на акцию	2%	-28%	20%	15%	19%	20%	15%

Источник: компания, Тройка Диалог

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащие здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не предоставляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.