

МегаФон продолжает расти за счет data-сегмента

12 марта 2015



МегаФон опубликовал результаты 2014 года, которые выглядят неплохо в операционном плане, однако девальвация рубля привела к убыткам по курсовым разницам и снижению чистой прибыли.

Рентабельность OIBDA сократилась из-за увеличения в общей выручке доходов от низкомаржинальных сегментов продажи устройств и фиксированной связи. Между тем, как раз продажи смартфонов способствуют росту потребления трафика и ведут к росту доходов от передачи данных; сегмент передачи данных продолжает впечатлять высоким темпом роста выручки.

Опубликованные результаты по выручке и OIBDA совпали с данным руководством таргетом на 2014 год, а также уложились в рамки нашего прогноза. Оцениваем отчетность нейтрально. Однако не очень позитивный прогноз руководства на 2015 год (выручка на уровне 2014 года и маржа OIBDA в районе 40%) и заявления о том, что год будет непростым, вызвали вчера распродажи в бумаге.

2015 год непростым будет для всех сотовых операторов, однако, на наш взгляд, МегаФон выглядит привлекательнее конкурентов, почти 100% выручки получая от осуществления деятельности в России. Сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ бумагу, при этом понижаем цель по акциям на конец 2015 года до 1122 рублей, цель по ГДР составляет \$18,70.

Инвестиционные факторы

- ✓ Таргет руководства по выручке и рентабельности по итогам года был достигнут;
- ✓ Сегмент передачи данных продолжает демонстрировать высокие темпы роста;
- ✓ 99% выручки МегаФон получает от деятельности в РФ и, соответственно, менее подвержен рискам, в отличие от МТС и Вымпелкома, имеющих активы в Украине.

Факторы риска

- * Руководство дает осторожный прогноз на 2015 год в связи с неопределенностью в экономике и слабым рублем;
- * Рост в выручке доли низкомаржинальных сегментов фиксированных услуг связи и продажи оборудования, что оказывает давление на рентабельность по OIBDA;
- * Девальвация рубля ведет к росту долговой нагрузки и убыткам по курсовым разницам.

ПОКУПАТЬ

	АО	GDR
Тикер	MFON	MFON LI
Текущая цена, руб/USD	941,0	15,55
Целевая цена, руб/USD	1 122,0	18,70
Потенциал роста	19,2%	20,3%

Рыночная капитализация

Рыночная капитализация, млн. USD	9 641
Количество АО, млн. шт.	620
Free float	13,46%
Чистый долг, млн. руб.	136 175
Чистый долг/OIBDA	0,98

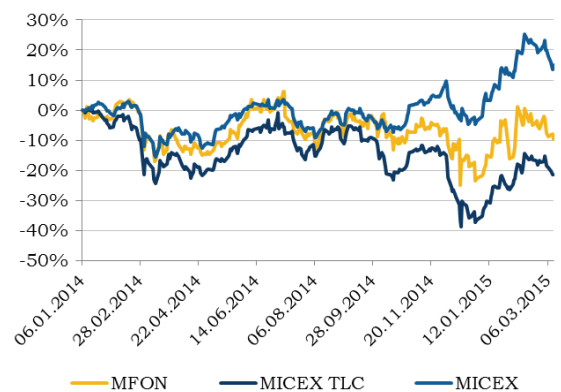
Основные показатели

	2013	2014	2015F
Выручка, млн. руб.	297 229	314 795	318 692
OIBDA, млн. руб.	132 592	138 520	132 615
Рентабельность по OIBDA, %	44,6%	44,0%	41,6%
Чистая прибыль, млн. руб.	51 608	36 726	50 288
Чистая рентабельность, %	17,4%	11,7%	15,8%

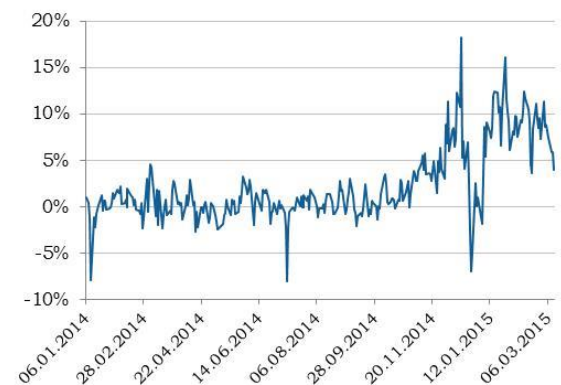
Рыночные мультипликаторы

	2013	2014	2015F
P/E	11,3	15,9	11,60
P/S	2,0	1,9	1,8
EV/EBITDA	5,4	5,2	5,4

Динамика торгов на ММВБ



Дисконт ГДР к акциям



Источник: данные Bloomberg, расчеты UFS IC



МегаФон опубликовал финансовые результаты за 2014 год. Консолидированная выручка оператора выросла на 5,9% в сравнении с показателем 2013 года, доходы МегаФона в России увеличились на 5,7%. Общая абонентская база оператора составила на конец года 72,2 млн человек (+3% г/г). Таргет руководства по росту выручки в 2014 году составлял 6-8%, ближе к нижней границе, то есть компания достигла намеченной цели.

По-прежнему впечатляющий темп роста демонстрирует сегмент передачи данных, которому МегаФон уделяет особое внимание, сохраняя свое лидерство на рынке. Доходы сегмента выросли за год на 33,2% за счет увеличения числа пользователей услугами, а также роста показателя ARPDU; средняя величина потребляемого абонентом трафика (DSU) выросла по итогам года на 64% за счет высоких продаж устройств, поддерживающих передачу данных, а также благодаря активным маркетинговым кампаниям оператора. Продолжает увеличиваться число пользователей передачи данных в структуре общей абонентской базы, достигнув 40% в 2014 году. Мы ожидаем дальнейшего роста этой доли в 2015 году.

Сегмент фиксированных услуг связи неожиданно для нас показал хороший рост выручки: на 19,2% в 2014 году. Сегмент продажи оборудования и аксессуаров принес на 27,6% доходов больше, чем годом ранее (рост продаж смартфонов способствует большему потреблению трафика и ведет к росту доходов от передачи данных). Однако за счет увеличения этих низкомаржинальных сегментов в разрезе консолидированной выручки МегаФона, общая маржа OIBDA сократилась в 2014 году до 44,0% с (44,6% в 2013 году), что, впрочем, уложилось в данный руководством прогноз по показателю (не менее 44%). Сам показатель OIBDA вырос на 4,5% по итогам прошедшего года. Рентабельность российского бизнеса также снизилась в 2014 году. Снижение показателя OIBDA связано также и с увеличением расходов оператора на обслуживание сети в связи с ее расширением (в связи с приобретением «Скартела»).

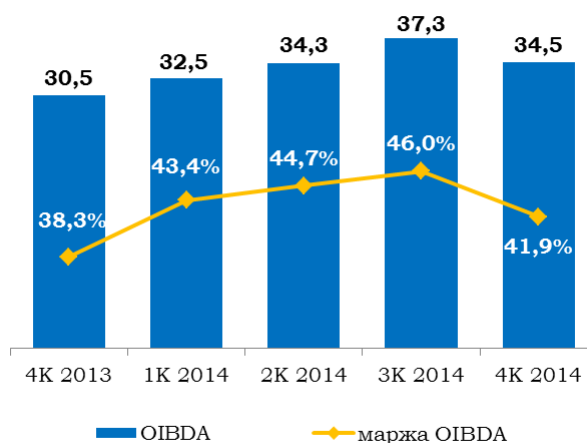
На величину чистой прибыли, которая вышла ниже нашего прогноза, оказали влияние убытки по курсовым разницам от переоценки финансовых активов и обязательств, номинированных в иностранных валютах. В 2014 году величина этих убытков составила 16,884 млрд рублей, что значительно выше, чем годом ранее (2,914 млрд рублей). Девальвация рубля привела также и к росту долговой нагрузки МегаФона, так как 38% долговых обязательств компании выражено в валюте.

Компания может выплачивать дивиденды как ориентируясь на величину чистой прибыли, так и не показатель свободного денежного потока. Оба показателя сократились в годовом сопоставлении; однако вчера менеджмент не стал давать никаких комментариев относительно величины дивиденда, т.к. этот вопрос будет решаться на Совете директоров в апреле. Согласно нашим ожиданиям, годовой дивиденд может составить 62 рубля на акцию.

В 2015 году МегаФон ожидает увидеть выручку на уровне показателя 2014 года, рентабельность по OIBDA – не менее 40%. Величина CAPEX прогнозируется на таком уровне, чтоб за 2013-2015 гг. общий уровень капзатрат составил 165-180 млрд рублей. За 2013 и 2014 год сумма капвложений достигла 103,6 млрд рублей. Более точный прогноз по CAPEX менеджмент не дает, объясняя это неопределенностью в экономике и изменением курса рубля.

В целом результаты вышли в рамках наших ожиданий, саму отчетность мы оцениваем нейтрально. Однако не очень позитивный прогноз руководства на 2015 год (в плане

Динамика показателя OIBDA



Источник: данные компании



выручки и маржи OIBDA) и заявления о том, что год будет непростым, вызвали распродажи в бумаге: расписки оператора в Лондоне вчера упали на 7%, акции МегаФона на ММВБ подешевели на 5%.

По рыночным мультипликаторам МегаФон по-прежнему торгуется дешевле аналогов с развивающихся рынков, однако этот дисконт оправдан (по крайней мере, менее высокими темпами роста бизнеса). Премия, с которой МегаФон торгуется к российским аналогам, сохраняется (около 50% по показателю P/S), тоже кажется нам оправданной. МегаФон выглядит привлекательнее конкурентов, почти 100% выручки получая от осуществления деятельности в России.

Мы сохраняем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** бумагу, однако пересмотрели модель по бумаге и понижаем оценку справедливого уровня по акциям МегаФона на конец 2015 года до **1122 рублей**, цель по ГДР также пересмотрена – до **\$18,7** за бумагу.

Финансовые результаты Мегафона по МСФО по итогам 2014 года

млн. руб.	2013	3К14	4К14	2014	YoY	QoQ	2014F	Δ, %
Выручка	297 229	81 066	82 187	314 795	5,9%	1,4%	311 773	1,0%
Россия	293 920	79 997	81 016	310 816	5,7%	1,3%		
Доля в выручке, %	98,9%	98,7%	98,6%	98,7%				
Мобильный бизнес	257 193	68 663	67 542	265 508	3,2%	-1,6%		
Передача данных	49 683	17 121	17 245	66 181	33,2%	0,7%		
Фиксированный бизнес	18 609	5 180	6 327	22 184	19,2%	22,1%		
Продажа оборудования и аксессуаров	18 118	6 154	7 147	23 124	27,6%	16,1%		
Прочее	3 309	1 069	1 171	3 979	20,2%	9,5%		
OIBDA	132 592	37 263	34 456	138 520	4,5%	-7,5%	137 946	0,4%
Рентабельность по OIBDA, %	44,6%	46,0%	41,9%	44,0%			44,2%	
Россия	132 386	37 141	34 506	138 188	4,4%	-7,1%		
Рентабельность по OIBDA, %	45,0%	46,4%	42,6%	44,5%				
Число абонентов, тыс. чел. (Россия)	68 129	69 073	69 747		2,4%	1,0%		
Пользователи услуг передачи данных	25 224	26 849	27 730		9,9%	3,3%		
доля в общей абонентской базе, %	37,0%	38,9%	39,8%					
ARPU, руб.	326	334	324	321	-1,5%	-3,0%		
MOU, мин.	344	337	343	334	-2,9%	1,8%		
ARPDU, руб.	181	213	210	209	15,5%	-1,4%		
DSU, Мбайт	1 586	2 529	2 959	2 603	64,1%	17,0%		
Чистая прибыль (акционерам компании)	51 608	12 792	2 820	36 726	-28,8%	-78,0%	45 781	-19,8%
Чистая рентабельность, %	17,4%	15,8%	3,4%	11,7%			14,7%	
Россия	53 247	13 297	3 500	38 679	-27,4%	-73,7%		
Чистая рентабельность, %	18,1%	16,6%	4,3%	12,4%				
Капитальные вложения	47 144	14 268	20 455	56 472	19,8%	43,4%		
CAPEX/выручка	15,9%	17,6%	24,9%	17,9%				
Свободный денежный поток	82 293	25 415	17 187	70 197	-14,7%	-32,4%		
Чистый долг	103 235	140 283		136 175	31,9%	-2,9%		
Чистый долг/OIBDA	0,78	1,04		0,98				

Источник: данные компании, расчеты и прогнозы UFS IC



МегаФон на фоне аналогов с развивающихся рынков

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2013	2014	2015F	2013	2014	2015F	2013	2014	2015F	
America Movil	6,24	5,98	5,76	1,31	1,23	1,17	13,71	14,62	12,46	1,80
Bharti Tele-Ventures	8,04	7,18	6,33	1,71	1,60	1,47	53,69	47,96	26,20	1,81
China Mobile	4,87	5,17	4,89	2,71	2,61	2,47	12,87	14,88	14,56	-1,87
MTN Group	7,14	6,24	6,26	2,96	2,72	2,67	16,30	14,79	14,57	0,13
Global Telecom	3,39	3,66	3,62	0,76	0,78	0,77	-	-	12,15	2,03
Tim Participacoes	5,54	5,26	5,07	-	-	-	12,52	11,96	11,06	0,24
Total Access	7,70	7,00	6,64	2,07	2,20	2,13	17,07	16,84	16,90	0,89
Turkcell	6,05	5,77	5,35	2,39	2,27	2,12	11,73	12,64	11,12	-1,45
Мегафон	5,43	5,19	5,43	1,96	1,85	1,83	11,30	15,89	11,60	0,98
Среднее	6,12	5,78	5,49	1,99	1,91	1,83	19,70	19,10	14,88	0,56
Справедливая стоимость, руб.	1 061,6	1 047,4	951,6	952,5	972,2	940,1	1 639,8	1 131,3	1 206,6	
Потенциал	12,8%	11,3%	1,1%	1,2%	3,3%	-0,1%	74,3%	20,2%	28,2%	

МегаФон на фоне аналогов с развитых рынков

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2013	2014	2015F	2013	2014	2015F	2013	2014	2015F	
AT&T	5,91	5,95	5,86	1,32	1,29	1,27	13,22	13,03	12,92	2,45
Mobistar	5,05	5,97	6,01	0,74	0,88	0,89	12,57	23,37	23,14	0,92
Tele2	8,38	8,43	8,39	1,37	1,60	1,53	29,30	18,97	19,10	1,27
Telefonica S.A.	6,35	7,41	6,98	1,07	1,19	1,13	13,11	14,49	15,56	2,98
Verizon	7,15	6,82	6,65	1,64	1,56	1,50	16,84	14,05	12,99	2,83
Vodafone	6,21	6,30	6,86	1,29	1,31	1,35	7,59	16,71	36,56	2,20
TeliaSonera	8,42	8,54	8,40	2,20	2,22	2,15	12,07	13,36	12,94	1,74
Telenor	8,10	7,27	6,93	2,19	2,10	1,93	14,94	19,75	15,37	1,14
Мегафон	5,43	5,19	5,43	1,96	1,85	1,83	11,30	15,89	11,60	0,98
Среднее	6,95	7,09	7,01	1,48	1,52	1,47	14,95	16,72	18,57	1,97
Справедливая стоимость, руб.	1 204,2	1 283,7	1 215,6	708,3	770,8	754,9	1 244,7	990,3	1 506,4	
Потенциал	28,0%	36,4%	29,2%	-24,7%	-18,1%	-19,8%	32,3%	5,2%	60,1%	

МегаФон на фоне отечественных аналогов

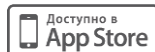
	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2013	2014	2015F	2013	2014	2015F	2013	2014	2015F	
МТС	3,83	3,71	3,71	1,64	1,26	1,24	8,54	8,12	9,14	0,79
Вымпелком	3,07	3,62	4,54	0,42	0,49	0,60	5,23	11,65	10,94	2,92
Ростелеком	3,72	4,36	4,27	0,87	0,78	0,78	9,30	8,97	10,24	1,77
Мегафон	5,43	5,19	5,43	1,96	1,85	1,83	11,30	15,89	11,60	0,98
Среднее	3,54	3,90	4,18	0,98	0,84	0,87	7,69	9,58	10,11	1,77
Справедливая стоимость, руб.	613,0	705,7	724,1	468,5	428,5	449,5	640,2	567,3	819,8	
Потенциал	-34,9%	-25,0%	-23,0%	-50,2%	-54,5%	-52,2%	-32,0%	-39,7%	-12,9%	

Источник: данные Bloomberg, расчеты и прогнозы UFS IC

Предыдущий специальный комментарий по эмитенту:

[МегаФон успешно завершил третий квартал](#)

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, [перейдя по ссылке](#) или



Департамент Аналитики

Тел. +7 (495) 781 02 02

Департамент торговли и продаж

Тел. +7 (495) 781 73 03

**Взаимодействие с клиентами,
формирование портфелей,
применение торговых идей**

Тел. +7(495) 781-73-02

Тел. +7(495) 781-73-00

- Победитель конкурса прогнозов Thomson Reuters Trading Russia
- В TOP-3 рейтинга BARR - Ранг абсолютного дохода Bloomberg
- Дважды лауреат премии Cbonds Awards – «Самая читаемая аналитика на рынке облигаций» (2014), «Прорыв года в аналитике», «Лучший аналитик на рынке Fixed Income» (2013)
- Рейтинг A (AK&M)
- Дважды лауреат премии «Investor Awards» (РЦБ)
- Золотой диплом «За информационную открытость»(Финансовый пресс-клуб)
- «Золотой стандарт индустрии Wealth Management» (Spear's Awards)
- Лауреат Национальной премии «Финансовый Олимп 2012»(РБК)
- Лучший облигационный фонд (доходность/Индекс Сортино) (Spear's)



Мария Исаева
mvi@ufs-federation.com



Дмитрий Рожков
rdv@ufs-federation.com



Анна Желобкова
avz@ufs-federation.com

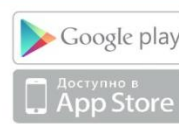
Всегда для Вас “живой” сайт: он-лайн консультант на нашем сайте www.ufs-federation.com



Подписка
на аналитику



Каждый вторник в 19:00
«Мандариновое настроение»



Скачивайте
мобильное
приложение UFS

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

