

Мусиенко Ростислав

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

## МТС

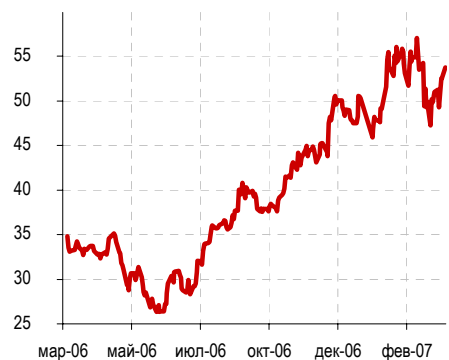
### Самый сильный 4 квартал в истории компании

- Мы позитивно оцениваем результаты МТС четвертого квартала и всего 2006 года. Выручка в четвертом квартале оказалась немного ниже наших ожиданий, в то время как OIBDA превзошла прогноз почти на 4%. Таким образом, рентабельность по OIBDA в четвертом квартале составила 51,9% вместо ожидаемых нами 49%. Руководству МТС по итогам 2006 года удалось превысить свой целевой уровень рентабельности OIBDA в 50%, тогда как еще во втором квартале эта цифра казалась недостижимой
- Чистая прибыль в четвертом квартале ниже нашего ориентира в силу того, что в нашем прогнозе не отражено списание \$150 млн., потраченных на покупку киргизского Битела. С учетом этих списаний результаты МТС превзошли наш прогноз
- Что касается дохода с абонента (ARPU) то по России этот показатель превзошел наши ожидания (\$8,5 против \$8,3). Однако на Украине ARPU упал сильнее, чем мы прогнозировали (\$7,2 против \$8). Поскольку украинский рынок по степени развития отстает от российского, то стабилизацию ARPU и некоторый рост этого показателя там можно ожидать во второй половине текущего года
- Нас смущает тот факт, что достигнув в традиционно самом слабом четвертом квартале рентабельности OIBDA в 51,9%, руководство МТС не меняет своего прогноза маржи OIBDA на весь 2007 год в 50%. На наш взгляд, при прочих равных условиях, по итогам текущего года рентабельность может оказаться выше
- В нашей модели мы исходили из консервативных соображений и размер ежегодных инвестиций заложен на уровне \$1,6-1,7 млрд. Если сумма капзатрат окажется ближе к прогнозу Леонида Меламеда, то это повлияет на нашу оценку компании в сторону повышения
- По итогам финансовых результатов МТС за 2006 год мы незначительно изменили нашу модель оценки, что привело к повышению целевой стоимости с \$67,15 до \$68,2 за ADR. Рекомендация остается неизменной – «покупать».

#### Основные данные

Код NYSE	MBT
Цена ADR \$	53.61
Капитализация млн. \$	21 372
EV млн. \$	24 175
Целевая цена \$	68.2
Потенциал %	27%
Рекомендация	Покупать

#### Динамика акций



#### Финансы и прогнозы

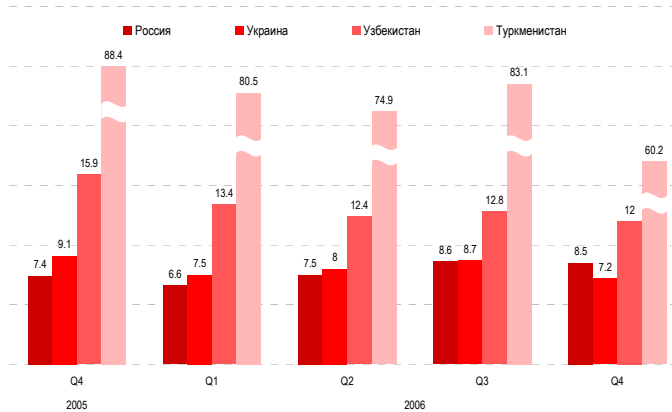
в млн. \$	2005	2006	2007П
Выручка	5 011	6 384	7 609
ЕБИТДА	2 539	3 230	3 895
Прибыль	1 126	1 246	1 782
EV/ЕБИТДА	9.5	7.5	6.2
EV/S	4.8	3.8	3.2
P/E	19.0	17.2	12.0
Рентабельность			
По ЕБИТДА	50.7%	50.6%	51.2%
Чистая	22.5%	19.5%	23.4%

#### Акционеры

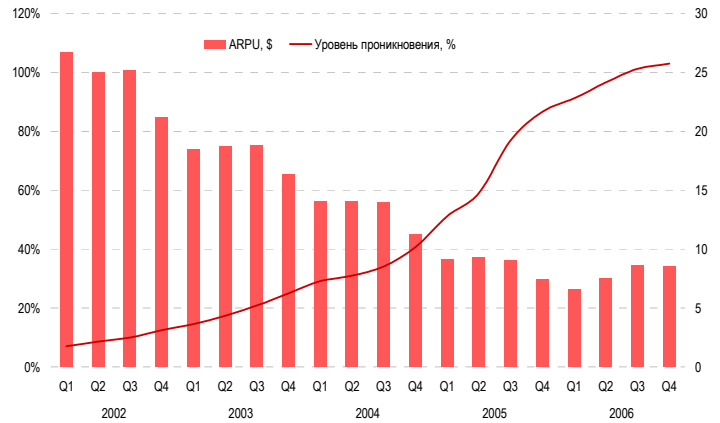
	Доля%
АФК Система	52.8%
Казначейские акции	0.5%
Прочие	46.7%

Пожалуй, наиболее позитивным моментом в результатах МТС за четвертый квартал является высокий уровень ARPU. В период с 2002 по 2005 года среднемесячный доход с абонента МТС в четвертом квартале снижался по сравнению с предыдущим кварталом в среднем на 17%. В прошлом году впервые этот показатель снизился лишь на 1,2%. Кроме этого прошлый год стал первым, когда выручка за четвертый квартал выросла по сравнению с третьим.

### Динамика ARPU МТС, \$



### Уровень проникновения и ARPU МТС в России

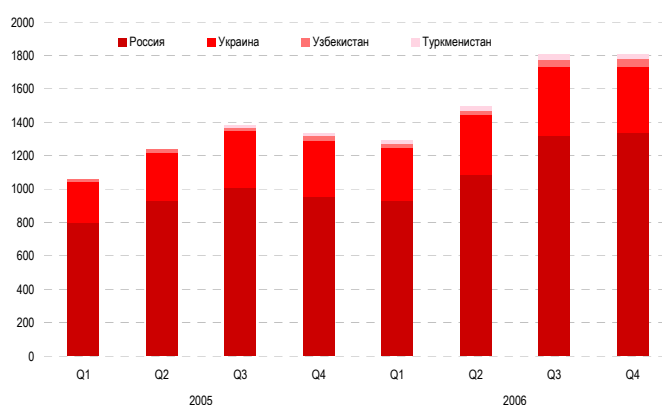


Источник: МТС

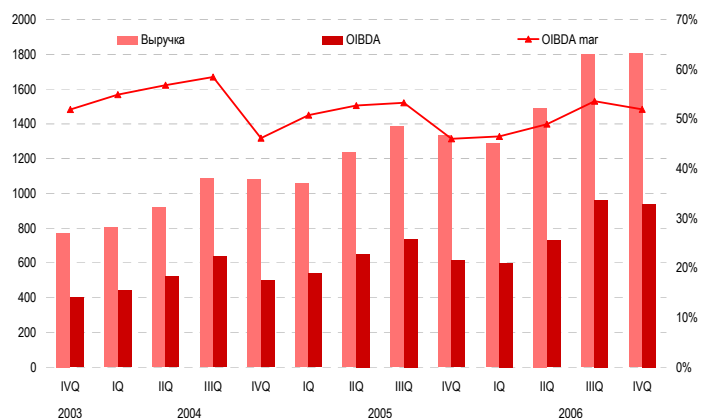
Положительную динамику показателей четвертого квартала обеспечил бизнес МТС в России. Российский рынок мобильной связи в прошлом году перешагнул через порог уровня проникновения в 100% и перешел от стадии погони за абонентами к более сбалансированному развитию.

Мы считаем, что вслед за Россией по мере роста уровня проникновения, рост ARPU будет наблюдаться и на остальных рынках, где присутствует МТС. На Украине этот этап может начаться уже во второй половине текущего года. Что касается Узбекистана и особенно Туркменистана, то на этих рынках потенциал падения доходов с абонента еще велик.

### Распределение доходов МТС по странам, \$ млн.



### Динамика финансовых показателей МТС,



Источник: МТС

С каждым годом рентабельность OIBDA в четвертом квартале снижалась все меньше, и в прошлом году этот показатель оказался не на много ниже третьего квартала и превзошел уровни первых двух кварталов. В ближайшие годы колебание рентабельности OIBDA должно уменьшиться и этот показатель будет изменяться в диапазоне 49,5%-52%.

**Результаты МТС за четвертый квартал 2006 по US GAAP, \$ млн.**

	Q4 2005	Q3 2006	Q4 2006		Y-to-Y	Q-to-Q	отклонение
			Факт	Прогноз			
Выручка	1 332.7	1 797.7	1 805.9	1 845.9	35.5%	0.5%	-2.2%
OIBDA	613.1	962.8	937.9	903.6	53.0%	-2.6%	3.8%
Рентабельность по OIBDA	46.0%	53.6%	51.9%	49.0%			
Чистая прибыль	242.6	486.3	280.3	358.2	15.5%	-42.4%	-21.7%
Скорр. чистая прибыль			280.3	248.7			12.7%

Источник: МТС, оценки Банка Москвы

Так и не получив контроль над киргизским оператором Бител, МТС списала в четвертом квартале \$150 млн., потраченные на покупку этой компании. Это единоразовое списание негативно отразилось на чистой прибыли в четвертом квартале. Однако без учета списания чистая прибыль МТС превысила наш прогноз.

**Результаты МТС за 2006 год по US GAAP, \$ млн.**

	2005	2006		Y-to-Y	отклонение
		Факт	Прогноз		
Выручка	5 011.0	6 384.3	6 436.9	27.4%	-0.8%
OIBDA	2 539.1	3 229.7	3 195.4	27.2%	1.1%
Рентабельность по OIBDA	50.7%	50.6%	49.6%		
Чистая прибыль	1 126.4	1 245.7	1 323.6	10.6%	-5.9%
Скорр. чистая прибыль		1 245.7	1 214.1		2.6%

Источник: МТС, оценки Банка Москвы

Согласно последним заявлениям генерального директора МТС Леонида Меламеда, в ближайшие пять лет МТС будет инвестировать в развитие порядка \$1 млрд. в год. В эту сумму входят затраты, связанные со строительством сети мобильной связи третьего поколения (3G). Ранее ежегодная МТС сумма капитальных затрат сотового оператора была на уровне \$2 млрд.

В нашей модели мы исходили из консервативных соображений и размер ежегодных инвестиций заложен на уровне \$1,6-1,7 млрд. Если сумма капзатрат окажется ближе к прогнозу Леонида Меламеда, то это повлияет на нашу оценку компании в сторону повышения.

По итогам финансовых результатов МТС за 2006 год мы незначительно изменили нашу модель оценки, что привело к повышению целевой стоимости с \$67,15 до \$68,2 за ADR. Рекомендация остается неизменной – «покупать».

## Прогноз денежного потока

в млн. \$	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	5 011	6 384	7 609	8 273	8 789	9 286	9 792	10 267
Темп роста (%)		27%	19%	9%	6%	6%	5%	5%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>2 539</b>	<b>3 230</b>	<b>3 895</b>	<b>4 277</b>	<b>4 474</b>	<b>4 739</b>	<b>5 012</b>	<b>5 273</b>
Рентабельность (%)	50.7%	50.6%	51.2%	51.7%	50.9%	51.0%	51.2%	51.4%
<b>ЕБИТ</b>	<b>1 632</b>	<b>2 134</b>	<b>2 676</b>	<b>2 870</b>	<b>2 976</b>	<b>3 179</b>	<b>3 425</b>	<b>3 644</b>
Рентабельность (%)	33%	33%	35%	35%	34%	34%	35%	35%
-Налоги на прибыль	411	576	747	784	795	855	924	983
<b>НОРАТ</b>	<b>1 221</b>	<b>1 558</b>	<b>1 929</b>	<b>2 086</b>	<b>2 181</b>	<b>2 323</b>	<b>2 501</b>	<b>2 661</b>
+ Амортизация	907	1 096	1 219	1 406	1 498	1 561	1 587	1 629
- Капвложения	-1 722	-1 724	-1 750	-1 820	-1 758	-1 671	-1 762	-1 848
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	168	-804	-34	-44	-26	-31	-31	-30
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>575</b>	<b>126</b>	<b>1 364</b>	<b>1 629</b>	<b>1 895</b>	<b>2 182</b>	<b>2 294</b>	<b>2 412</b>

## Основные предположения

WACC	10.7%
Конечный темп роста	3.6%
Ставка налогообложения	24%

## Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	14.4%
Бета*	1.00
Бета с учетом долга	1.14
Безрисковая ставка**	5.9%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>11.6%</b>
Стоимость долга	7.0%
Ставка налога на прибыль	24.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>5.3%</b>
<b>WACC</b>	<b>10.7%</b>

## Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	8 961
Конечная стоимость	35 016
Приведенная конечная стоимость	21 029
Стоимость денежных потоков	29 990
Текущий чистый долг (наличность)	2 802
Чистая стоимость компании	27 188
Количество ADR (млн.)	398.67
<b>Стоимость на ADR</b>	<b>68.2</b>

## Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		7.7%	8.7%	9.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%
Конечный темп роста (%)	5.1%	161.97	121.55	98.34	83.20	72.49	64.47	58.21
	4.6%	138.29	108.41	89.97	77.39	68.20	61.17	55.59
	4.1%	121.12	98.11	83.08	72.44	64.48	58.26	53.25
	3.6%	108.11	89.81	77.32	68.20	61.21	55.66	51.13
	3.1%	97.90	82.99	72.42	64.50	58.32	53.33	49.21
	2.6%	89.68	77.28	68.21	61.27	55.75	51.24	47.47
	2.1%	82.92	72.42	64.55	58.40	53.44	49.34	45.88

\* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

\*\* - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

**Отчет о прибылях и убытках**

в млн. \$	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
<b>Выручка</b>	<b>5 011</b>	<b>6 384</b>	<b>7 609</b>	<b>8 273</b>	<b>8 789</b>	<b>9 286</b>	<b>9 792</b>	<b>10 267</b>
Операционные расходы	2 472	3 155	3 714	3 996	4 315	4 546	4 779	4 994
Амортизация	907	1 096	1 219	1 406	1 498	1 561	1 587	1 629
Операционная прибыль	1 632	2 134	2 676	2 870	2 976	3 179	3 425	3 644
<b>ЕБИТДА</b>	<b>2 539</b>	<b>3 230</b>	<b>3 895</b>	<b>4 277</b>	<b>4 474</b>	<b>4 739</b>	<b>5 012</b>	<b>5 273</b>
Чистые процентные расходы	108	164	155	94	57	37	28	32.1
Прочие расходы (доходы)	- 39	134	- 23	- 24	- 25	- 26	- 27	- 27.8
Прибыль до налогов	1 564	1 836	2 544	2 801	2 944	3 167	3 424	3 639
Налоги на прибыль	411	576	747	784	795	855	924	983
Доля миноритариев	27	14	15	26	28	30	32	35
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1 126</b>	<b>1 246</b>	<b>1 782</b>	<b>1 990</b>	<b>2 121</b>	<b>2 282</b>	<b>2 467</b>	<b>2 622</b>

**Баланс**

в млн. \$	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	78	220	547	685	731	840	929	1 062
Дебиторская задолженность	217	307	354	385	409	432	456	478
Запасы	157	196	234	252	272	286	301	315
Прочие оборотные активы	839	906	1 103	1 199	1 230	1 299	1 370	1 437
Основные средства	4 483	5 298	5 829	6 243	6 502	6 613	6 788	7 007
Прочие внеоборотные активы	1 772	1 647	1 592	1 643	1 648	1 680	1 727	1 784
<b>Итого активы</b>	<b>7 546</b>	<b>8 574</b>	<b>9 659</b>	<b>10 407</b>	<b>10 793</b>	<b>11 151</b>	<b>11 572</b>	<b>12 084</b>
Кредиторская задолженность	405	445	519	558	603	635	668	698
Краткосрочный долг	750	955	1 126	1 224	1 283	1 356	1 430	1 499
Прочие краткосрочные обязательства	769	151	226	245	259	273	288	301
Долгосрочный долг	2 079	2 925	2 100	1 638	1 231	1 170	1 146	1 201
Прочие долгосрочные обязательства	219	133	253	261	267	273	279	285
Капитал и резервы	3 325	3 967	5 435	6 481	7 150	7 444	7 762	8 100
<b>Итого пассивы</b>	<b>7 546</b>	<b>8 574</b>	<b>9 659</b>	<b>10 407</b>	<b>10 793</b>	<b>11 151</b>	<b>11 572</b>	<b>12 084</b>

**Отчет о движении денежных средств**

в млн. \$	2005	2006 Оц.	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Чистая прибыль	1 632	2 134	2 676	2 870	2 976	3 179	3 425	3 644
Амортизация	907	1 096	1 219	1 406	1 498	1 561	1 587	1 629
Изменение оборотного капитала	168	- 804	- 34	- 44	- 26	- 31	- 31	- 30
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>2 707</b>	<b>2 426</b>	<b>3 861</b>	<b>4 233</b>	<b>4 448</b>	<b>4 709</b>	<b>4 981</b>	<b>5 243</b>
Капиталовложения	1 722	1 724	1 750	1 820	1 758	1 671	1 762	1 848
Прочие доходы (инвестиции)	723	175	90	52	5	32	47	57
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>2 445</b>	<b>1 899</b>	<b>1 840</b>	<b>1 872</b>	<b>1 763</b>	<b>1 703</b>	<b>1 810</b>	<b>1 905</b>
<b>Денежные потоки от фин. операций</b>	<b>364</b>	<b>379</b>	<b>- 781</b>	<b>- 1 224</b>	<b>- 1 708</b>	<b>- 1 874</b>	<b>- 1 987</b>	<b>- 2 055</b>

## Сравнительная оценка

	P/E	P/BV	EV/EBITDA	P/EBITDA	P/S
VODAFONE	N/A	1.12	19.51	17.2	2.99
MOBISTAR	14.24	5.65	6.45	6.71	2.72
NTT DOCOMO	17.91	2.27	5.47	6.24	2.01
OKINAWA CELLULAR	15.33	3.77	6.19	7.78	2.18
COSMOTE MOBILE	21.28	13.01	11.37	8.76	3.22
DRILLISCH	16.1	3.28	6.73	8.7	0.89
<b>Среднее по развитым рынкам</b>	<b>17.0</b>	<b>4.9</b>	<b>9.3</b>	<b>9.2</b>	<b>2.3</b>
TELEMIG CELULAR	11.16	1.26	7.11	3.9	1.21
TELEMIG CELULAR	8.85	1.28	8.13	3.41	1.03
MOBINIL	10.32	10.25	7.73	5.72	2.94
CHINA MOBILE	23.25	4.74	5.19	8.94	5.22
CHINA UNICOM	23.47	1.63	3.47	4.09	1.4
MOBILE TELECOMMUNICATIONS	19.92	4.45	8.89	10.55	5.02
AMERICA MOVIL	21.56	8.58	10.11	10.03	3.99
KT FREETEL	8.56	1.24	3.05	2.35	0.77
LG TELECOM	12.7	2.03	4.3	3.73	0.77
SK TELECOM	7.49	1.71	3.53	3.23	1.31
TAIWAN MOBILE	10.74	2.02	4.86	6.19	2.9
ADVANCED INFO SERVICE	13.15	2.78	5.92	5.04	2.34
TURKCELL	12.56	2.87	5.53	6.12	2.37
<b>Среднее по развивающимся рынкам</b>	<b>14.1</b>	<b>3.4</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>2.4</b>
<b>MTC</b>	<b>17.2</b>	<b>5.4</b>	<b>6.2</b>	<b>5.5</b>	<b>3.3</b>
<i>Премия (дисконт) к развитым рынкам</i>	<b>1%</b>	<b>11%</b>	<b>-33%</b>	<b>-41%</b>	<b>43%</b>
<i>Премия (дисконт) к развивающимся рынкам</i>	<b>21%</b>	<b>56%</b>	<b>4%</b>	<b>-3%</b>	<b>39%</b>

Источник: данные компаний, оценки Банка Москвы

**Аналитический департамент**  
Тел: +7 495 624 00 80  
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822  
[Bank of Moscow Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)

**Директор департамента**  
Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Начальник управления анализа рынка акций**  
Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Экономика**

Тремасов Кирилл  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Нефть и газ**

Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Нефтехимия и нефтепереработка**

Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Телекоммуникации**

Мусиенко Ростислав  
[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)

**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил  
[Ljamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Ljamin_MY@mmbank.ru)

**Минеральные удобрения**

Веселова Ольга  
[Veselova\\_OV@mmbank.ru](mailto:Velosova_OV@mmbank.ru)

**Стратегия**

Тремасов Кирилл  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий  
[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)

**Металлургия**

Скворцов Дмитрий  
[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)

**Банковский сектор**

Веселова Ольга  
[Veselova\\_OV@mmbank.ru](mailto:Velosova_OV@mmbank.ru)

**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина  
[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)

**Отдел анализа долговых рынков**

Федоров Егор  
[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Ковалева Наталья  
[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)

Чупрына Татьяна  
[Chupryna\\_TV@mmbank.ru](mailto:Chupryna_TV@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, 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 документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка 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.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства 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 российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских 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 Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.