

## МТС

Цель: 326 руб. (+13,9%) «ПОКУПАТЬ»

**Стабильный возврат инвестиций, хорошие перспективы**

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

Позитивные результаты телеком-операторов в конце 2017 года и первом квартале 2018 года могут свидетельствовать о начале нового цикла роста в телекоммуникациях. Возрастающее проникновение сетей LTE и положительная динамика трафика данных успешно компенсируют снижение голосового трафика, а конкурентная среда при этом остается стабильной. Мы ожидаем, что МТС сможет воспользоваться своим лидерским положением в отрасли, обеспечить достойный денежный поток и одновременно с этим цифровизацию бизнеса. Мы оцениваем справедливую стоимость акций МТС в 326 рублей за бумагу и устанавливаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

### Хорошее начало текущего года...

Текущий год начался для МТС достаточно позитивно, отражая те положительные тенденции, которых отрасль давно ждала. По итогам первого квартала оператор нарастил выручку до 108,5 млрд руб. (+3,7%) на сопоставимой основе без учета влияния новых стандартов МСФО 9, 15 и 16. Выручка в России при этом выросла на 4,6% несмотря на продолжающуюся оптимизацию абонентской базы и ее снижение более чем на 1% г/г.

ARPU в России выросла на 4,9% г/г, отражая хороший рост потребления трафика данных, чему способствовало возросшее проникновение смартфонов и мобильного интернета. Снижение голосового трафика продолжает оказывать негативное воздействие на ARPU.

Выручка от фиксированной связи (-0,8% г/г) медленно снижается в силу общей негативной динамики использования фиксированной телефонии МГТС. Растущие продажи смартфонов обеспечили рост выручки монобрендовых салонов на 15,6%. Сокращение количества торговых точек замедлилось, так как компания ожидает ответных действий конкурентов, в частности объединенного бизнеса Связной/Евросеть.

Выручка украинского подразделения продолжила органический рост, но при этом снизилась на 0,8% в рублях из-за курсовой переоценки и уже решенных технических проблем на востоке страны.

### Информация об акциях компании

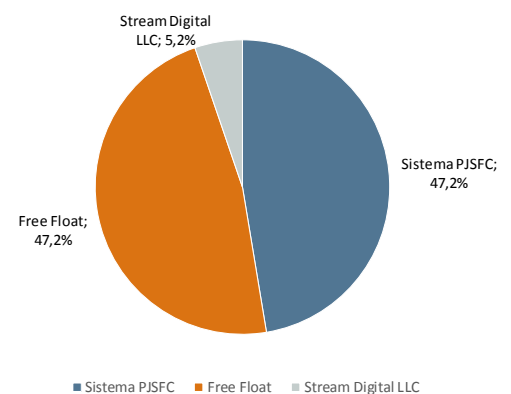
Тикер на МосБирже	MTSS
Текущая цена, руб.	286,2
Мин/макс цена, 12м	224/318
<b>Справедливая цена, руб.</b>	<b>326</b>
Потенциал, %	13,9%
Рекомендация	Покупать

### Финансовые показатели компании за 1К 2018 г.

Финансовые показатели, млн руб.	1К 2017	1К 2018	+/-
Выручка:	104 683	108 511	3,7%
Россия	97 142	101 562	4,6%
Украина	6 168	6 120	-0,8%
Скорр. OIBDA	41 845	44 566	6,5%
Рентабельность по Скорр. OIBDA	40,0%	41,1%	
Операционная прибыль	21 715	25 029	15,3%
Чистая прибыль	12 596	15 529	23,3%
Рентабельность по Чистой прибыли	12,0%	14,3%	

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.



- Стабильный рост выручки и улучшение гросс-рентабельности группы позволили увеличить скорр. OIBDA на 6,5% г/г на сопоставимой основе. При этом розничная сеть значительно не изменилась на протяжении последних кварталов и не оказала сильного влияния на скорр. OIBDA и затраты.
- Чистая прибыль группы выросла более чем на 32% по итогам 1К 2018 года на сопоставимой основе. Долговая нагрузка осталась на комфортном уровне 1,1х чистый долг/ LTM OIBDA.

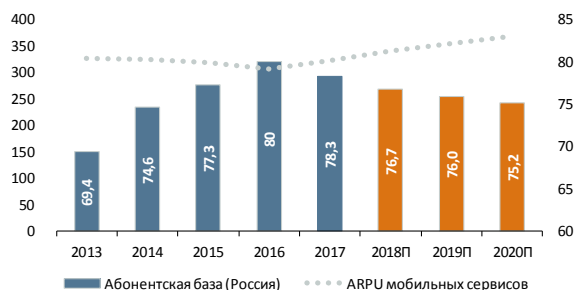
### ... и позитивные результаты года прошедшего

- По итогам 2017 года МТС не смог полноценно реализовать весь потенциал, так как изменение курса гривны привело к снижению выручки украинского подразделения на 10,6% до 26,1 млрд в рублях при росте органической выручки на 6,8% г/г. Также негативный эффект дало прекращение бизнеса в Туркменистане и выбытие 1,7 млн абонентов. Тем не менее, компании удалось увеличить общую выручку группы на 1,7% г/г и скорр. OIBDA на 6,2%.
- Чистая прибыль выросла на 15,7% по итогам 2017 года. Чистый денежный поток увеличился на 52,2% при соотношении Чистый долг/LTM скорр. OIBDA в 1,1х. Капитальные затраты снизились на 8,5% по итогам 2017 года в силу окончания активной стадии инвестирования в инфраструктуру LTE на территории России.
- МТС выплатил 52 млрд руб. дивидендов в течение 2017 года (26 рублей на акцию за календарный год) и еще порядка 21,8 млрд руб. по долгосрочной программе выкупа акций, что делает компанию одной из наиболее привлекательных по доходности в секторе.

### Основные рынки

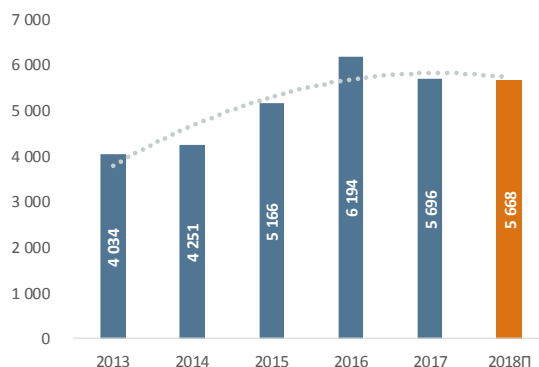
- Основным рынком для МТС остается Россия, где у компании более 78 млн абонентов мобильной связи и более 5,6 тыс. монобрендовых салонов. Стабилизация конкурентной среды вкупе с новым триггером роста в виде трафика данных и цифровизации бизнеса, дает толчок к росту ARPU, даже несмотря на снижение абонентской базы, естественное для перенасыщенного рынка.
- Мы полагаем, что количество абонентов продолжит сокращаться в ближайшие 2-3 года в силу уменьшения продаж сим-карт и выбытия неактивной базы. Постепенное оздоровление рынка с появлением нового стандарта связи может поспособствовать развитию отрасли, значительно увеличив емкость рынка.
- Влияние нового стандарта связи пятого поколения на российский рынок все еще не очевидно, и операторы на данный момент не могут оценить затраты на развитие

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



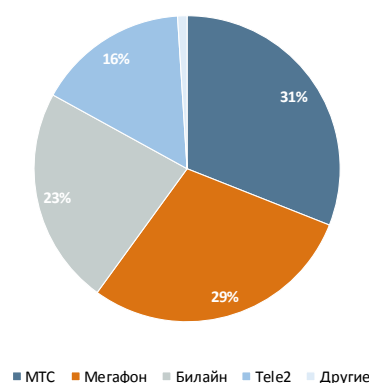
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Количество точек продаж розничной сети, шт.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Контролируемая доля рынка мобильной связи в России на 2017 год



Источник: AC&M; оценка: Велес Капитал



дополнительной инфраструктуры. Схожая ситуация с влиянием на затраты и тарифы закона о хранении данных («закона Яровой»), так как по-прежнему не поддается оценке стоимость покупки и монтажа необходимого оборудования.

- В Украине в начале 2018 года были приобретены лицензии на использование частотного ресурса 4G/LTE. В ближайшем будущем развертывание сетей LTE даст дополнительный рост капитальных затрат, но вместе с тем, обеспечит долговременный тренд к росту ARPU и выручки за счет роста мобильного трафика данных. При стабилизации курса гривны украинское подразделение может дать значительный прирост выручки и скорр. OIBDA MTC.
- Компания полностью прекратила деятельность в Туркменистане и, по нашему мнению, не будет в ближайшее время ее возобновлять. Белорусское подразделение, где MTC принадлежит 49%, скорее всего продолжит вносить дополнительный вклад в рост скорр. OIBDA и чистой прибыли. В случае нормализации курса подразделения в Армении, на наш взгляд, также обеспечит стабильный финансовый результат на уровне 7 млрд руб. по выручке в год.

### Сегмент мобильной связи

- Мы ожидаем рост выручки мобильной связи в России по итогам текущего года на 2,9% г/г до 312,8 млрд руб. при снижении абонентской базы на 2%. Рост будет обеспечен ростом ARPU мобильной связи на уровне 5% за счет роста средней выручки на пользователя данных (ARPDU). ARPDU, в свою очередь, вырастет как за счет увеличения общего количества пользователей данных, так и за счет увеличения использования мобильного интернета. Также мы предполагаем, что продолжится медленное снижение голосового трафика г/г.
- Украинское подразделение, по нашим расчетам, нарастит выручку на 4,1% г/г до 27,2 млрд руб. Органическая выручка должна показать рост на 7,4% г/г и составить 12,8 млрд гривен. Поспособствовать росту могут стабильный курс украинской национальной валюты и будущее развертывание сетей LTE.

### Сегмент фиксированной связи

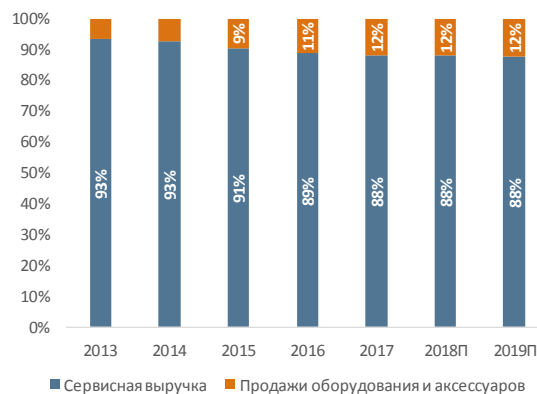
- Мы полагаем, что выручка фиксированных средств связи продолжит уменьшаться примерно на 1% в год. Выручка сегмента фиксированной связи в России по итогам 2018 года, согласно нашим прогнозам, составит 60,2 млрд руб. Наибольший вклад в снижение выручки внесет МГТС в силу сокращения количества абонентов фиксированной телефонии. Частично это снижение будет перекрыто ростом абонентской базы оптоволоконного ШПД и платного ТВ, но позитивный эффект ограничен.

### Проникновение мобильного интернета и смартфонов в сети МТС, в % от абонентской базы в России



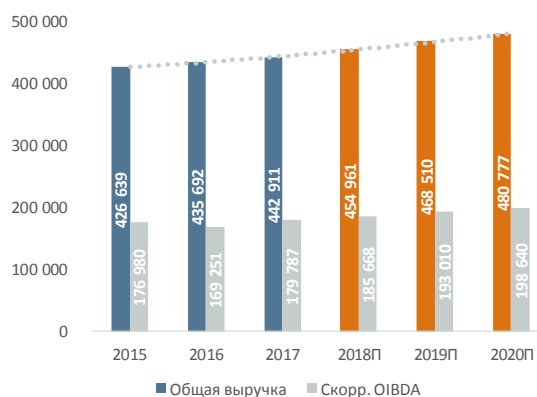
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Структура общей выручки



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

### Динамика общей выручки группы и скорр. OIBDA, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



## Розничный бизнес

Мы прогнозируем суммарный рост продаж розничного бизнеса на 4,4% г/г до 54,9 млрд руб. по итогам 2018 года. Более 88% выручки, как и ранее, придется на продажи оборудования и аксессуаров, которые вырастут, по нашим расчетам, на 4,7% г/г. Количество монобрендовых салонов в текущем году вряд ли значительно сократится, так как МТС ожидает сокращения розничной сети со стороны конкурентов. Значительный вклад в рост оборота розницы должны внести онлайн-продажи, которые уже превысили 11% от продаж оборудования по итогам 2017 года и достигнут, согласно нашим ожиданиям, 13% по итогам 2018 года. Рост продаж программного обеспечения скорее всего будет ограничен и обойдется без one-off эффектов прошлых лет.

## Прогнозы

Суммарная выручка, согласно нашим прогнозам, увеличится на 2,7% г/г до 454,96 млрд руб. Наибольший вклад в рост общей выручки внесет увеличение выручки от мобильной связи в России. По итогам 2018 года мы ожидаем рост сервисной выручки группы в 2,4% г/г до 400,1 млрд руб.

Себестоимость сервисной выручки может слегка снизиться по итогам года, но давление будут оказывать увеличившиеся платежи за пользование частотным спектром. Себестоимость продаж оборудования и аксессуаров, на наш взгляд, значительно не изменится и останется на одном уровне в процентах от выручки, так как значительного сокращения розничной сети пока нет в планах МТС, а рост продаж приходился во многом на дорогостоящие низкомаржинальные смартфоны. В дальнейшем мы видим возможности улучшения гросс-маржи в продажах оборудования за счет сокращения салонов и роста доли онлайн-продаж в выручке.

Расходы SG&A также скорее всего останутся стабильными. Мы закладываем рост на 0,9% по итогам года до 96,1 млрд руб. Как мы полагаем, МТС не будет значительно увеличивать рекламные расходы, а наибольший рост SG&A придется на увеличение зарплат и вознаграждений сотрудников. Скорр. OIBDA, таким образом, прибавит 3,3% г/г и составит 185,7 млрд руб., а рентабельность составит 40,8%. Чистая прибыль может вырасти по итогам года на 14,6% до 64,9 млрд руб.

Мы оценивали динамику финансовых показателей компании без учета новых стандартов отчетности МСФО 9, 15 и 16 на которые перешел оператор. В МТС ожидают дополнительного положительного эффекта в OIBDA по итогам текущего года не менее чем в 20 млрд руб., главным образом из-за выбытия части арендных

## Динамика сервисной выручки и ее себестоимости, млн руб.



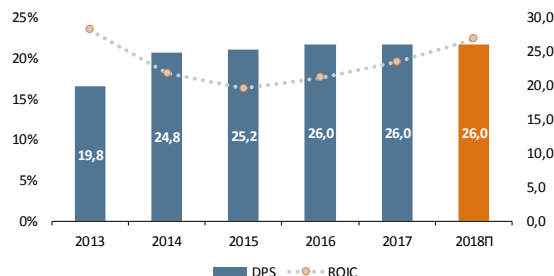
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## Динамика продаж оборудования и их себестоимость, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

## Изменение выплаченных дивидендов на акцию (руб.) и рентабельности инвестированного капитала (%)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



расходов из себестоимости выручки и SG&A.

Капитальные затраты на ближайшие 2 года компания оценивает в 160 млрд руб. При этом большая часть расходов придется на текущий год, и мы рассчитываем, что они составят 84,1 млрд руб., что на 10% больше, чем годом ранее. Данная оценка включает в себя лишь малую часть затрат по закону о хранении данных, так как еще не определены конкретные требования к оборудованию. МТС предварительно оценила затраты в 60 млрд руб. за 5 лет, что больше, чем у других операторов в силу объемов бизнеса и крупной ШПД сети МГТС. По нашим оценкам, капитальные затраты оператора войдут в новый цикл роста к 2020 году и могут начать увеличиваться г/г при внедрении нового стандарта связи 5G. По итогам года уровень CAPEX может быть скорректирован компанией с учетом новой информации.

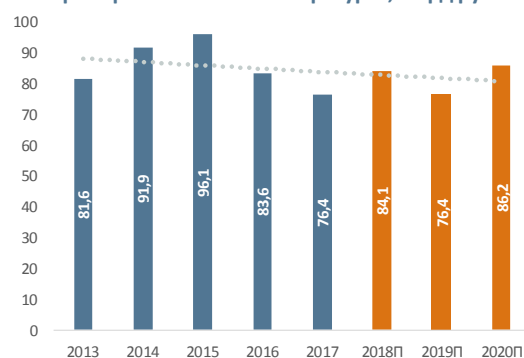
МТС, согласно нашим ожиданиям, продолжит генерировать стабильный денежный поток и обеспечит хороший возврат инвестиций. По итогам года компания выплатит не менее 26 руб. на акцию дивидендов, а учитывая объявленный первый транш в 23,4 руб. на акцию и высокий долг АФК Система, по нашему мнению, дивиденды в 2018 году могут оказаться выше. Текущая дивидендная политика прекращает действовать в этом году и на данный момент нет ясности в том, какой будет следующая, так как дополнительные затраты и положительные эффекты еще не оценены. По итогам 1К 2018 года компания завершила обратный выкуп собственных акций и пока не объявляла о планах осуществить дополнительный.

Долговая нагрузка, по нашим оценкам, останется стабильной и скорее всего не превысит значений 1,2-1,3х по Чистый долг/ LTM OIBDA.

Основными рисками для достижения нашей целевой цены являются: 1) усиление ценовой конкуренции на рынке мобильной связи России и замедление восстановления рынка; 2) значительное снижение курса украинской гривны; 3) влияние закона о хранении данных на свободный денежный поток; 4) иные макроэкономические и законодательные риски.

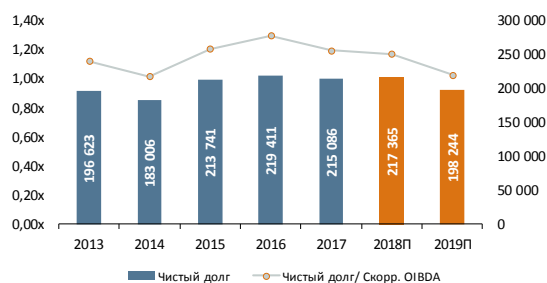
**Хорошие результаты МТС и других операторов в последних кварталах дают надежду на полноценное восстановление рынка и начало нового цикла роста телекоммуникационной отрасли. В случае сохранения позитивных тенденций и стабильной конкурентной среды мы предполагаем высокий потенциал МТС к возврату инвестиций. Мы оцениваем справедливую стоимость акций МТС в 326 рублей за бумагу и устанавливаем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».**

Динамика капитальных затрат без учета приобретения частотного ресурса, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика чистого долга (млн руб.) и показателя Чистый долг/Скорр. OIBDA



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Анализ чувствительности целевой цены

WACC/TGR	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%
10,0%			380		
10,5%			350		
11,0%	311	318	326	334	342
11,5%			298		
12,0%			276		



## Рыночные мультипликаторы

Компания	Страна	Стоимость бизнеса, млрд долл.	Рыночная капитализация, млрд долл.	EV/EBITDA			P/E		
				2017	2018П	2019П	2017	2018П	2019П
Россия									
МТС	Россия	15,58	9,22	4,4	4,2	4,1	10,1	8,8	7,4
Мегафон	Россия	9,42	4,78	4,9	4,8	4,6	16,1	18,6	13,5
Ростелеком	Россия	6,26	2,84	3,8	2,1	2,0	10,5	9,4	8,6
Связанные с российским рынком									
Veon	Нидерланды	13,48	4,16	4,8	3,9	3,8	-	11,4	6,1
Развитые рынки									
Deutsche Telekom	Германия	150,04	74,17	5,5	5,6	5,3	20,0	13,8	12,2
Vodafone	Великобритания	108,04	70,13	6,3	6,0	6,3	14,0	19,7	17,5
Telefonica	Испания	117,98	46,94	6,1	6,0	5,9	14,5	10,7	9,6
Orange	Франция	85,42	46,72	6,0	5,5	5,4	20,5	13,3	12,3
BT Group	Великобритания	42,45	27,39	6,3	4,8	4,2	11,1	7,8	7,7
Telenor	Норвегия	37,9	31,34	6,5	6,7	6,5	19,9	16,5	15,8
Swisscom	Швейцария	31,36	23,46	8,0	7,3	7,3	17,1	15,3	15,3
Telia	Швеция	29,03	20,67	7,1	9,6	9,4	20,1	16,0	15,5
Tele2	Швеция	7,83	6,44	8,4	9,8	8,8	20,2	22,1	19,6
Среднее				6,1	6,0	5,8	16,7	14,6	12,8
Медиана				6,2	5,8	5,6	17,1	14,5	12,9



## Финансовая модель МТС

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
<b>Выручка:</b>	<b>442 911</b>	<b>454 961</b>	<b>468 510</b>	<b>480 777</b>
Сервисная выручка	390 761	400 105	411 122	420 785
Продажи оборудования	52 150	54 856	57 388	59 992
Операционные расходы и SG&A	(266 899)	(269 293)	(275 501)	(282 137)
<b>Скorr. OIBDA</b>	<b>179 787</b>	<b>185 668</b>	<b>193 010</b>	<b>198 640</b>
Амортизация и корректировки	(79 912)	(80 435)	(73 123)	(82 446)
<b>ЕВИТ</b>	<b>96 100</b>	<b>105 233</b>	<b>119 887</b>	<b>116 194</b>
Прочие доходы/расходы	(20 533)	(21 139)	(20 629)	(20 226)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>75 567</b>	<b>84 094</b>	<b>99 258</b>	<b>95 968</b>
Налог на прибыль	(18 977)	(19 243)	(22 713)	(21 960)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>56 042</b>	<b>64 851</b>	<b>76 545</b>	<b>74 007</b>

Баланс, млн RUB	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>405 038</b>	<b>408 678</b>	<b>411 987</b>	<b>415 718</b>
Основные средства и НМА	376 741	380 381	383 690	387 421
Прочие внеоборотные активы	28 297	28 297	28 297	28 297
<b>Оборотные активы</b>	<b>146 032</b>	<b>150 660</b>	<b>162 712</b>	<b>176 301</b>
Оборотные активы	56 535	59 389	59 208	58 984
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	58 911	58 911	58 911	58 911
Денежные средства и эквиваленты	30 586	32 360	44 593	58 406
<b>Итого активы</b>	<b>551 070</b>	<b>559 338</b>	<b>574 699</b>	<b>592 020</b>
<b>Средства акционеров</b>	<b>124 205</b>	<b>137 098</b>	<b>161 685</b>	<b>183 734</b>
Акционерный капитал	120 126	133 019	157 606	179 655
Доля миноритариев	4 079	4 079	4 079	4 079
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>270 194</b>	<b>267 762</b>	<b>262 337</b>	<b>260 142</b>
Долгосрочные кредиты и займы	239 096	236 664	231 239	229 044
Прочие долгосрочные обязательства	31 098	31 098	31 098	31 098
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>156 671</b>	<b>154 478</b>	<b>150 677</b>	<b>148 143</b>
Краткосрочные займы	64 474	63 818	62 355	61 763
Оборотные обязательства	47 314	45 776	43 439	41 497
Прочие КО	44 883	44 883	44 883	44 883
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>551 070</b>	<b>559 338</b>	<b>574 699</b>	<b>592 020</b>

Движение денежных средств, млн руб.	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
<b>Основная деятельность</b>	<b>144 640</b>	<b>140 895</b>	<b>147 511</b>	<b>154 735</b>
Прибыль до налогов и фин. расходов	56 590	64 851	76 545	74 007
Амортизация	79 912	80 435	73 123	82 446
Изменение оборотного капитала	(46 861)	(4 391)	(2 157)	(1 718)
Прочее	54 999	0	0	0
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(81 510)</b>	<b>(84 075)</b>	<b>(76 432)</b>	<b>(86 177)</b>
Приобретение внеоборотных активов	(53 366)	(58 853)	(53 502)	(60 324)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(56 782)	(25 223)	(22 930)	(25 853)
Прочее	28 638	0	0	0
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>(50 445)</b>	<b>(55 046)</b>	<b>(58 846)</b>	<b>(54 746)</b>
Изменение долга	(7 103)	(3 088)	(6 888)	(2 788)
Обратный выкуп акций	(21 896)	0	0	0
Выплата дивидендов	(51 759)	(51 958)	(51 958)	(51 958)
Прочее	30 313	0	0	0
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>12 685</b>	<b>1 774</b>	<b>12 233</b>	<b>13 813</b>

WACC	
Безрисковая ставка	7,1%
Премия за риск	6,0%
<b>Стоимость СК</b>	<b>13,4%</b>
Beta	0,88
<b>Стоимость долга</b>	<b>8,0%</b>
Доля СК	65%
Доля долга	35%
<b>WACC</b>	<b>11%</b>

Свободный денежный поток	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
ЕВИТ	96 100	105 233	119 887	116 194
<b>НОРАТ</b>	<b>71 967</b>	<b>81 152</b>	<b>92 453</b>	<b>89 605</b>
Изменение ОК	(11 964)	4 391	2 157	1 718
Амортизация ОС	79 912	80 435	73 123	82 446
Кап. затраты	76 432	84 075	76 432	86 177
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>87 411</b>	<b>73 121</b>	<b>86 987</b>	<b>84 156</b>

Оценка стоимости акций, млн руб.	
Рост в ПП период	1,8%
Сумма ДДП (+)	308 261
Терминальная стоимость (+)	587 147
<b>Стоимость бизнеса компании</b>	<b>895 408</b>
Долг (-)	303 570
Доля миноритарных акционеров (-)	4 079
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>587 759</b>
<b>Справедливая стоимость акций (12м), руб.</b>	<b>326,29</b>

Рыночные мультипликаторы, x	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
EV/Sales	1,8	1,7	1,7	1,6
EV/OIBDA	4,4	4,2	4,1	3,9
EV/EBIT	8,2	7,4	6,5	6,7
P/E	10,1	8,8	7,4	7,7
P/BV	4,6	4,1	3,5	3,1
FCF Yield	15%	13%	15%	15%
EPS (per share), руб.	29	34	40	39

Коэффициенты	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
<b>Рентабельность по Скorr. OIBDA</b>	<b>40,6%</b>	<b>40,8%</b>	<b>41,2%</b>	<b>41,3%</b>
Рентабельность по чистой прибыли	13%	14%	16%	15%
Кап. затраты / выручка	17%	18%	16%	18%
ROE	43%	51%	53%	44%
ROA	10%	12%	13%	13%
ROIC	20%	22%	25%	23%
<b>Чистый долг / Скorr. OIBDA, x</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
Долг/собственный капитал, x	2,4	2,2	1,8	1,6



## 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

Долговой рынок

Екатерина Писаренко  
Начальник управления по работе с облигациями  
EPisarenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук  
Начальник отдела по работе с облигациями  
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Юлия Дубинина  
Специалист по работе с облигациями  
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Вязовецков  
Специалист по работе с облигациями  
OVyazovetskov@veles-capital.ru

Мурад Султанов  
Специалист по работе с еврооблигациями  
MSultanov@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук  
Специалист по работе с еврооблигациями  
TKovalchuk@veles-capital.ru

Оксана Теличко  
Начальник управления по работе с долговыми  
обязательствами  
OSolonchenko@veles-capital.ru

Михаил Мамонов  
Начальник отдела по работе с векселями  
MMamonov@veles-capital.ru

Сергей Юньков  
Специалист по работе с векселями  
SYunkov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова  
Специалист по работе с векселями  
OBogolubova@veles-capital.ru

Рынок акций  
Павел Алтухов  
Заместитель начальника управления операций на рынке акций  
PAltukhov@veles-capital.ru

Роман Назаров  
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций  
RNazarov@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

Россия, Москва, 123610,  
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