

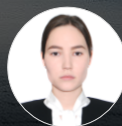


Телекомы

Начало покрытия сектора



Дмитрий Трошин
Старший аналитик – TMT
troshinda1@sovcombank.ru

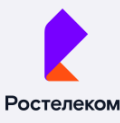


Олеся Варламова
Младший аналитик
rozhkova0a@sovcombank.ru

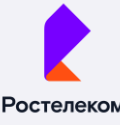
Наш взгляд на сектор



Покупать



Держать



Держать

Привилегированные акции

- Мы считаем, что МТС обладает долгосрочным инвестиционным потенциалом за счет высокой «гарантированной» дивидендной доходности и потенциальной сделки по продаже башенного бизнеса, которая, согласно нашим расчетам, может принести МТС 139 млрд руб. (34% капитализации)
- Не ждем существенного роста дивидендов от Ростелекома. Исторически Ростелеком приоритезирует направление FCF на реализацию государственно важных проектов, в связи с чем мы не ожидаем от компании высоких дивидендов.
- IPO дочерних компаний будет большим драйвером роста капитализации для Ростелекома, чем для МТС. Согласно нашим расчетам, оценка его дочерних компаний (ЦОД, Солар) составляет значительно большую долю от текущей капитализации, чем в случае МТС (149% vs 32%)

Прогнозные мультипликаторы и ключевые финансовые индикаторы компаний

	МТС			Ростелеком		
	2024	2025o	2026o	2024	2025o	2026o
Финансовые показатели, млрд руб.						
Выручка	704	778	852	780	889	999
EBITDA IAS 17	205	229	255	253	270	313
Чистая прибыль	51	10	44	20	-2	38
FCF	-25	17	26	-6	11	6
Темпы роста						
Выручка	16%	11%	10%	10%	14%	12%
EBITDA IAS 17	2%	11%	11%	6%	7%	16%
Рентабельность						
EBITDA IAS 17	29%	29%	30%	32%	30%	31%
Чистая прибыль	7%	1%	5%	3%	0%	4%
FCF	-3%	2%	3%	-1%	1%	1%
Мультипликаторы						
EV/EBITDA IAS 17	4,7x	4,3x	3,7x	2,8x	2,7x	2,3x
P/E	7,9x	43x	9x	11x	(130x)	5,5x
Доходность инвестора						
Дивиденд. дох. обыкн. акций	17%	17%	17%	9%	3%	1%
Дивиденд. дох. прив. акций	-	-	-	10%	10%	10%
Доходность FCF	-3%	4%	6%	-3%	5%	3%
Чистый долг / EBITDA (IAS 17)	2,3x	2,1x	1,7x	2,1x	2,0x	1,7x

Анализируемые компании



МТС

- Топ-2 на рынке телекома в целом
- Топ-1 на рынках мобильной связи в РФ (в деньгах) и мобильного интернета

	2024	2025o	2026o
Доля Телеком рынка в деньгах, трлн руб.	22%	22%	22%
Кол-во абонентов, млн	82	82	82
Средний ARPU, руб./месяц	477	524	566
Кол-во базовых станций, тыс. шт.	321	337	359
Темпы роста выручки	16%	11%	10%
Доля основного бизнеса	60%	60%	58%
Доля вторичных бизнесов	40%	40%	42%
Рентабельность EBITDA IAS 17	29%	29%	30%
у основного бизнеса	42%	40%	38%
у вторичных бизнесов	19%	21%	23%
Рентабельность FCF	-3%	2%	3%
Чистый долг / EBITDA (IAS 17)	2,3x	2,1x	1,7x



Ростелеком

- Топ-1 на рынке телекома в целом
- Топ-1 на рынках ШПД и платного ТВ с большим отрывом

	2024	2025o	2026o
Доля Телеком рынка в деньгах, трлн руб.	30%	30%	31%
Кол-во абонентов, млн	49	50	50
Средний ARPU, руб./месяц	477	537	590
Кол-во базовых станций, тыс. шт.	323	348	379
Темпы роста выручки	10%	14%	12%
Доля основного бизнеса	81%	80%	79%
Доля вторичных бизнесов	19%	20%	21%
Рентабельность EBITDA IAS 17	32%	30%	31%
у основного бизнеса	35%	32%	32%
у вторичных бизнесов	26%	27%	29%
Рентабельность FCF	-1%	1%	1%
Чистый долг / EBITDA (IAS 17)	2,1x	2,0x	1,7x



МегаФон

- В РФ имеет больше всего активных абонентов, самую высокую скорость загрузки данных и самое широкое покрытие сетью

	2024	2025o	2026o
Доля Телеком рынка в деньгах, трлн руб.	20%	20%	20%
Кол-во абонентов, млн	81	81	81
Средний ARPU, руб./месяц	426	469	506
Кол-во базовых станций, тыс. шт.	349	379	408
Темпы роста выручки	9%	11%	8%
Доля основного бизнеса	84%	85%	85%
Доля вторичных бизнесов	16%	15%	15%
Рентабельность EBITDA IAS 17	33%	31%	32%
у основного бизнеса	45%	43%	43%
у вторичных бизнесов	14%	14%	13%
Рентабельность FCF	10%	5%	4%
Чистый долг / EBITDA (IAS 17)	2,3x	2,2x	1,9x



Билайн

- Имеет самую низкую долю на рынке среди Big-4 операторов. У компании самый высокий ARPU, но абонентская база постоянно уменьшается

	2024	2025o	2026o
Доля Телеком рынка в деньгах, трлн руб.	14%	14%	14%
Кол-во абонентов, млн	43	43	43
Средний ARPU, руб./месяц	552	607	656
Кол-во базовых станций, тыс. шт.	328	363	402
Темпы роста выручки	2%	9%	8%
Доля основного бизнеса	93%	93%	93%
Доля вторичных бизнесов	7%	7%	7%
Рентабельность EBITDA IAS 17	42%	41%	41%
у основного бизнеса	45%	42%	43%
у вторичных бизнесов	18%	17%	17%
Рентабельность FCF	-2%	2%	2%
Чистый долг / EBITDA (IAS 17)	1,8x	1,6x	1,5x

* здесь и далее для специальных терминов см. глоссарий

Содержание

01	Прогноз рынка	5
02	Особые темы	19
	Развитие дополнительных сегментов	20
	Снижение рентабельности по EBITDA	23
	Зачем развивать дополнительные сегменты?	25
	Долговая нагрузка	26
	Дивидендная привлекательность	27
	IPO дочерних компаний	28
03	Deep-Dive в компании	29
	МТС	33
	Ростелеком	44
04	Приложения	53



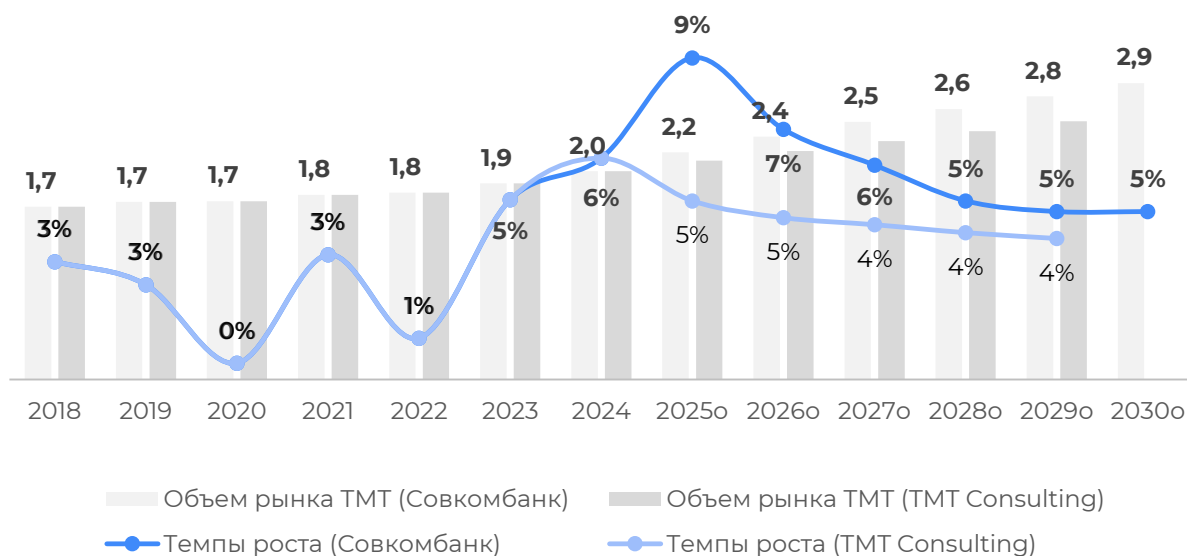
Прогноз рынка

01

Рынок телекоммуникаций РФ

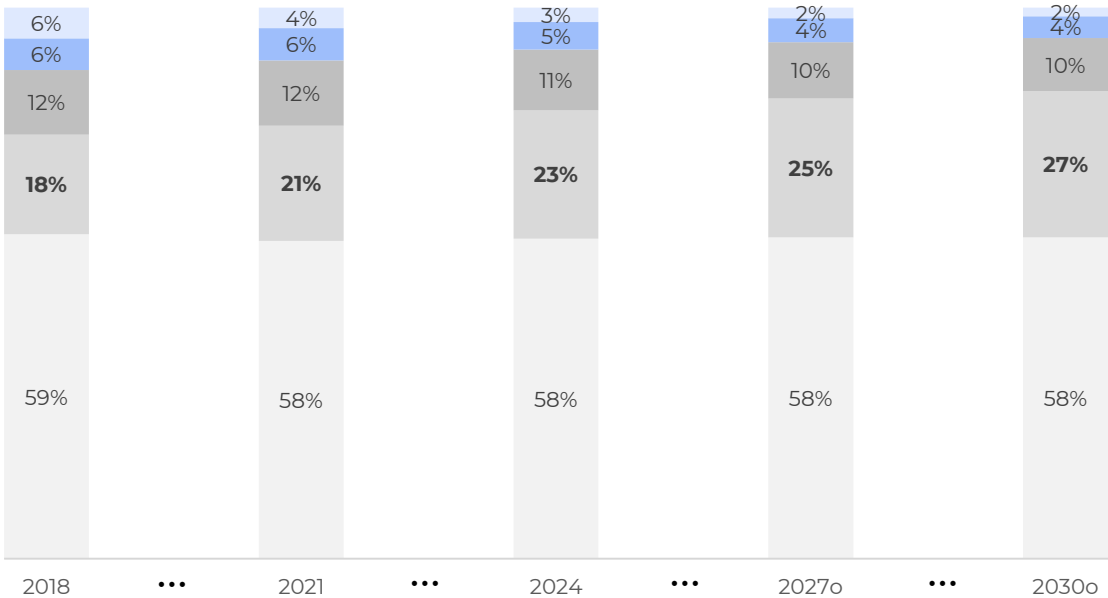
- > **Рынок телекоммуникаций РФ прошел свою активную фазу роста и на данный момент является медленно растущим (по 1-5% в год) рынком.** При этом динамика в большей степени обусловлена ростом среднего чека
- > В 2023-2024 гг. наблюдалось ускорение темпов роста рынка. В первую очередь связываем это с повышением тарифов игроками выше уровня инфляции в попытках хотя бы частично компенсировать растущие затраты на персонал и рост стоимости оборудования. Увеличить тарифы на необходимую величину операторам мешает жесткое регулирование ФАС.
- > Мы ожидаем, что в прогнозном периоде компании продолжат увеличивать чек темпами «инфляция +», чтобы компенсировать кумулятивный рост затрат в 2022-2024 гг. Отмечаем, что кумулятивная динамика затрат значительно превышает кумулятивный рост тарифов за этот же период. При этом реального роста объемов бизнеса ожидаем только в мобильном интернете и фикс. ШПД за счет роста количества данных.
- > Таким образом, мы ожидаем, что рынок телекоммуникаций в РФ будет расти с **CAGR 6% в 2025-2030 гг. и к 2030 г. составит 2.9 трлн руб.**
- > **Наш прогноз отличается от TMT Consulting (CAGR 4% в 2025-2030 гг.) за счет более быстрого роста среднего чека на услуги.** Агентство в своих прогнозах индексирует ARPU лишь на 4% (таргет ЦБ по инфляции) и, на наш взгляд, не учитывает прогнозный рост объема потребляемых данных

Динамика рынка телекоммуникаций России, трлн руб.



- На рынке телекоммуникаций выделяются 5 основных сегментов. Ниже на графике приведен прогноз структуры рынка по этим 5-ти направлениям.
- **Общими тенденциями являются следующие:**
- Часть городского населения больше не покупает услуги платного ТВ. Она предпочитает покупку подписки на стриминговые сервисы, которые, помимо сериалов и фильмов, позволяют смотреть и ТВ-каналы
 - Большинство населения перестает использовать фиксированную телефонную связь и пользуется только мобильной
 - При этом более молодые поколения предпочитают общаться и звонить в мессенджерах. Поэтому они выбирают тарифы с расширенными пакетами мобильного интернета и безлимитом в мессенджерах, вместо тарифов с увеличенными минутами
 - **Таким образом, самым растущим сегментом является сегмент мобильного интернета**

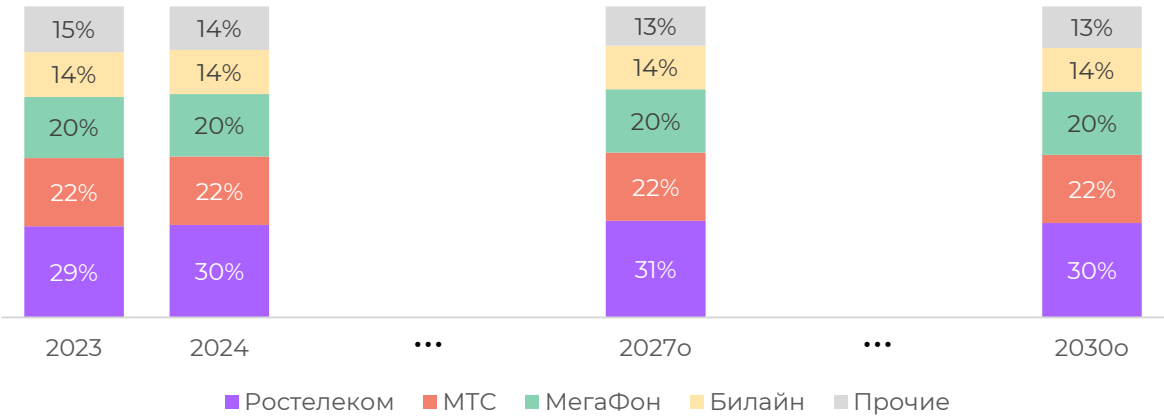
Текущая и прогнозная структура рынка телекоммуникаций в РФ в детализации по сегментам



■ Мобильная связь ■ Мобильный интернет ■ ШПД ■ Платное ТВ ■ Фиксированная телефонная связь

> В 2024 г. 86% выручки рынка связи сформировали четыре ведущих оператора: Ростелеком, МТС, МегаФон и Билайн. **Мы считаем, что первенство на рынке телекоммуникаций сохранится у Ростелекома и МТС благодаря тому, что компании продолжают развивать новые направления.**

Структура рынка телекоммуникаций РФ по операторам



Источник: TMT Consulting, Совкомбанк

> Мы считаем, что в последующие годы структура рынка телекоммуникаций РФ значительно не изменится. Этому способствует **ряд факторов:**

Высокие барьеры для входа на рынок

- Большой CAPEX в инфраструктуру (базовые станции, кабельные сети) - новым игрокам сложно конкурировать с established-операторами
- Регуляторные ограничения создают дополнительные барьеры для новых игроков в части распределения частот, лицензирования и контроля за тарифами

Экономия на масштабе

Затраты на инфраструктуру и технологии распределяются между миллионами пользователей

Лояльность клиентов

Смена оператора часто связана с техническими сложностями (например, перенос номера)

Консолидация и насыщенность рынка связи

российский рынок TMT уже прошел этап консолидации. Мелкие игроки либо были поглощены крупными операторами, либо обанкротились

Рынок телекоммуникаций РФ - сегменты

> Мобильная связь

6%

CAGR рынков
'24-'29

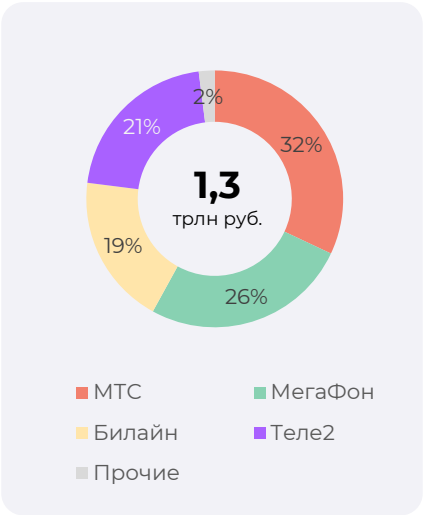
61%

Доля рынка
Телеком. 2024 г.

Один из основных сегментов рынка Телеком. На динамику рынка влияют:

- Расширение сетей операторов в пригороды крупных городов и частный сектор
- Тарифная политика, продвижение доп. услуг, медийных сервисов, конвергентных пакетов, развитие MVNO
- Рост стоимости оборудования и услуг подрядчиков в связи с санкциями, появление OTT-сервисов (мессенджеры, VoIP)

Структура рынка мобильной связи по операторам в 2024



Источник: TMT Consulting, Совкомбанк

> Мобильный интернет

8%

CAGR рынков
'24-'29

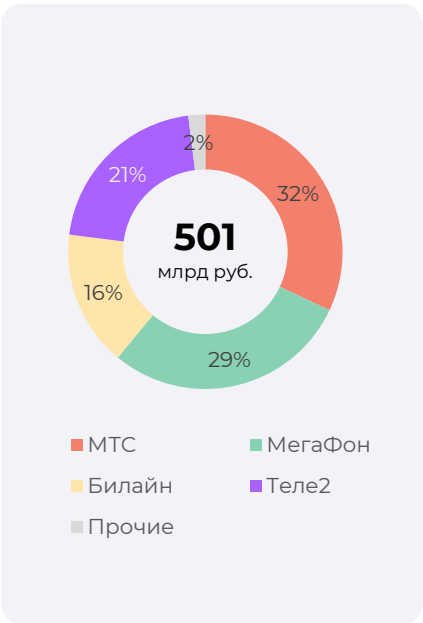
25%

Доля рынка
Телеком. 2024 г.

Второй по значимости сегмент рынка. На динамику рынка влияют:

- Развитие сетевых технологий (4G, 5G)
- Улучшение покрытия сети
- Рост числа IoT-устройств
- Цифровизация повседневной жизни (рост спроса на стриминг, соцсети, онлайн-платежи, навигация)
- Увеличение времени использования смартфонов
- Миграция абонентов на более высокоскоростные тарифные планы

Структура рынка мобильного интернета по операторам в 2024



Источник: TMT Consulting, Совкомбанк

> Широкополосный доступ в интернет (ШПД)

3%

CAGR рынков
'24-'29

12%

Доля рынка
Телеком. 2024 г.

На динамику рынка влияют

- Темпы прироста абонентов, зависящие от ввода нового жилья и расширения сетей в пригороды и частный сектор
- Продвижение бандлов и доп. сервисов
- Увеличение объемов потребления интернет-трафика
- Миграция абонентов на более высокоскоростные тарифные планы
- Рост стоимости оборудования и услуг подрядчиков в связи с санкциями

Источник: TMT Consulting, Совкомбанк

Структура рынка ШПД по операторам в 2024



> Платное ТВ

1%

CAGR рынков
'24-'29

5%

Доля рынка
Телеком. 2024 г.

На динамику рынка влияют

- Темпы оттока пользователей на OTT-видеосервисы (онлайн-кинотеатры)
- Тарифная политика и проведение маркетинговых мероприятий (акции)
- Строительство оптоволоконных сетей (технология IPTV) и распространение бандлов «ШПД, мобильная связь, ТВ»

Источник: TMT Consulting, Совкомбанк

Структура рынка платного ТВ по операторам в 2024



➤ **Фиксированная телефонная связь**

-4%

CAGR рынков
'24-'29

4%

Доля рынка
Телеком. 2024 г.

На динамику рынка влияют

- Темпы оттока клиентов из-за роста использования голосовых интернет-сервисов (мессенджеров) и соцсетей, мобильной связи
- Тенденция на отказ от квартирных телефонов
- Тарифная политика

Структура рынка фикс. тел. связи по операторам в 2024



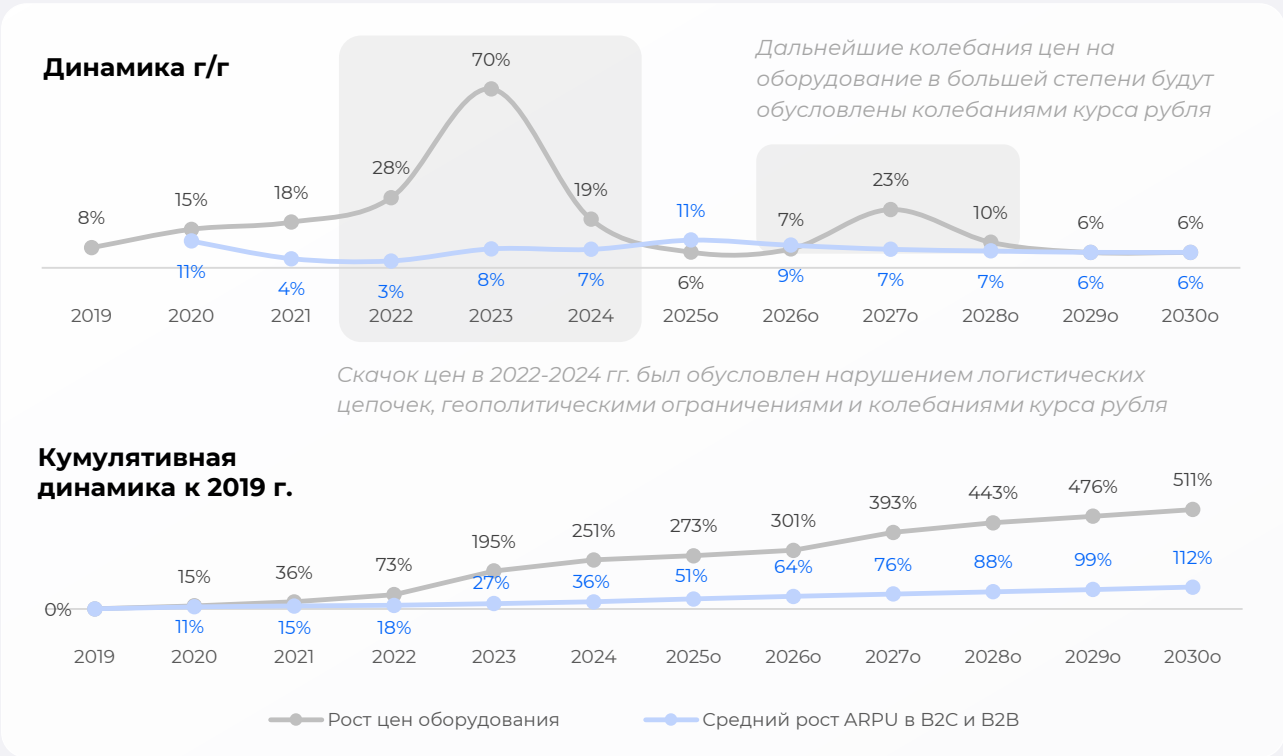
Источник: TMT Consulting, Совкомбанк

Тенденции развития российского рынка телекоммуникаций

2x составил рост стоимости базовых станций (БС) и серверов с 2021 года

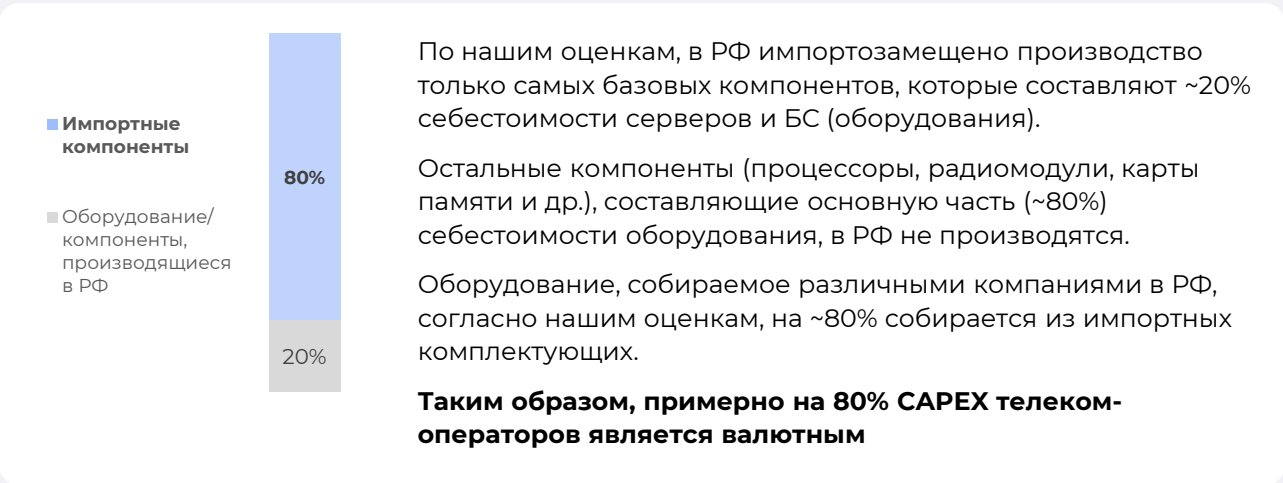
При этом ARPU не растет так же, как растут цены на оборудование

Динамика цен на оборудование (сервера и БС) и ARPU в 2019-2030 гг.



Источник: Совкомбанк, ФТС, Росстат, компании

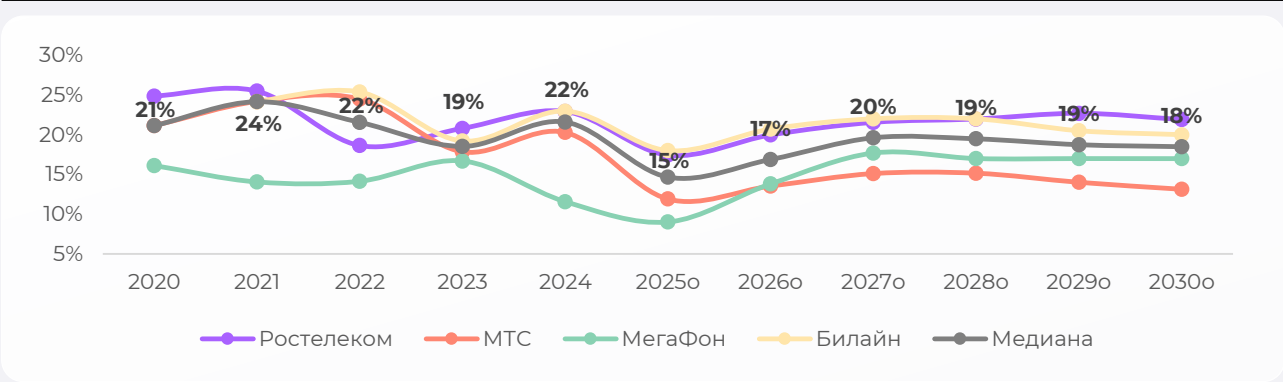
Валютная структура себестоимости оборудования для операторов связи в РФ



Источник: Совкомбанк

- В связи с ростом % ставки по кредитам и ростом долговой нагрузки игроки решили сократить объемы CAPEX в 2025 г. и высвободившийся FCF направить на снижение долговой нагрузки. Считаем, что сокращение CAPEX прежде всего будет происходить за счет сокращения части CAPEX на развитие
- В 2026-2027 гг. на фоне ожидаемого смягчения ДКП мы прогнозируем, что игроки начнут возвращать свои инвестиции в CAPEX на развитие в абсолютном выражении к уровням 2024 г., и даже выше – из-за эффекта отложенного спроса и роста цен.
- Однако в относительном выражении значения будут ниже, так как выручка в соответствующие периоды продолжала рост, в том числе за счет развития asset-light направлений.

CAPEX компаний, % от выручки



Источник: Совкомбанк, компании

Усредненная по RTKM и MTSS структура CAPEX



Источник: Совкомбанк, компании

- **В 2024 г. МТС сообщил о намерении продать свой башенный бизнес.** Продажа башенного бизнеса позволяет существенно снизить CAPEX на оборудование и OPEX на обслуживание. Позитивный эффект на FCF частично нивелируется возникновением арендных платежей, однако в целом сделка приводит к позитивному NPV для акционеров.

Башенный оператор размещает на инфраструктуре не только БС этого мобильного оператора, но и других. Это позволяет более эффективно управлять башнями. В итоге арендные платежи меньше, чем CAPEX и OPEX мобильного оператора, который до этого на этой инфраструктуре держал только свои БС.

Помимо существенного роста CAPEX есть еще ряд факторов, негативно влияющих на игроков отрасли.

1/3 денежных расходов составляют затраты на персонал

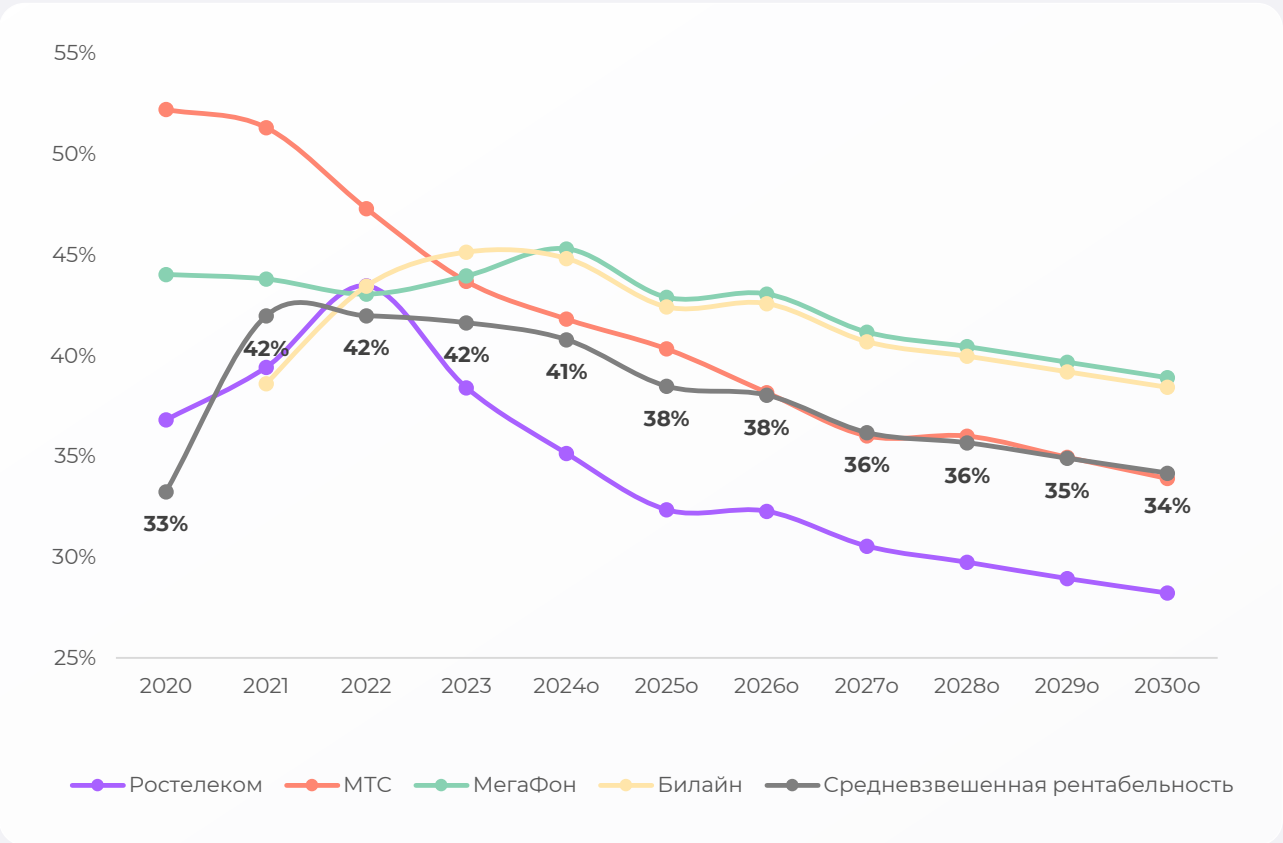
20% составил средний рост зарплат в 2022-2024 гг.

➤ ФАС ограничивает компании в повышении тарифов на мобильную и интернет связь

➤ В итоге, рост стоимости оборудования и затрат на персонал, а также регуляторные ограничения ФАС на повышение тарифов связи приводят к устойчивому снижению рентабельности отрасли.

Ростелеком и МТС компенсируют падение рентабельности развитием новых сегментов, в то время как МегаФон и Билайн оказываются более чувствительны к росту затрат и регуляторным ограничениям.

Рентабельность основного сегмента (услуг связи) основных игроков российского рынка телекоммуникаций

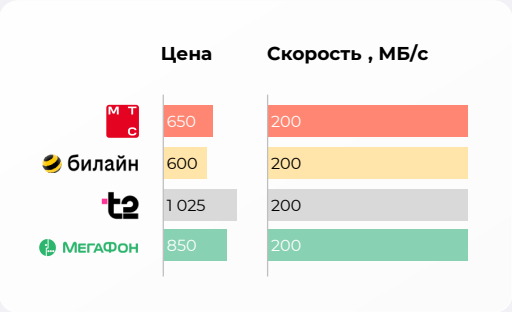


Сравнение тарифов операторов мобильной связи

Компании активно конкурируют друг с другом, придумывая различные тарифы и бандлы. Также активно используются промоакции, в рамках которых новым абонентам дается существенная скидка на первые 3 месяца, а затем стоимость за месяц вырастает до нормальных значений (обычно это очень чувствительная разница).

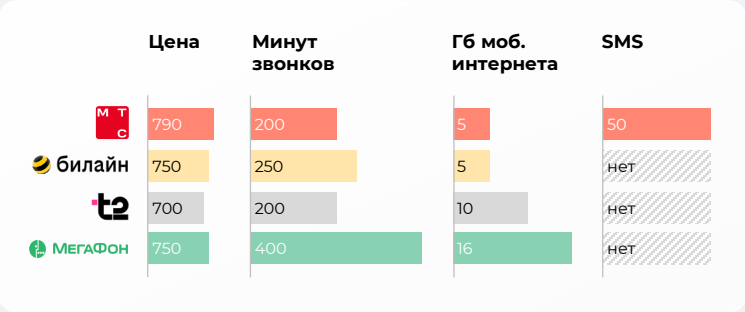
Считаем, что в соотношении цена/качество/набор услуг из всех операторов Биг-4 выигрывает МТС. Его полный бандл ШПД+ТВ+Связь является одним из самых дешевых, при этом дает больше всех ТВ-каналов, минут звонков и включает в себя подписку на видео-стриминг и безлимитный трафик в соц. сетях и мессенджерах.

Сравнение тарифов на ШПД при скорости 200 МБ/с



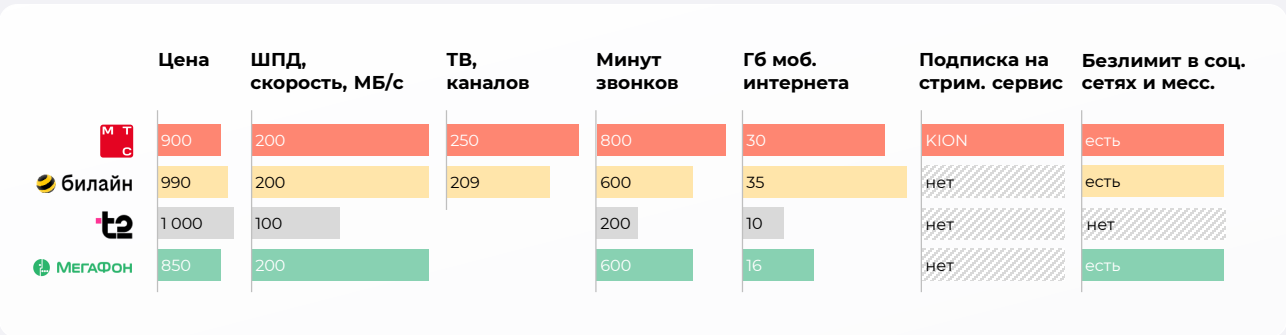
Источник: Совкомбанк, компании

Сравнение тарифов на мобильную связь при сопоставимых ценах



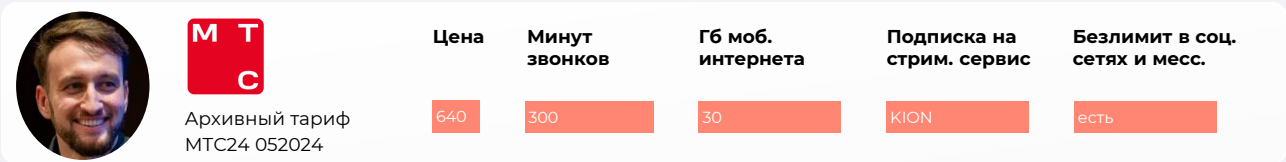
Источник: Совкомбанк, компании

Сравнение тарифов на бандл «ШПД+ТВ+Мобильная связь» по самым низким ценам



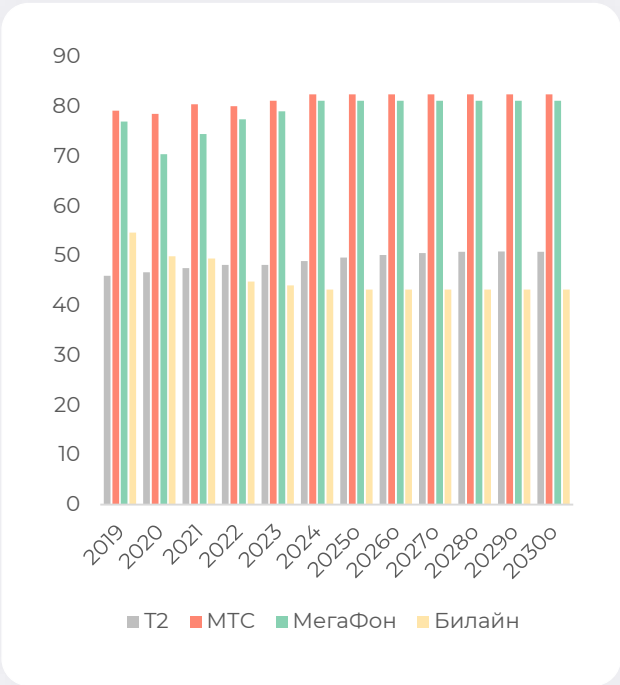
Источник: Совкомбанк, компании

Тариф, используемый аналитиком



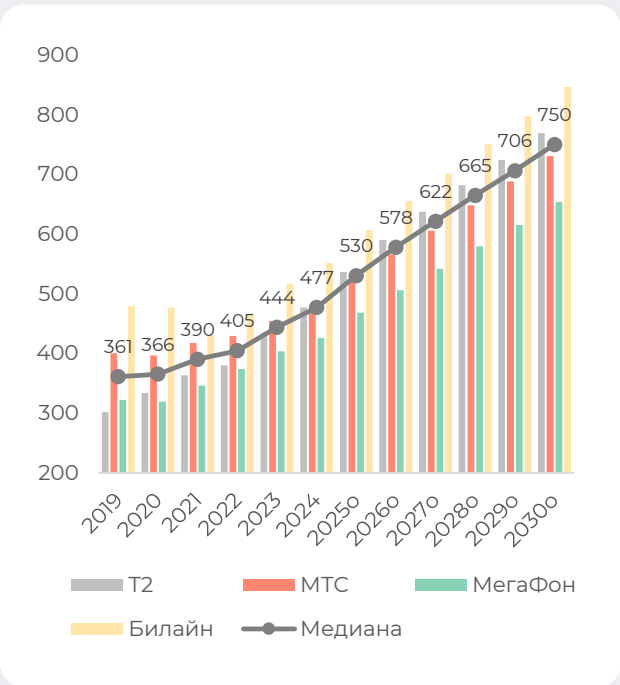
Операционные показатели

Абоненты мобильной связи, млн



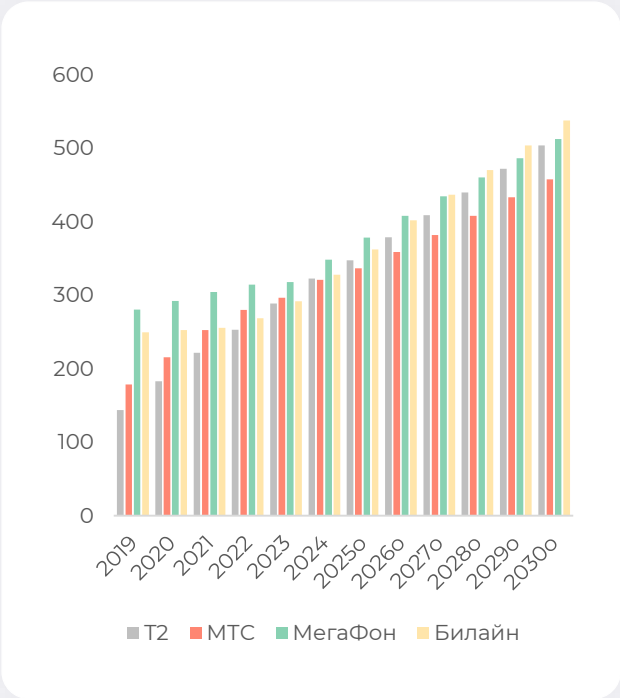
Источник: Совкомбанк, компании

Mobile ARPU (руб./месяц)



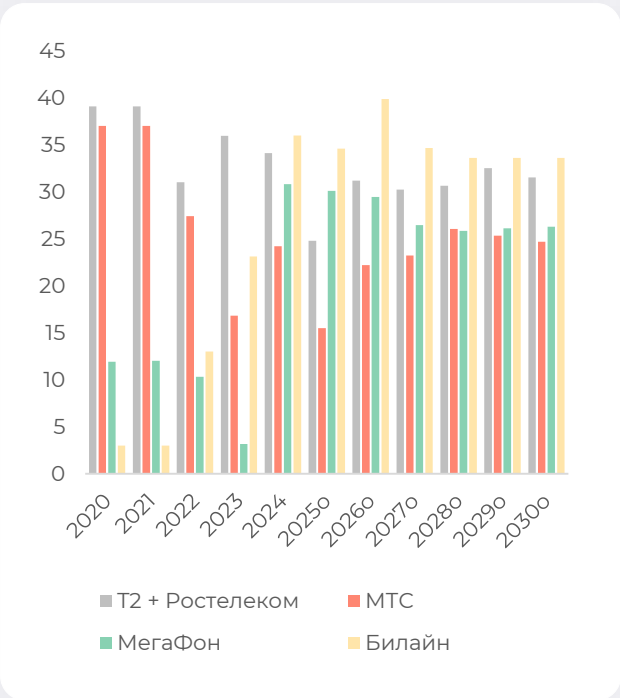
Источник: Совкомбанк, компании

Базовые станции/вышки, тыс. шт.



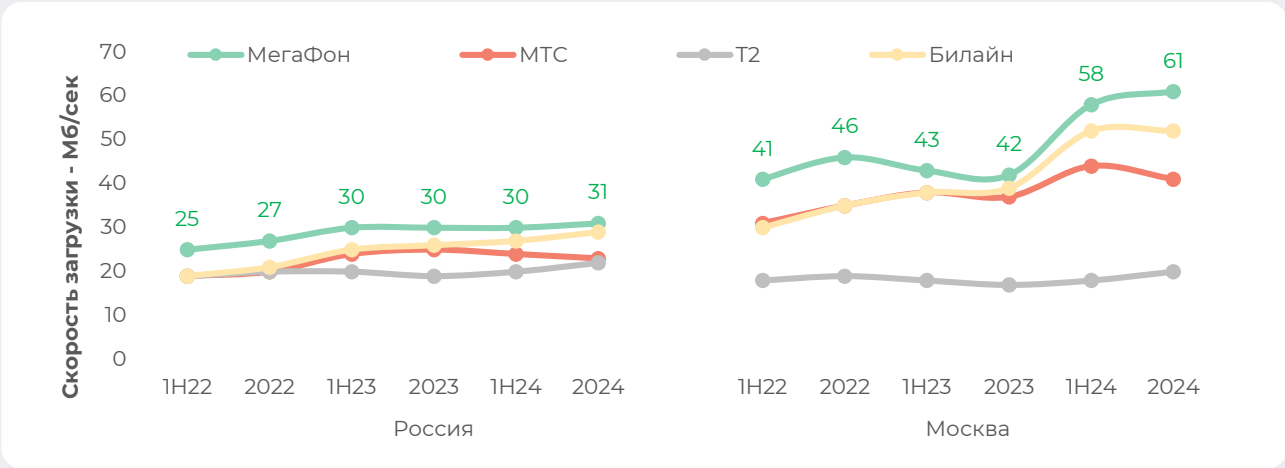
Источник: Совкомбанк, TelecomDaily, Коммерсант, Ведомости

Количество новых базовых станций, тыс. шт.



Источник: Совкомбанк, компании

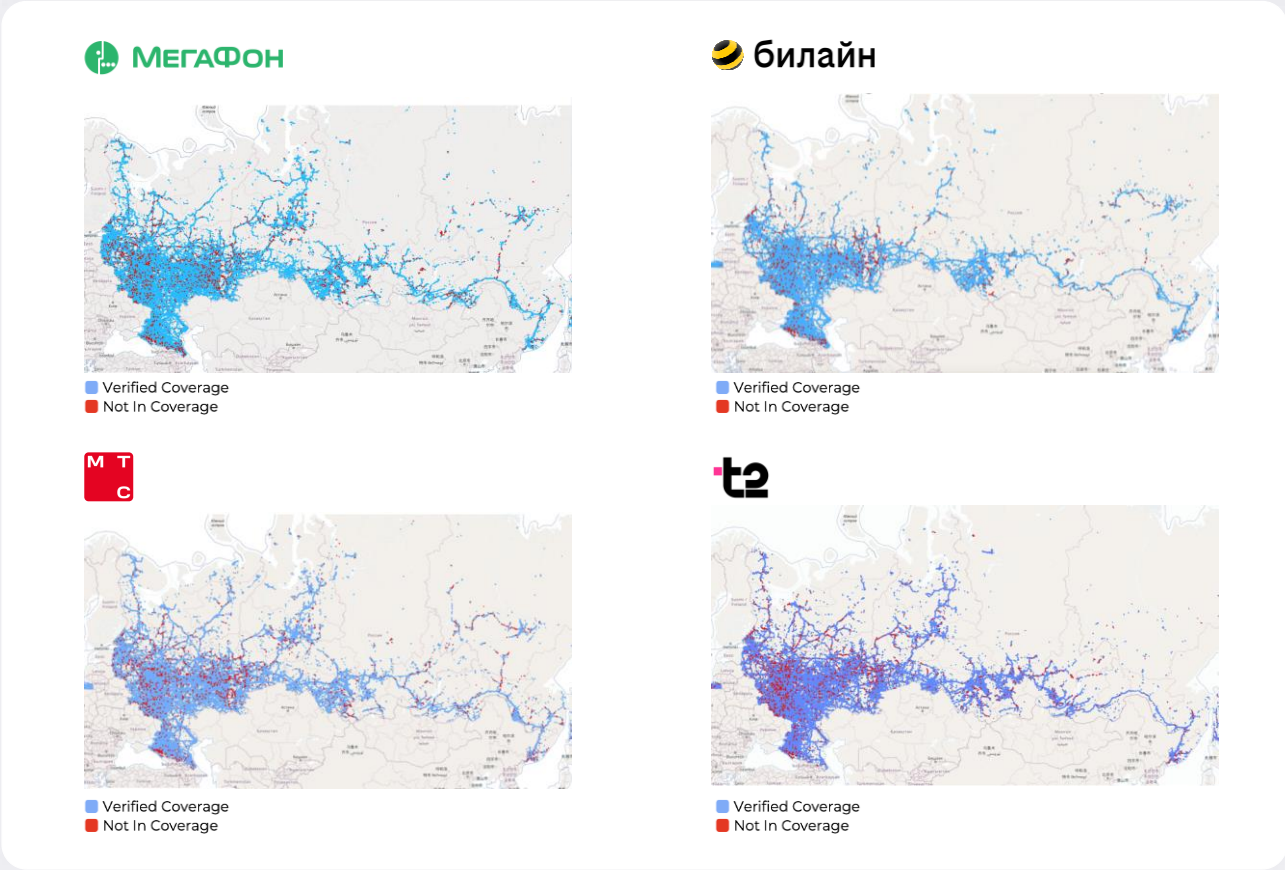
Самая быстрая сеть по скорости загружаемых данных – у МегаФон



Источник: Совкомбанк, SpeedTest

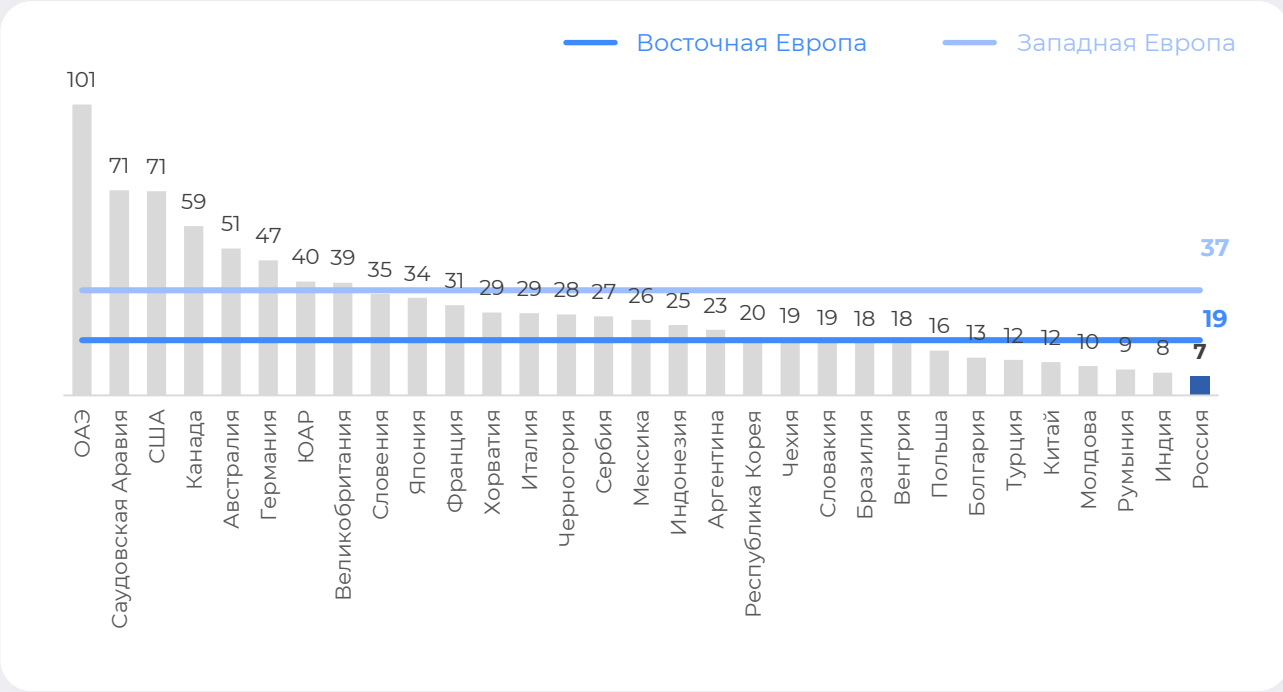
Самое широкое покрытие сетью в РФ – у МегаФон

Оператор	Coverage Score (%)	Проверенная зона покрытия (км²)	Количество устройств
МегаФон	4,92	818 041	712 885
МТС	4,46	739 947	617 897
Tele2	4,3	712 017	491 317
Билайн	3,38	557 996	380 941



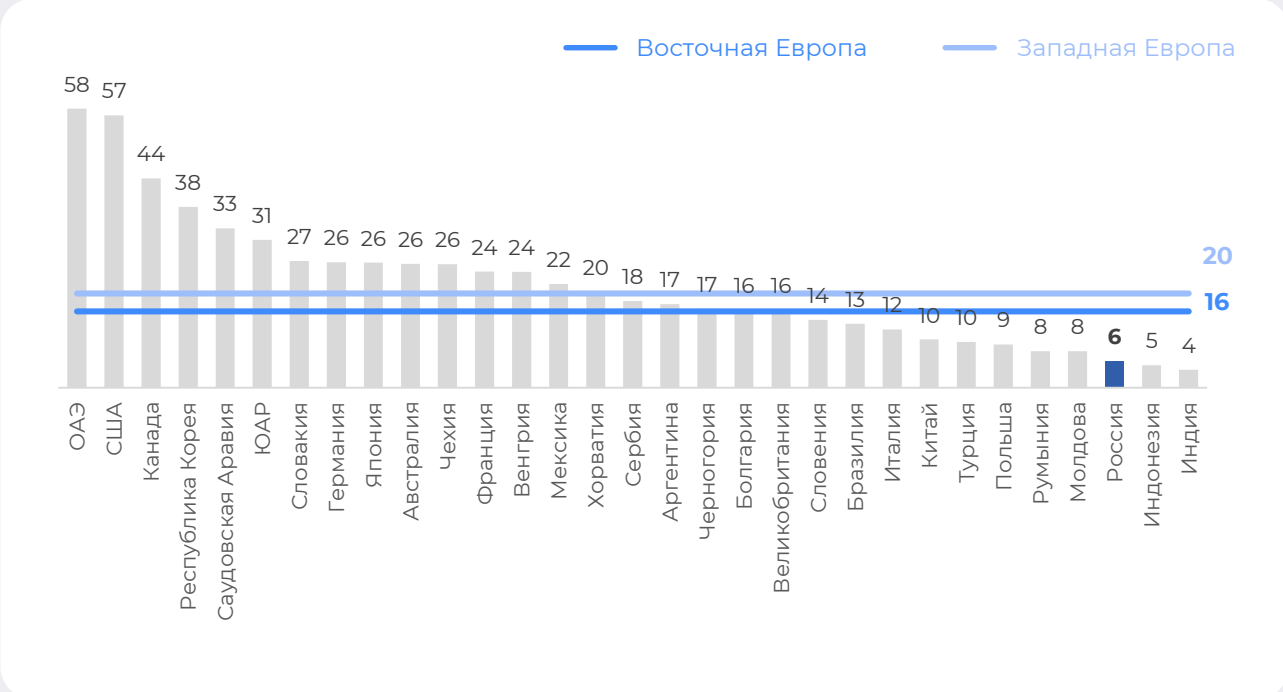
Тарифы операторов других стран

Сравнение тарифов на ШПД (60 МБ/с или больше, безлимит, проводной / ADSL), долл. США в месяц



Источник: Совкомбанк, Numbeo

Сравнение тарифов на мобильную связь (звонки и 10ГБ+ моб интернета), долл. США в месяц



Источник: Совкомбанк, Numbeo



Особые темы

02

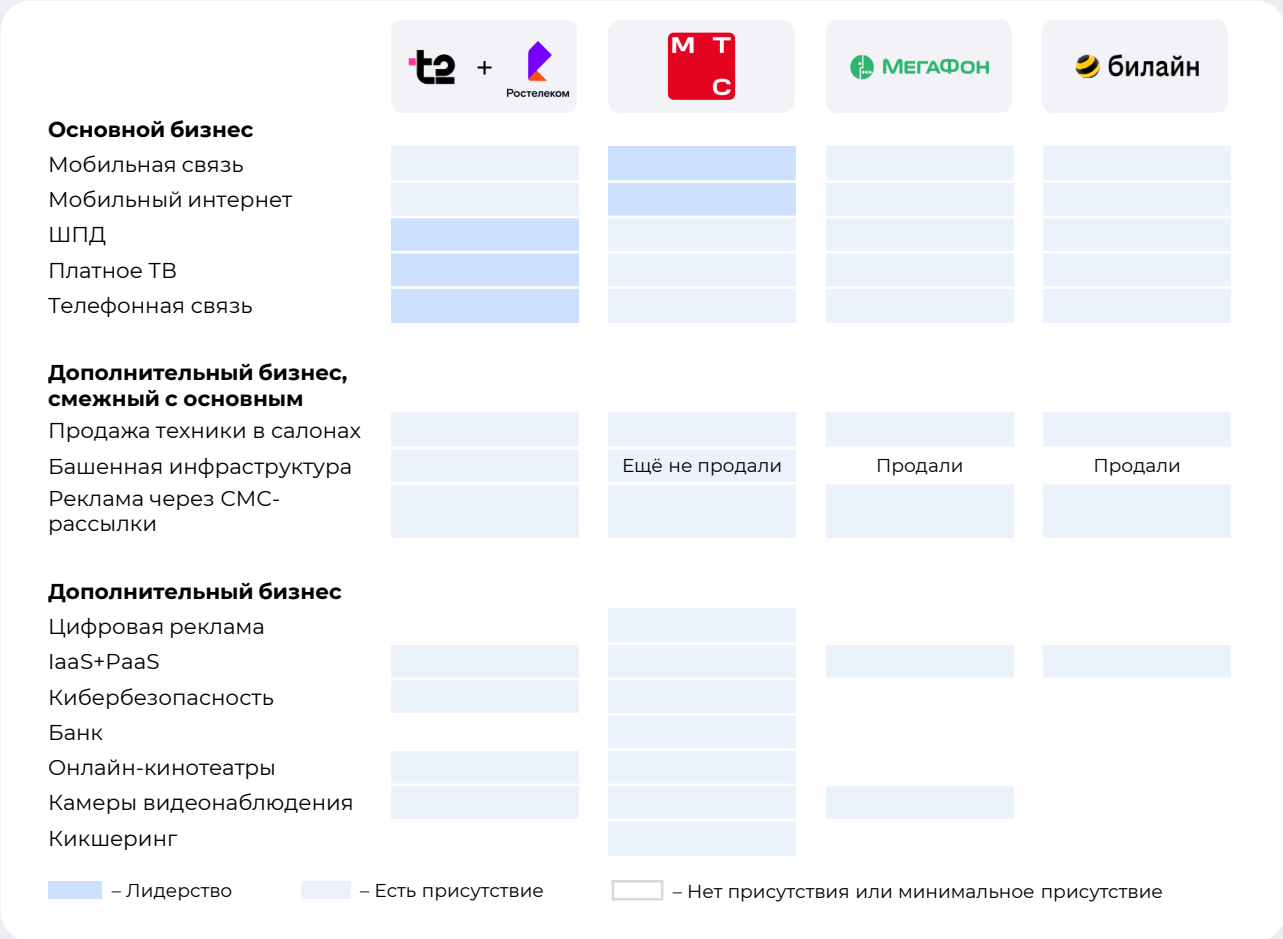
Развитие дополнительных сегментов

- >

Телекоммуникационные компании РФ в целом следуют общемировым трендам, таким как:

 - Дополнение классического платного ТВ собственными сервисами видеостриминга.** Клиенты начинают отдавать предпочтение видеостриминговым сервисам. Они позволяют смотреть как ТВ-каналы, так и фильмы с сериалами. Телеком-компании не хотят терять клиентов, поэтому начинают развивать собственные стриминговые сервисы либо покупают в рамках M&A сторонние сервисы. Эти стриминговые сервисы предлагаются клиентам в рамках тарифов на мобильную связь или домашний интернет.
 - Коммерциализация собственных ЦОДов.** Так как у телеком-операторов есть недоиспользованные мощности в собственных ЦОДах, они начинают предлагать IaaS- и PaaS-услуги, которые позволяют получать дополнительную высокомаржинальную выручку.
 - Прочие дополнения, которые позволяют включать в тариф дополнительные сервисы, повышая лояльность существующей клиентской базы и привлекая новую.**

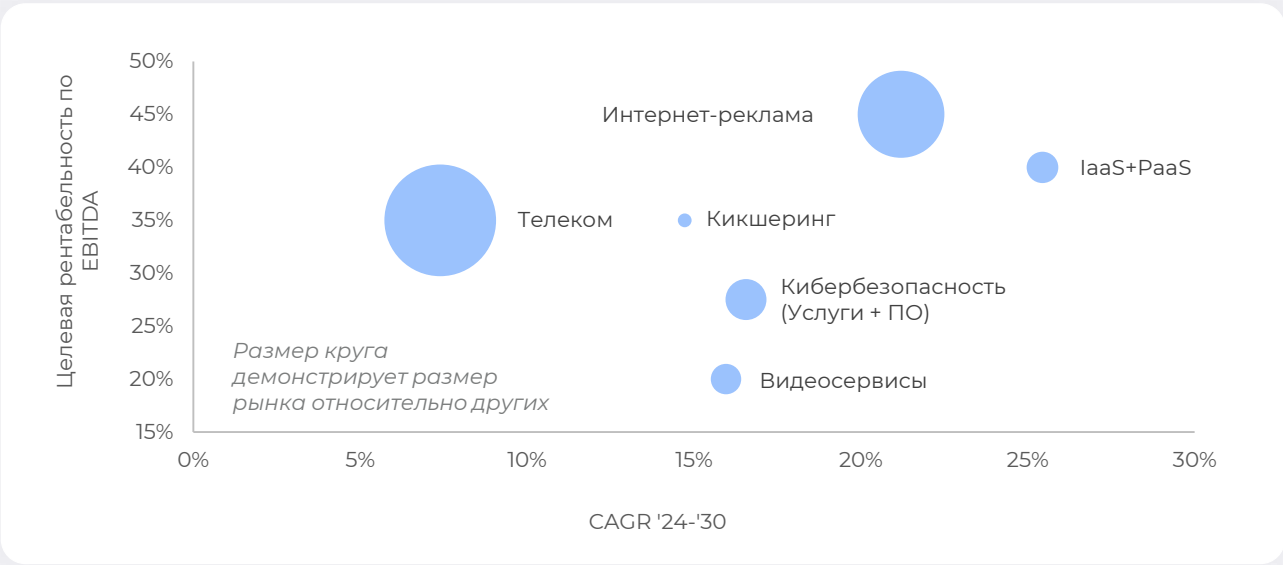
Самый диверсифицированный бизнес среди Биг-4 – у МТС



➤ Все новые направления, которые телеком-операторы стараются включить в свое продуктовое предложение, демонстрируют более высокие прогнозные темпы роста. Однако далеко не все из этих направлений обладают целевой рентабельностью по EBITDA, которая была бы равна или выше текущей рентабельности основного бизнеса телеком-операторов.

При этом стоит отметить, что некоторые из этих направлений (рекламный бизнес, IaaS+PaaS, видеостриминг, кибербезопасность) являются менее CAPEX-intensive бизнесами. Соответственно, их FCF-рентабельность может быть выше, чем у основного сегмента телеком-операторов.

Карта рынков российских телеком-операторов



Источник: Совкомбанк, компании

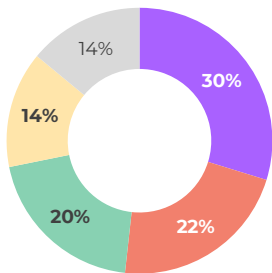
Прогнозы темпов роста рынков

	2022	2023	2024	2025o	2026o	2027o	2028o	2029o	2030o
Объем рынка, млн руб.									
Телеком	1 829	1 921	2 040	2 244	2 424	2 593	2 775	2 947	3 129
IaaS+PaaS	91	121	162	198	268	352	439	531	627
Видеосервисы	87	112	150	179	214	252	290	328	364
Кикшеринг	13	22	31	38	48	55	60	65	69
Реклама	520	863	1 235	1 604	2 068	2 537	2 991	3 422	3 882
Кибербезопасность (Услуги + ПО)	193	248	273	314	372	446	526	608	683
Темпы роста									
Телеком	1%	5%	6%	10%	8%	7%	7%	6%	6%
IaaS+PaaS	47%	34%	33%	22%	35%	31%	25%	21%	18%
Видеосервисы	-12%	29%	34%	19%	20%	18%	15%	13%	11%
Кикшеринг	64%	68%	38%	23%	26%	16%	8%	8%	7%
Реклама	-24%	66%	43%	30%	29%	23%	18%	14%	13%
Кибербезопасность (Услуги + ПО)	4%	28%	10%	15%	19%	20%	18%	15%	12%

Источник: Совкомбанк, ЦСР, TelecomDaily, J'son partners, TMT Consulting, iKS Consulting, АРИР, Трушеринг

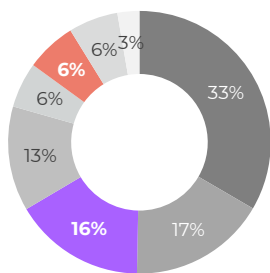
➤ Доли рынков по итогам 2024 г., если не указано иное

Телеком



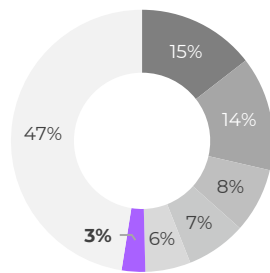
- Ростелеком
- МТС
- МегаФон
- Билайн
- Прочие

Видеосервисы



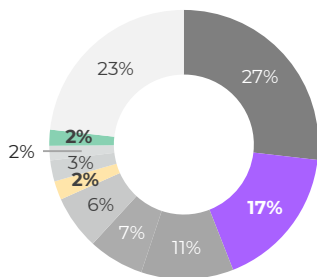
- Кинопоиск (Яндекс)
- Иви
- Wink (Ростелеком)
- Okko (Сбер)
- Start (МегаФон; доля <50%)
- KION (МТС)
- Premier (Газпром-медиа)
- Прочие

Кибербезопасность (ПО+Услуги) по итогам 2023 г.



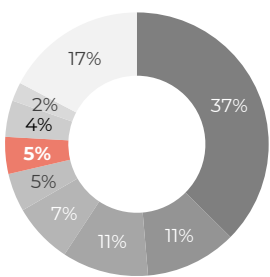
- Касперский
- Positive
- ИнфоТеКС
- Код Безопасности
- UserGate
- Солар (Ростелеком)
- Прочие

IaaS+PaaS



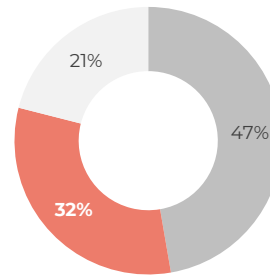
- Cloud.ru (Сбер)
- РТК ЦОД (Ростелеком)
- Yandex.Cloud
- Selectel
- MWS (МТС)
- Beeline.Cloud
- VK Cloud
- Softline
- МегаФон
- Прочие

Реклама



- Яндекс
- Avito
- Ozon
- BK
- Wildberries
- МТС
- Инфлюенс-маркетинг
- Реклама в мессенджерах
- Прочие игроки

Кикшеринг по поездкам по итогам 2024 г.



- Whoosh
- Urent (МТС)
- Yandex.GO

Снижение рентабельности по EBITDA

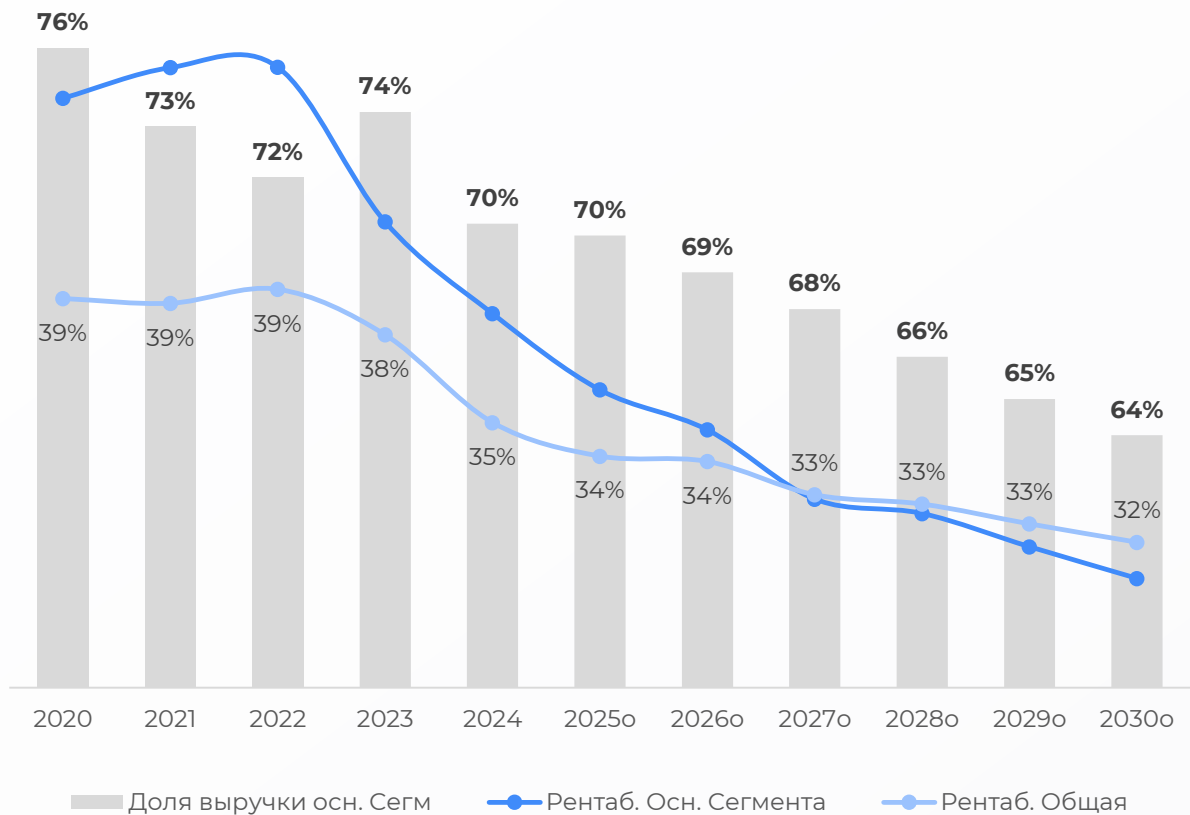
➤ **Снижение рентабельности по EBITDA телекоммуникационных компаний только частично компенсируется развитием новых сегментов их бизнеса.**

На фоне регуляторных ограничений ФАС на индексацию тарифов связи, темпы роста расходов, в том числе CAPEX, несоразмерны темпам роста выручки, что негативно сказывается на финансовых результатах основного сегмента телекоммуникационных компаний.

При этом развитие дополнительных сегментов не позволяет полностью компенсировать этот негативный эффект, так как рентабельность по EBITDA большинства из них ниже рентабельности основного сегмента.

В будущем мы ожидаем продолжения данного негативного тренда. При этом для компаний, которые не имеют дополнительных сегментов бизнеса, снижение рентабельности EBITDA может быть более стремительным.

Рост доли в выручке вторичных сегментов лишь частично компенсирует снижение рентабельности основного сегмента.



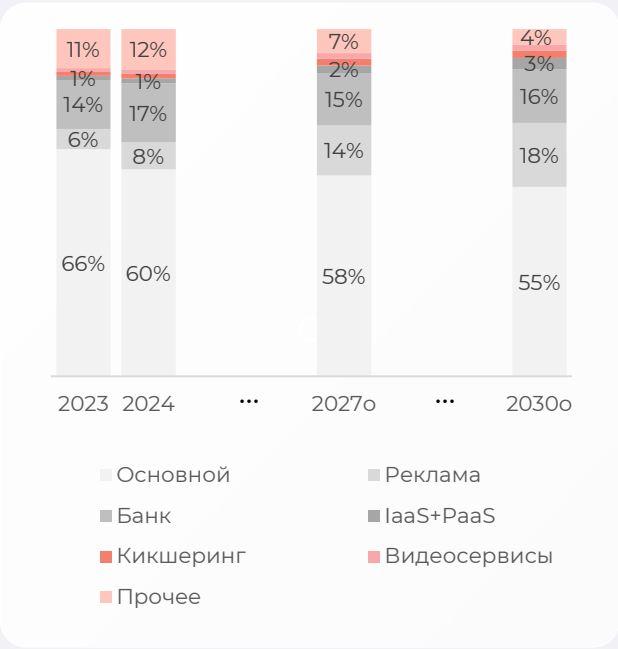
Источник: Совкомбанк, компании



На примере компаний МТС и Ростелеком видно, что рентабельность дополнительных сегментов бизнеса зачастую не превышает рентабельность основного сегмента.

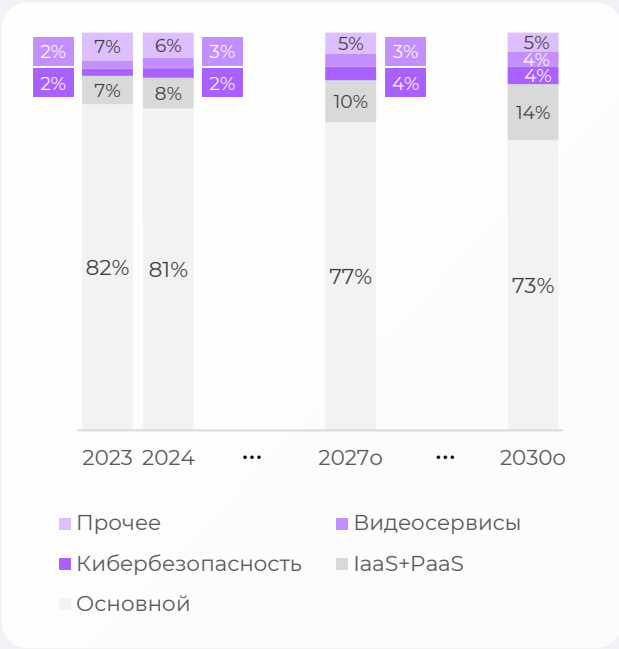
Следовательно, рост их доли в выручке не компенсирует полностью негативный эффект от снижения рентабельности основного сегмента.

Структура выручки МТС по сегментам



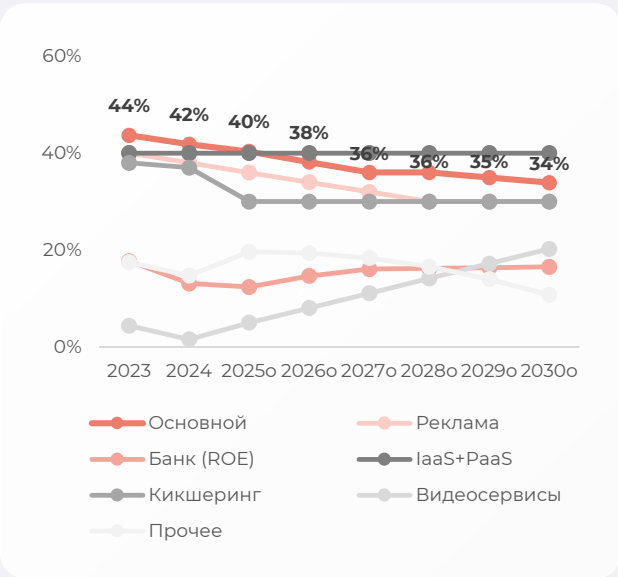
Источник: Совкомбанк, компания

Структура выручки Ростелеком по сегментам



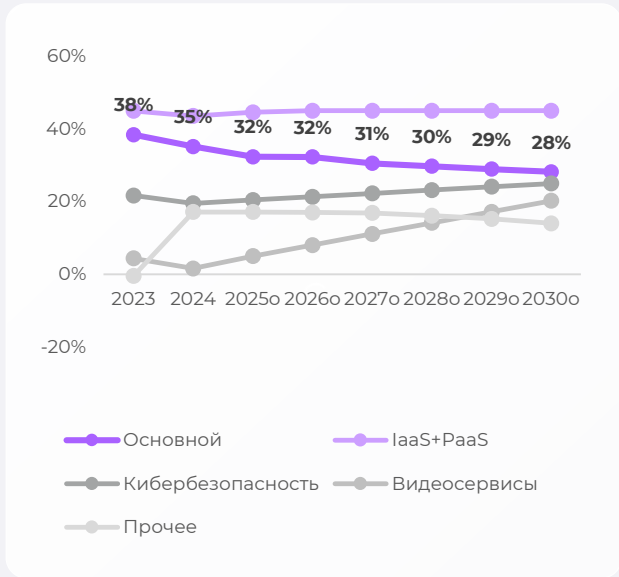
Источник: Совкомбанк, компания

Рентабельность сегментов по EBITDA - МТС



Источник: Совкомбанк, компания

Рентабельность сегментов по EBITDA - Ростелеком



Источник: Совкомбанк, компания

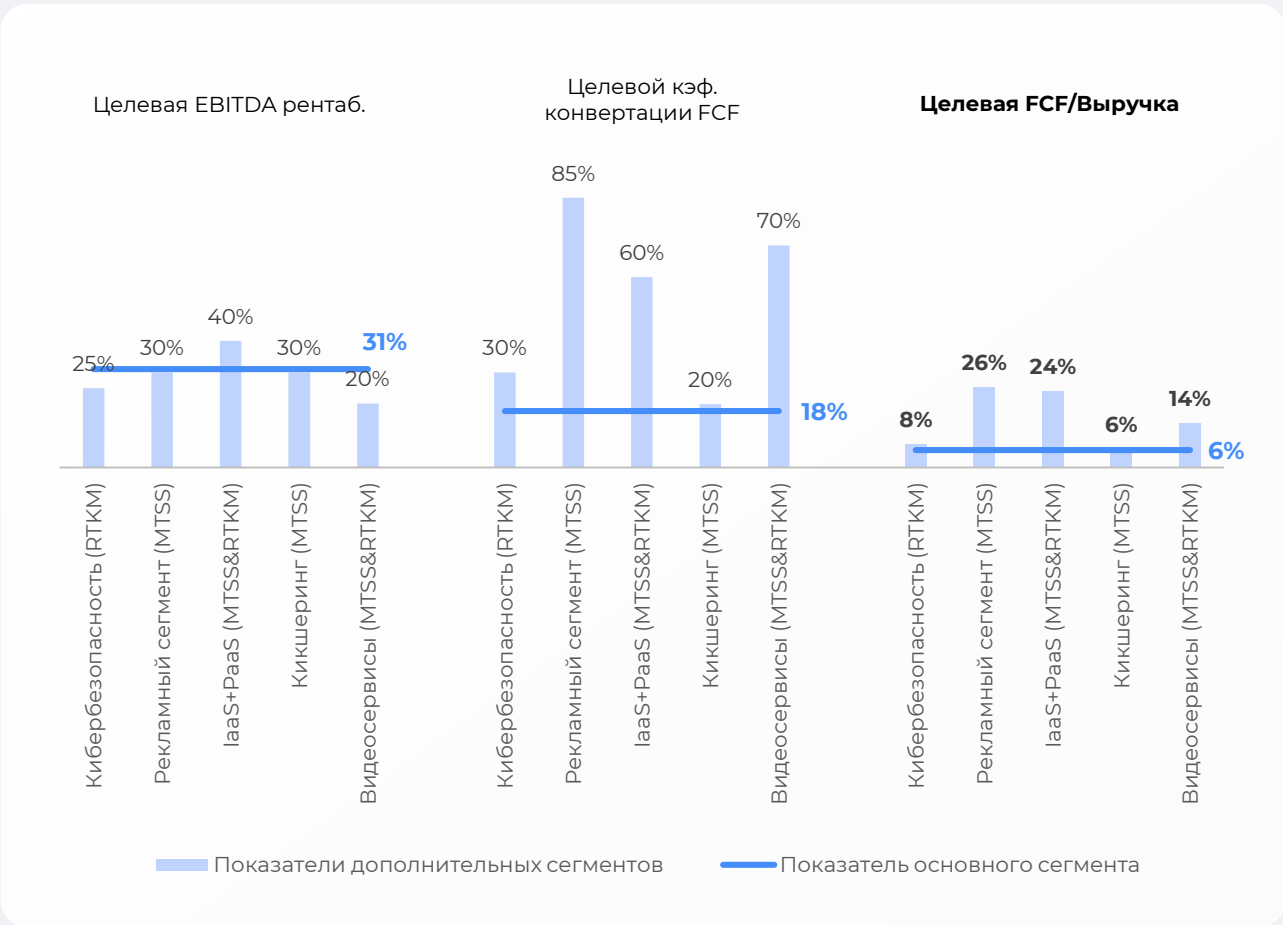
Зачем тогда развивать доп. сегменты ?

> Несмотря на сопоставимые или более низкие показатели рентабельности по EBITDA, дополнительные сегменты имеют более высокие коэффициенты конвертации EBITDA в FCF.

Все потому, что дополнительные сегменты имеют более asset-light бизнес-модели и не требуют таких же значительных инвестиций в CAPEX, как основной телекоммуникационный сегмент.

В итоге рентабельность дополнительных сегментов по FCF в большинстве случаев значительно превосходит FCF-рентабельность основного сегмента.

Asset-light бизнес-модели дополнительных сегментов позволяют демонстрировать более высокую FCF-доходность



Источник: оценки Совкомбанк

> Таким образом, несмотря на снижающуюся рентабельность по EBITDA, показатель FCF Ростелекома и МТС будет расти. Это будет происходить за счет дальнейшего роста asset-light сегментов, не требующих таких же значительных объемов CAPEX, как основной сегмент.

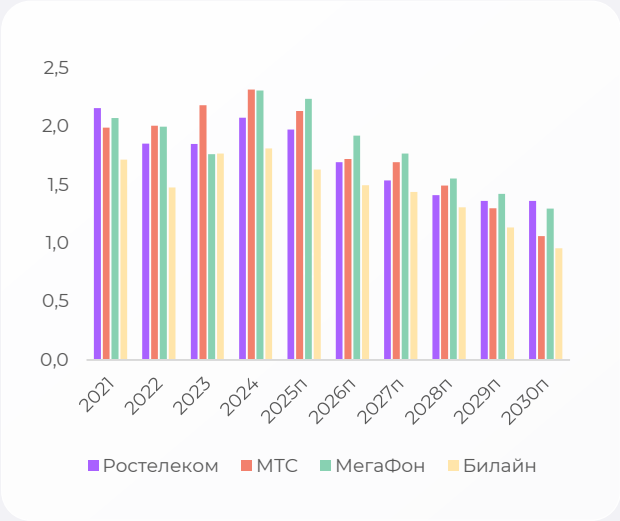
Долговая нагрузка

Несоответствие темпов роста выручки темпам роста расходов привело к росту долговой нагрузки телекоммуникационных компаний. В связи с этим ожидать роста их чистой прибыли и FCF стоит только по мере смягчения ДКП либо снижения CAPEX на ОС.

При этом второе приведет к деградации сети и может вызвать отток клиентов. Таким образом, операторы вынуждены постоянно инвестировать в инфраструктуру, чтобы не терять долю рынка. Однако они могут отказаться от CAPEX на расширение.

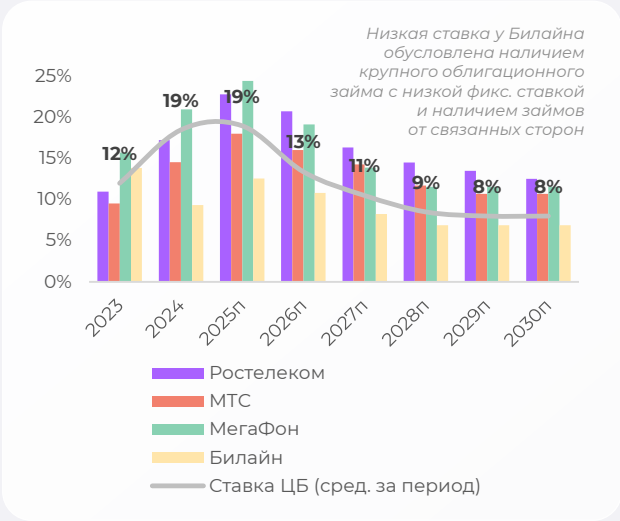
Так, например, Ростелеком и МТС публично объявили о сокращении CAPEX в 2025 г., а МегаФон начал снижать CAPEX еще в 2024 г.

Чистый долг / EBITDA (IAS 17)



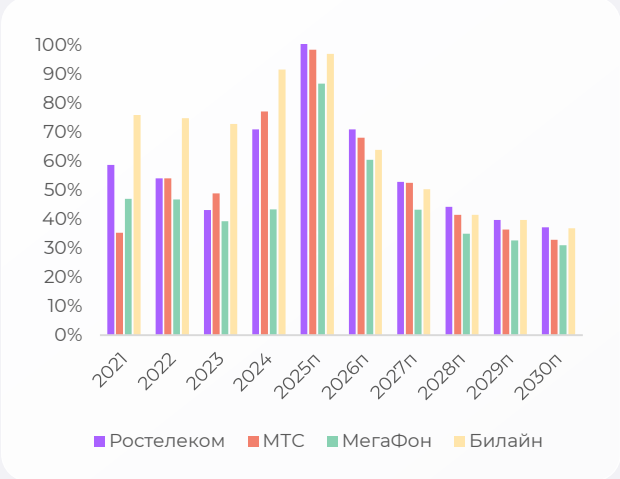
Источник: Совкомбанк, компании

Эффективная ставка % расходов



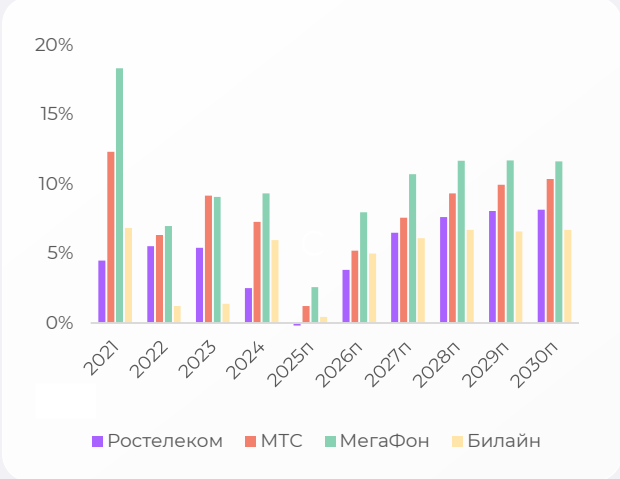
Источник: Совкомбанк, компании

Доля % расходов в EBIT



Источник: Совкомбанк, компании

Рентабельность чистой прибыли



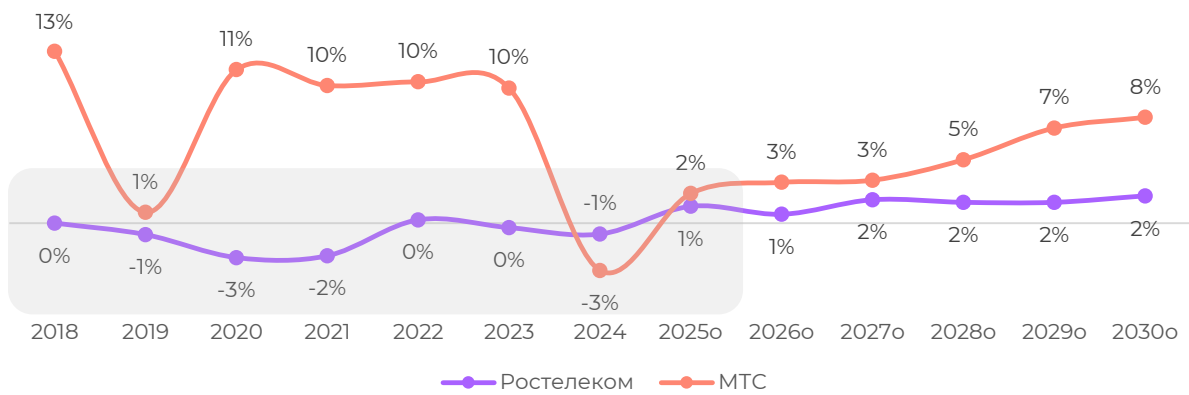
Источник: Совкомбанк, компании

Дивидендная привлекательность

➤ Последние семь лет Ростелеком активно инвестировал свободные средства, в том числе в проекты государственной важности. Мы не ожидаем смены данного паттерна.

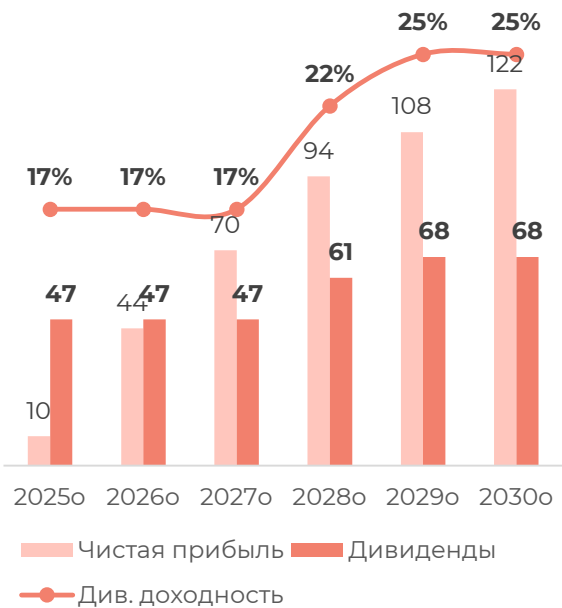
С точки зрения дивидендов МТС выглядит более привлекательно. В том числе главному акционеру (АФК Система) необходимы денежные потоки для инвестиций и обслуживания долговой нагрузки.

FCF/Выручка



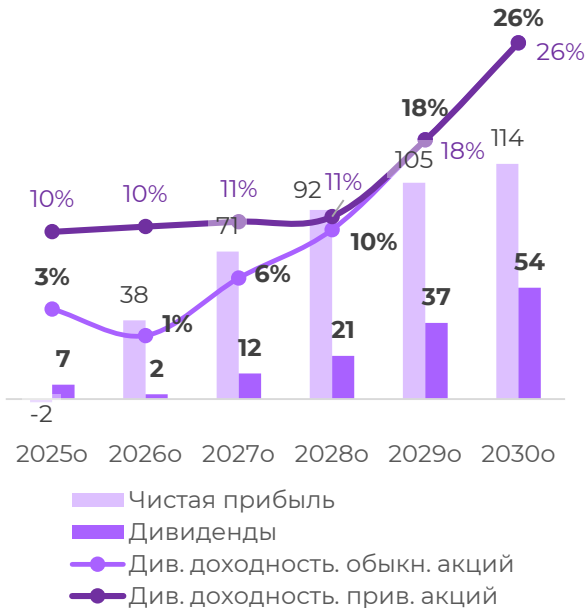
Источник: Совкомбанк, компании

Дивидендная база, выплаченные акционерам МТС дивиденды и див. доходность, млрд руб. и %



Источник: Совкомбанк, компании

Дивидендная база, выплаченные акционерам Ростелеком дивиденды и див. доходность, млрд руб. и %



Источник: Совкомбанк, компании

IPO дочерних компаний

С точки зрения IPO дочерних компаний Ростелеком выглядит привлекательнее, чем МТС.

Для расчета теоретического эффекта IPO дочек на капитализацию компаний мы рассчитали теоретическую оценку дочек, допуская, что их чистый долг в рамках IPO будет стремиться к нулю.

Логика нашего предположения в том, что при выходе на IPO эмитент будет стремиться показать максимально привлекательные финансовые показатели для получения наивысшей возможной оценки.

Снижение чистого долга до нуля с помощью оформления всех кредитов на материнскую организацию позволит повысить справедливую стоимость.

Также мы не видим активности дочерних организаций МТС и Ростелекома на долговом рынке. Это является дополнительным аргументом к нашему тезису.

Ростелеком

 Ростелеком	CAGR выручки '24-'29	Сред. Рентаб. EBITDA '24-'29	EBITDA '25 млрд руб.	Оценочный мультипликатор EV/ EBITDA '25 IFRS 16	Теоретическая оценка сегментов и текущая капитализация Ростелекома, млрд руб.	Как оценивается сейчас (согласно консолидированному мультипликатору)	Дополнительная стоимость, млрд руб.	Теоретический эффект на капитализацию Ростелекома в случае IPO дочек
Ростелеком консолиди- рованно	11%	36%	324	2,7x	210			
Основной бизнес	8%	39%	274	2,7x	73			
ЦОДы	23%	45%	39	10x	386	105	281	134%
Кибербез	25%	22%	6	8x	48	16	32	15%

Источник: Совкомбанк, компании

МТС

 МТС	CAGR выручки '24-'29	Сред. Рентаб. EBITDA '24-'29	EBITDA '25 млрд руб.	Оценочный мультипликатор EV/ EBITDA '25 IFRS 16	Теоретическая оценка сегментов и текущая капитализация МТС, млрд руб.	Часть стоимости, которая уже учтена из-за консолидированного мультипликатора, млрд руб.	Дополнительная стоимость, млрд руб.	Теоретический эффект на капитализацию МТС в случае IPO дочек
МТС консолиди- рованно	9%	34%	272	4,0x	407			
Основной бизнес	8%	38%	200	4,0x	114			
Реклама	23%	33%	28	9x	237	113	124	31%
Самокаты	25%	22%	4	4,7x	19	16	3	1%

Источник: Совкомбанк, компании



**Deep-dive
в компании**

03

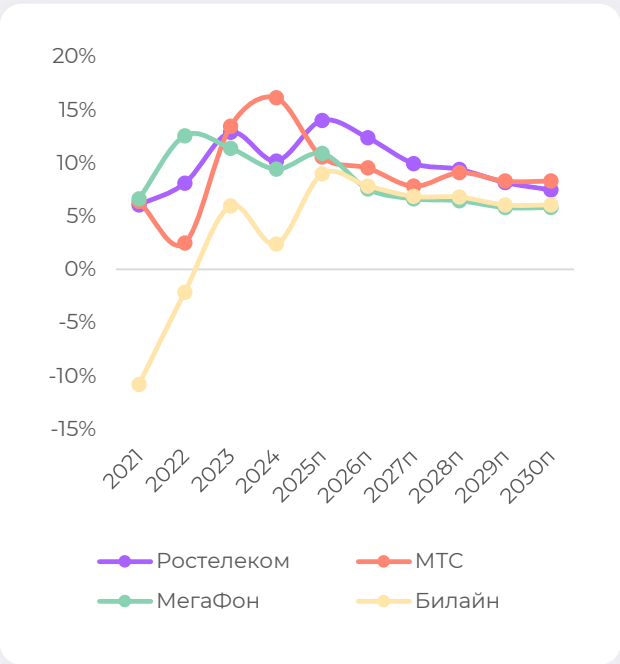


Ростелеком



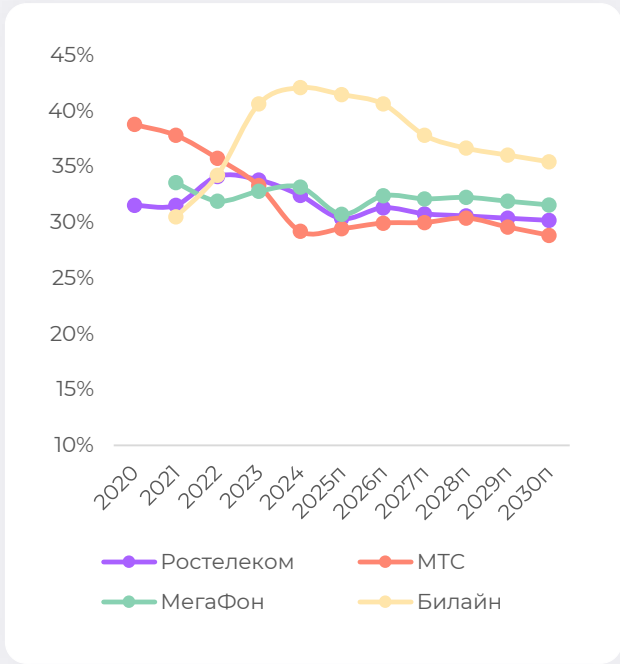
Сравнение российских компаний

Темпы роста выручки, %



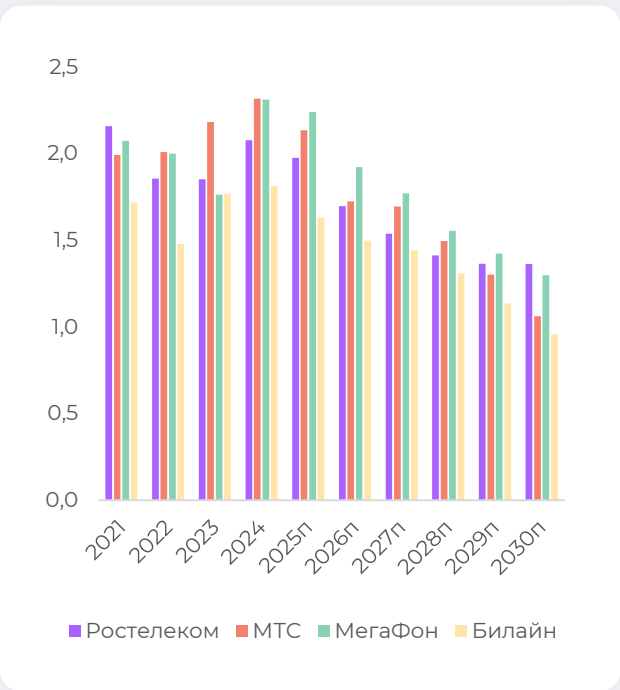
Источник: Совкомбанк, компании

Рентабельность по EBITDA IAS 17, %



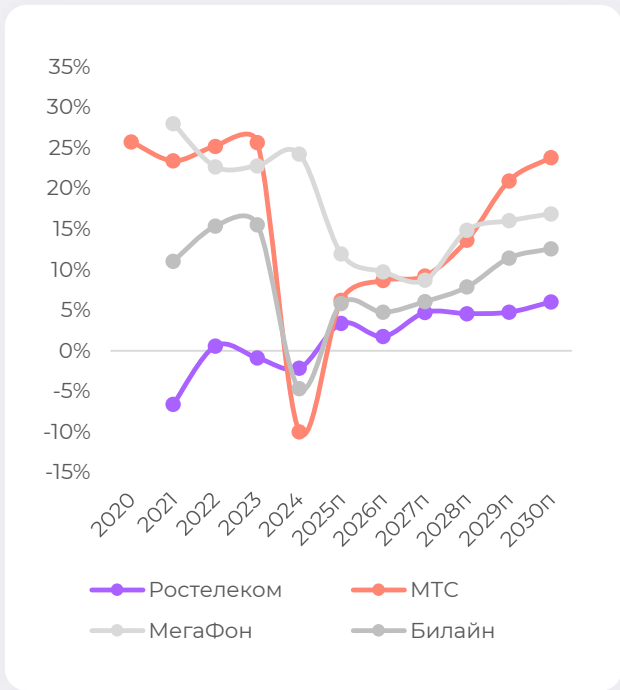
Источник: Совкомбанк, компании

Чистый долг / EBITDA (IAS 17)



Источник: Совкомбанк, компании

FCF conversion



Источник: Совкомбанк, компании

Сравнение с иностранными аналогами

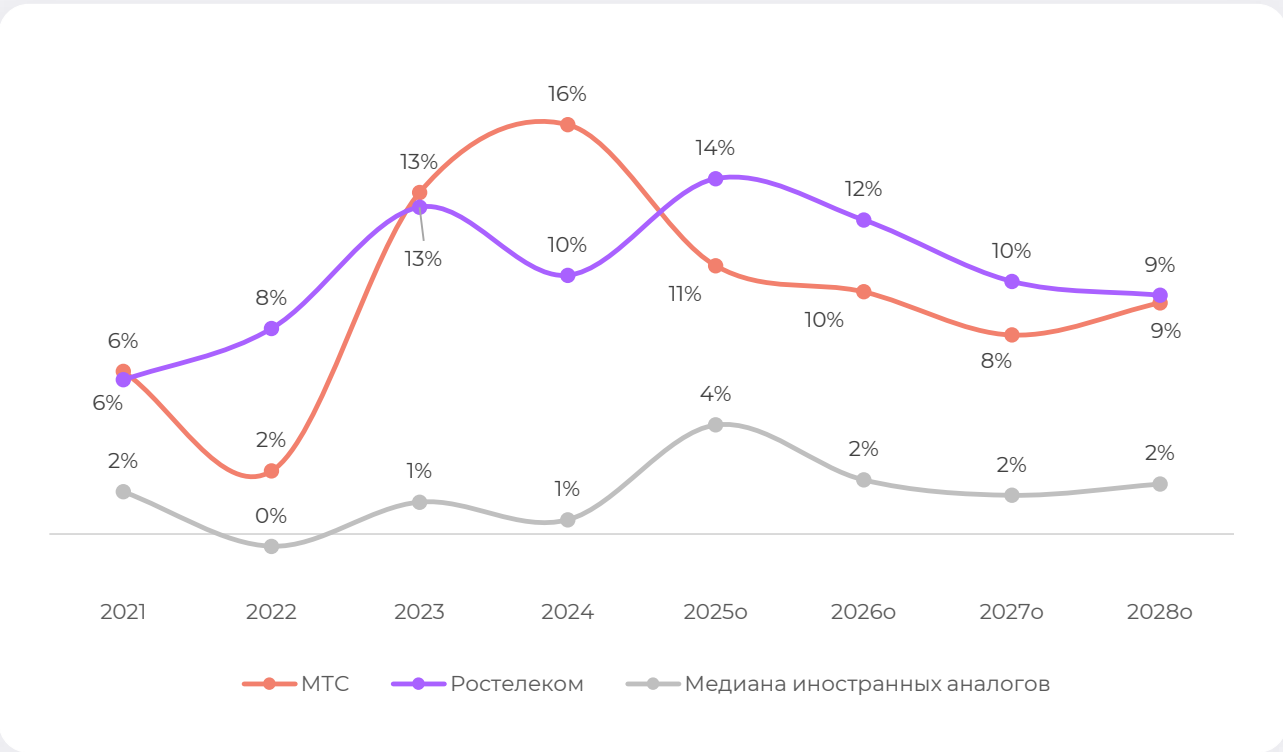
Аналоги	Мультипликаторы								
	EV/EBITDA IFRS 16			P/E			FCF Доходность		
	24	25	26	24	25	26	24	25	26
MTC	4,4x	4,0x	3,6x	8x	43x	9x	<0	4%	6%
Ростелеком	2,9x	2,7x	2,4x	11x	< 0	6x	<0	5%	3%
Медиана	3,7x	3,4x	3,0x	9x	н/п	7x	н/п	5%	4%
Премия/(Дисконт)	-38%	-43%	-47%	-28%	н/п	-34%	н/п	-5 п.п	-6 п.п
Global Telecoms									
VERIZON COMMUNICATIONS	7x	6x	6x	9x	9x	8x	11%	10%	11%
AT&T	7x	7x	6x	12x	13x	12x	8%	9%	9%
T-MOBILE US	10x	10x	9x	23x	21x	19x	7%	7%	7%
CHINA MOBILE	5x	4x	4x	13x	12x	12x	8%	8%	9%
DEUTSCHE TELEKOM	7x	6x	6x	18x	16x	14x	12%	12%	13%
VODAFONE GROUP	6x	6x	7x	19x	14x	11x	48%	22%	9%
ORANGE	5x	5x	5x	15x	15x	11x	8%	10%	11%
TELEFONICA	5x	5x	5x	16x	14x	13x	10%	11%	11%
CHINA UNICOM HONG KONG	2x	2x	2x	13x	12x	11x	14%	17%	14%
BT GROUP	5x	4x	4x	11x	11x	11x	6%	7%	9%
COMCAST	6x	6x	6x	8x	8x	8x	9%	12%	12%
Медиана	5,9x	5,9x	5,6x	13x	13x	11x	9%	10%	10%

Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Аналоги	Ключевые финансовые индикаторы										
	CAGR '24-'28			24-'28 сред. Рентаб.			24-'28 доходности		ND/EBITDA (IFRS 16)		
	Выручка	EBITDA	Чистая прибыль	EBITDA	Чистая прибыль	FCF	Див. дох.	FCF дох.	24	25	25
MTC	9%	9%	16%	35%	6%	2%	18%	5%	2,6x	2,7x	2,4x
Ростелеком	11%	9%	47%	36%	4%	1%	6%	5%	2,2x	2,1x	1,8x
Медиана	10%	9%	32%	35%	5%	1%	12%	5%	2,4x	2,4x	2,1x
Премия/(Дисконт)	8 п.п	7 п.п	27 п.п	1 п.п	-4 п.п	-12 п.п	7 п.п	-5 п.п	0,0 п.п	0,0 п.п	-0,3 п.п
Global Telecoms											
VERIZON COMMUNICATIONS	2%	3%	4%	37%	15%	14%	7%	11%	2,9x	2,7x	2,6x
AT&T	2%	3%	4%	38%	13%	14%	4%	9%	2,8x	2,5x	2,4x
T-MOBILE US	5%	7%	11%	40%	15%	21%	2%	7%	2,3x	2,3x	2,1x
CHINA MOBILE	3%	2%	3%	32%	14%	15%	6%	9%	(0,5x)	(0,8x)	(0,9x)
DEUTSCHE TELEKOM	5%	7%	11%	40%	9%	17%	3%	13%	2,9x	2,8x	2,5x
VODAFONE GROUP	-2%	-4%	-	28%	-	12%	33%	19%	3,8x	4,2x	4,4x
ORANGE	4%	5%	10%	31%	7%	8%	7%	9%	2,3x	2,2x	2,1x
TELEFONICA	2%	1%	3%	32%	5%	7%	6%	11%	2,4x	2,8x	2,7x
CHINA UNICOM HONG KONG	4%	-1%	4%	25%	6%	9%	6%	14%	(0,4x)	(0,3x)	(0,4x)
BT GROUP	0%	2%	5%	41%	9%	9%	4%	9%	2,2x	2,0x	1,9x
COMCAST	1%	1%	1%	31%	13%	12%	4%	12%	2,5x	2,4x	2,4x
Медиана	2%	2%	4%	34%	9%	13%	5%	10%	2,5x	2,5x	2,4x

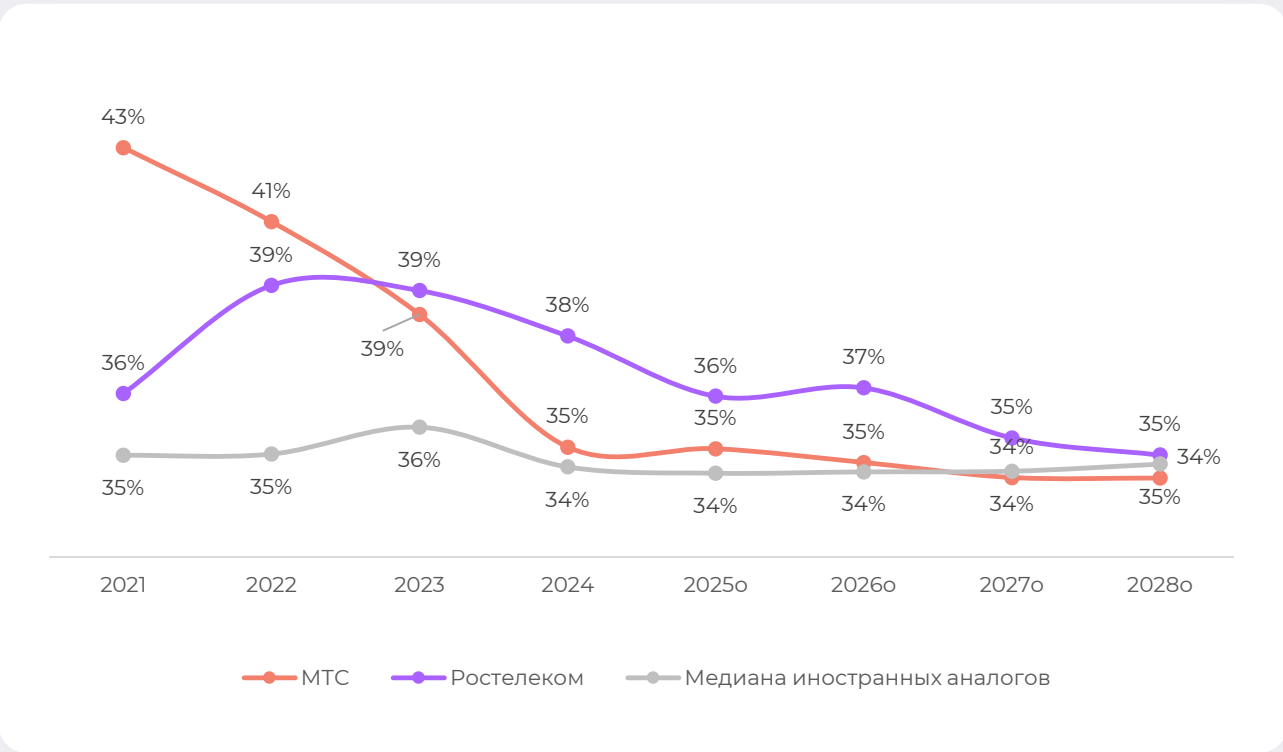
Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Темпы роста выручки



Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv

Рентабельность по EBITDA IFRS 16



Источник: Совкомбанк, компании, Refinitiv



MTC

3.1

Тикер	MTSS
Название	МТС
Стоимость акции, руб.	204
Кол-во акций, млн шт.	1 999
Капитализация, млрд. руб.	407
Рекомендация	Покупать

Структура акционеров



Источник: Совкомбанк, Компания

Важнейшие показатели

	2024	2025о	2026о
Финансовые показатели, млрд руб.			
Выручка	704	778	852
EBITDA IAS 17	205	229	255
Чистая прибыль	51	10	44
FCF	-25	17	26
Темпы роста			
Выручка	16%	11%	10%
EBITDA IAS 17	2%	11%	11%
Рентабельность			
EBITDA IAS 17	29%	29%	30%
Чистая прибыль	7%	1%	5%
FCF	-3%	2%	3%
Мультипликаторы			
EV/EBITDA IAS 17	4,7x	4,3x	3,7x
P/E	8x	43x	9x
Доходность инвестора			
Дивиденд. дох.	17%	17%	17%
Доходность FCF	-3%	4%	6%
ND/EBITDA (IAS 17)	2,3x	2,1x	1,7x

Источник: Совкомбанк, Компания



Начинаем покрытие с рекомендации

Покупать

МТС является топ-2 игроком с долей 22% на рынке телекоммуникаций РФ по итогам 2024 г. и мы ожидаем, что он сохранит свою позицию в дальнейшем.

Компания активно развивает дополнительные продуктовые предложения для улучшения тарифов.

МТС представлен в сегментах кикшеринга, IaaS+PaaS, видеосервисов, финтеха и adtech.

Основные факторы инвестиционной привлекательности

- Стабильные и предсказуемые дивидендные выплаты с высокой (18%) и «гарантированной» доходностью
- Потенциальное значительное снижение долговой нагрузки (18% долгового портфеля) за счет продажи башенного бизнеса

Риски

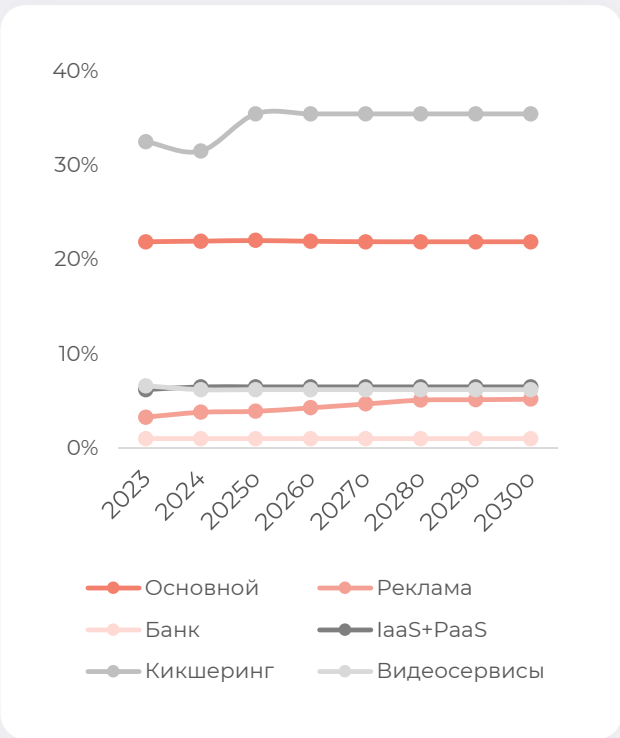
- Жесткое антимонопольное регулирование роста тарифов со стороны ФАС и, как следствие, невозможность индексации цен темпами, соответствующими темпам роста расходов
- Потенциальные IPO (МТС Ads, МТС Urent) не окажут существенного положительного эффекта на капитализацию компании
- Высокая долговая нагрузка и, как следствие, направление будущих денежных потоков в первую очередь на погашение долга и выплату дивидендов, а не на перспективные инвестиционные проекты

Структура выручки МТС



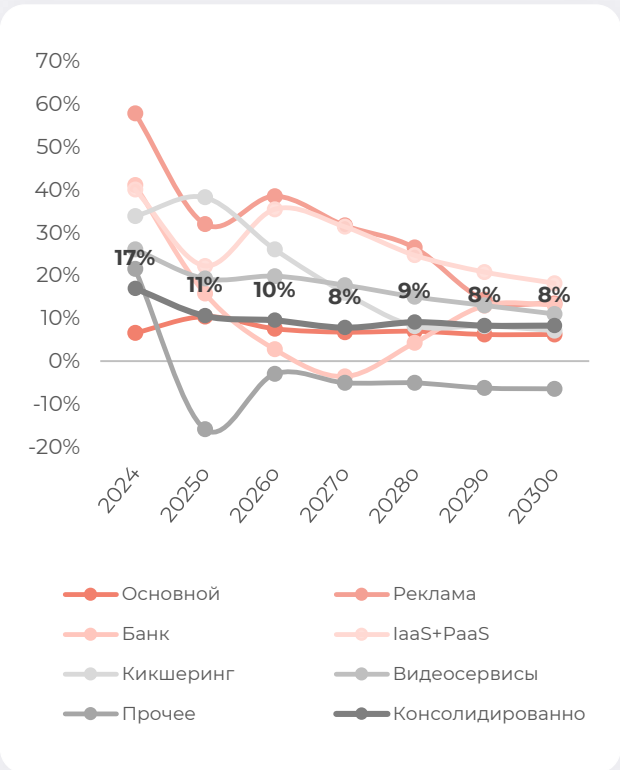
Источник: Совкомбанк, Компания

Доля рынка сегментов



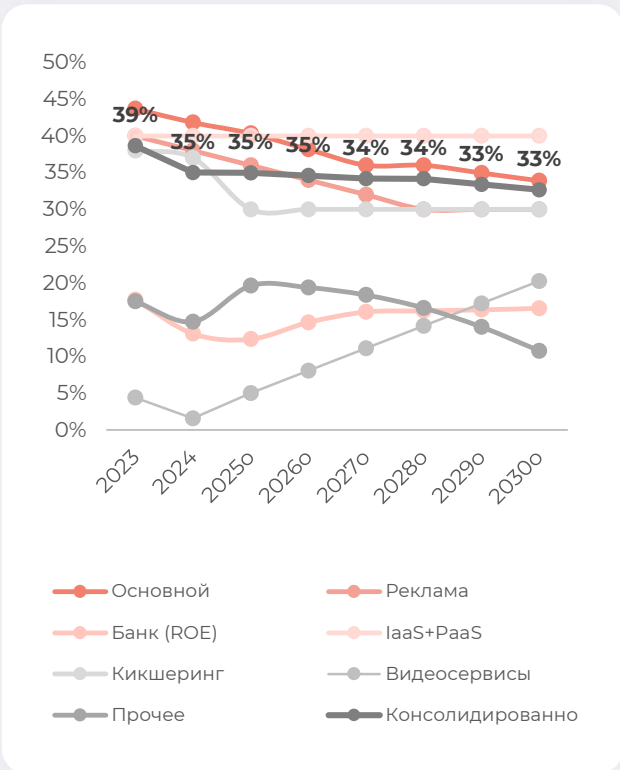
Источник: Совкомбанк, Компания

Темпы роста выручки по сегментам



Источник: Совкомбанк, Компания

Рентабельность сегментов



Источник: Совкомбанк, Компания

Дополнительная информация по сегментам (1/4)

➤ Основной сегмент | 60% выручки в 2024 г. и 55% в 2030 г.

7%

CAGR
выручки '24-'30

37%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

22%

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Бизнес мобильного оператора
- Бизнес провайдера ШПД, ТВ и фиксированной телефонной связи
- Башенный бизнес. МТС планирует продать башенный бизнес с преимущественным правом на долгосрочную аренду этой же инфраструктуры, как это сделали Мегафон и Билайн в 2021 г. Это позволит снизить OPEX и CAPEX компании, однако позитивный эффект на FCF от этого будет частично нивелирован возникновением арендных платежей

МТС является топ-1 игроком на рынках мобильной связи и мобильного интернета. Помимо этого, является топ-2 игроком в фиксированной телефонной связи, топ-3 игроком в ШПД и топ-4 – в платном ТВ.

➤ Банковский бизнес (МТС Банк) | 17% выручки в 2024 г. и 16% в 2030 г.

8%

CAGR
выручки '24-'30

15%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

1%

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Традиционные банковские услуги. Банк фокусируется на потребительском кредитовании. МТС-Банк входит в топ-10 банков по размеру выданных кредитов физ. лицам

Дополнительная информация по сегментам (2/4)

➤ IaaS+PaaS (MWS) | 1% выручки 2024 г. и 3% в 2030 г.

25%

CAGR
выручки '24-'30

40%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

6%

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Услуги коллокации
- Услуги IaaS
- Услуги PaaS

MWS является топ-3 игроком на рынке IaaS, на рынке PaaS представлен слабо. Данными о рыночных долях на рынке коллокации мы не располагаем.

➤ Кикшеринг (МТС Юрент) | 1% выручки 2024 г. и 2% в 2030 г.

17%

CAGR
выручки '24-'30

31%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

32%

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Сервис аренды самокатов

МТС Юрент по итогам 2024 г. занял второе место по количеству поездок среди операторов кикшеринга в РФ. При этом по итогам 1П25 компания впервые опередила лидера рынка – Вуш, благодаря слабым показателям конкурента и существенному росту собственного бизнеса. Ожидаем, что по итогам 2025 г. Вуш сохранит лидерство, однако в долгосрочной перспективе не исключаем победу МТС Юрент.

Дополнительная информация по сегментам (3/4)

Видеосервисы (Kion) | 1% выручки 2024 г. и 2% в 2030 г.

16%

CAGR
выручки '24-'30

13%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

6%

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Онлайн-кинотеатр KION

KION занимает 5-ое место на рынке видеосервисов. Считаем, что онлайн-кинотеатр компании в ближайшей перспективе не сможет выбиться в лидеры рынка. МТС не обладает такой же широкой экосистемой как у Яндекса (за счет чего много пользователей пользуются Кинопоиском), а также сильно отстает от лидера ШПД и ТВ – Ростелекома (онлайн-кинотеатр часто идет бесплатным дополнением в бандле с ШПД и ТВ).

Рекламный бизнес (МТС Ads) | 8% выручки в 2024 г. и 18% в 2030 г.

8%

CAGR
выручки '24-'30

15%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

1%

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Традиционный рекламный бизнес (рассылка рекламных СМС)
- Цифровую платформу таргетированной рекламы, где клиенты могут настроить желаемые каналы продвижения, уточнить целевую аудиторию, получить рекламную аналитику и т. п. Либо за них это сделают алгоритмы МТС

Прочие бизнес-юниты | 12% выручки 2024 г. и 4% в 2030 г.

-7%

CAGR
выручки '24-'30

16%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

N/A

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Прочие направления деятельности МТС и продажу техники и аксессуаров в салонах связи МТС

Дополнительная информация по сегментам (4/4)

все в млрд руб.

2023

2024

2025о

2026о

2027о

2028о

2029о

2030о

Основной сегмент (Мобильный оператор, провайдер ШПД, ТВ и фиксированной телефонной связи)

Выручка сегмента по МСФО	421	448	495	532	568	608	645	685
Доля сегмента в консолидированной выручке	66%	60%	60%	58%	58%	57%	56%	55%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Темпы роста выручки сегмента	6%	7%	10%	8%	7%	7%	6%	6%
EBITDA по МСФО	184	187	200	203	205	219	226	232
EBITDA рентабельность сегмента	44%	42%	40%	38%	36%	36%	35%	34%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	78%	76%	74%	70%	66%	65%	63%	62%

Рекламный сегмент

Выручка сегмента по МСФО	37	59	78	107	141	179	205	232
Доля сегмента в консолидированной выручке	6%	8%	9%	12%	14%	17%	18%	18%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	3%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
Темпы роста выручки сегмента	48%	58%	32%	39%	32%	27%	14%	13%
EBITDA по МСФО	15	22	28	37	45	54	61	70
EBITDA рентабельность сегмента	40%	38%	36%	34%	32%	30%	30%	30%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	6%	9%	10%	13%	15%	16%	17%	18%

Банковский сегмент

Выручка (% доход + комис. Доход + прочий доход) по МСФО	91	128	148	152	146	153	172	195
Доля сегмента в консолидированной выручке	14%	17%	18%	17%	15%	14%	15%	16%
Доля сегмента на соответствующем рынке**	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Темпы роста выручки сегмента	33%	41%	16%	3%	-4%	4%	13%	13%
EBITDA (EBT по банковской отчетности) по МСФО	17	16	19	25	30	34	37	41
ROE	18%	13%	12%	15%	16%	16%	16%	17%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	7%	6%	7%	9%	10%	10%	10%	11%

IaaS+PaaS (MWS)

Выручка сегмента - оценочно	8	11	13	17	23	29	34	41
Доля сегмента в консолидированной выручке	1%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Темпы роста выручки сегмента		40%	22%	35%	31%	25%	21%	18%
EBITDA - оценочно	3	4	5	7	9	11	14	16
EBITDA рентабельность сегмента - оценочно	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	1%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	4%

Кикшеринг (МТС Юрент)

Выручка сегмента - оценочно	7	10	13	17	20	21	23	25
Доля сегмента в консолидированной выручке	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	33%	32%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Темпы роста выручки сегмента	115%	34%	38%	26%	16%	8%	8%	7%
EBITDA - оценочно	2,8	3,6	4,0	5,1	5,9	6,4	6,9	7,4
EBITDA рентабельность сегмента - оценочно	38%	37%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%

Видеосервисы (KION)

Выручка сегмента - оценочно	7	9	11	13	16	18	20	23
Доля сегмента в консолидированной выручке	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Темпы роста выручки сегмента		26%	19%	20%	18%	15%	13%	11%
EBITDA - оценочно	0,3	0,1	0,6	1,1	1,7	2,5	3,5	4,6
EBITDA рентабельность сегмента - оценочно	4%	2%	5%	8%	11%	14%	17%	20%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%

Прочие бизнес-юниты

Выручка сегмента по МСФО	72	87	73	71	67	64	60	56
Доля сегмента в консолидированной выручке	11%	12%	9%	8%	7%	6%	5%	4%
Доля сегмента на соответствующем рынке*								
Темпы роста выручки сегмента	20%	21%	-16%	-3%	-5%	-5%	-6%	-6%
EBITDA по МСФО	13	13	14	14	12	11	8	6
EBITDA рентабельность сегмента	17%	15%	20%	19%	18%	17%	14%	11%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	5%	5%	5%	5%	4%	3%	2%	2%

* внутригрупповая выручка не учитывается при расчете доле на рынке

** доля рассчитана исходя из портфеля розничных кредитов в РФ

Источник: Совкомбанк, компания, ЦСР, iKS Consulting, Json Partners, TelecomDaily, Банки.ру, Трушеринг



МОЕХ: MBNK

42 млрд руб.

Капита-
лизация

628 млрд руб.

Активы
(21 место в РФ)

113 млрд руб.

Капитал
(включая суборды)

3 млн

активных
клиентов

0,4 4,4

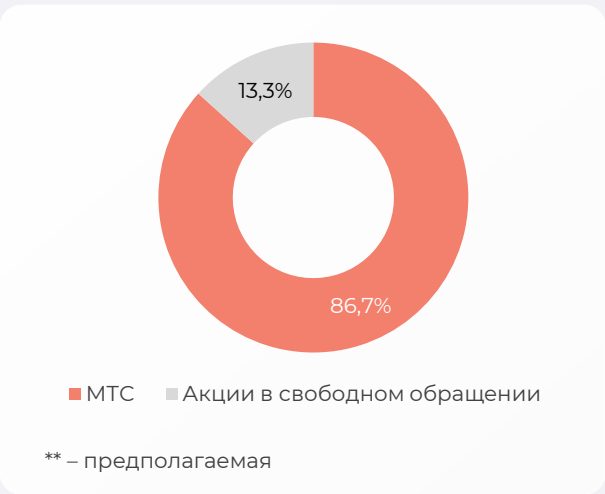
P/B P/E

➤ МТС Банк – один из ведущих российских банков с фокусом на POS-кредитовании (№3 по итогам 2024 г.), кредитных картах (№6 по итогам 2024 г.) и потребительском кредитовании (№9 по итогам 2024 г.).

Ключевые метрики

	23	24	LTM
Показатели, млрд руб.			
Чистый процентный доход	36	42	41
Чистый комиссионный доход	21	23	21
Чистая прибыль	12	12	9
Собственный капитал	77	112	113
Активы	480	602	628
NIM	9,2%	8,0%	5,8%
CIR*	31,2%	33,5%	39,5%
CoR	7,7%	7,5%	6,4%
ROE*	19,1%	19,2%	4,2%
Достаточность капитала			
H1.0	10,1%	10,5%	10,5%
H1.1	7,5%	7,3%	7,9%
H1.2	8,2%	9,4%	10,0%

Структура акционеров**



- В апреле 2025 года МТС Банк провел IPO по цене Р2500 за акцию и привлек 11,5 млрд. руб. за 13,3% капитала.
- Рыночная капитализация банка на момент начала торгов составила Р86,6 млрд.
- Доля акций банка в свободном обращении по результатам IPO составила около 13,3%. Мажоритарный акционер — мобильный оператор МТС — в ходе сделки бумаги не продавал.
- Размещение стало рекордным российским IPO по объему спроса и количеству заявок инвесторов.
- Банк стремится распределять на дивиденды от 25% до 50% чистой прибыли по МСФО.

Источник: компания, МосБиржа, Совкомбанк
* - показатели эффективности рассчитаны без расходов на привлечение капитала и субординированного долга. Показатели эффективности в столбце LTM приведены за 1 квартал 2025 г.

Потенциальная продажа башенного бизнеса МТС

➤ МТС является одним из двух (второй – Т2) операторов связи, которые пока что не продали свою башенную инфраструктуру стороннему оператору. При этом МТС заявлял о намерении совершить такую сделку.

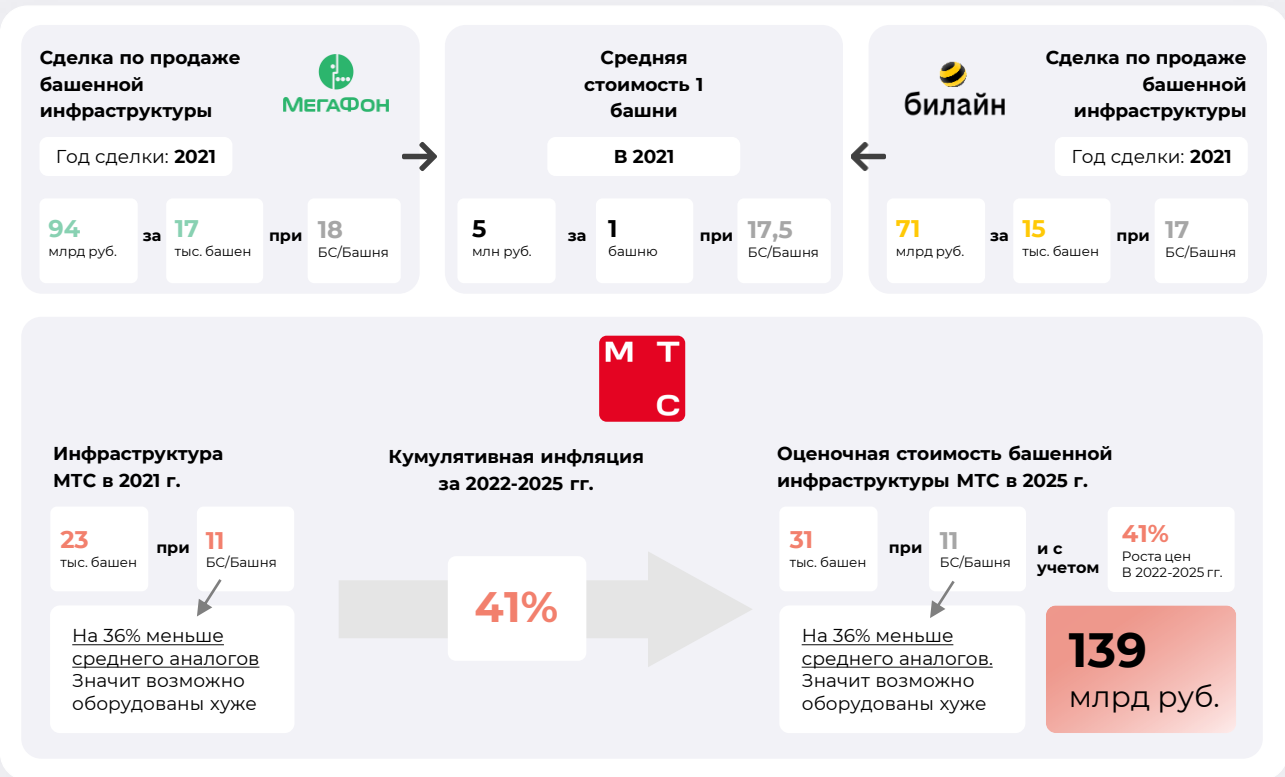
Мы считаем, что продажа башенной инфраструктуры в моменте может принести компании 139 млрд руб., что эквивалентно 34% текущей капитализации или 18% кредитного портфеля МТС на конец 2024 г.

Наша оценка основана на методе сопоставимых сделок и скорректирована на:

- Кумулятивную инфляцию РФ и девальвацию рубля (по среднегодовому курсу доллара) за период 2022-2025 гг.
- Степень оснащённости башенной инфраструктуры МТС по сравнению с конкурентами. *Здесь предполагаем, что чем больше базовых станций приходится в среднем на 1 башню, тем лучше оборудована башня. Наличие большего кол-ва мест под базовые станции, а также подведенные к этим местам провода потребуют меньших инвестиций со стороны нового владельца. Соответственно, такой актив, на наш взгляд, должен оцениваться дороже.*

При этом более точной оценкой мы считаем оценку на основе дисконтированных денежных потоков, но для данного метода нам не хватает существенного количества данных.

Оценка стоимости башенного бизнеса МТС



Прогноз ключевых финансовых показателей, млрд руб.

	2021	2022	2023	2024	2025o	2026o	2027o	2028o	2029o	2030o
Текущая капитализация (Мсар), млрд руб.	407									
Текущая стоимость предприятия (EV), млрд руб.	1 096									
Рыночные индикаторы										
EV/EBITDA IAS 17				4,7x	4,3x	3,7x	3,5x	3,1x	2,8x	2,5x
P/E				7,9x	43x	9,2x	5,8x	4,3x	3,8x	3,3x
EV/Revenue				1,6x	1,4x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
EV/EBIT				8,1x	7,4x	6,0x	5,7x	5,2x	4,8x	4,2x
Дивидендная доходность				17%	17%	17%	17%	22%	25%	25%
FCF доходность				-3%	4%	6%	7%	11%	19%	22%
Ключевые финансовые результаты, млрд руб.										
Выручка	521	534	606	704	778	852	919	1 003	1 086	1 177
Темпы роста		2%	13%	16%	11%	10%	8%	9%	8%	8%
Валовая прибыль	323	343	390	429	473	525	567	619	669	723
Темпы роста		6%	14%	10%	10%	11%	8%	9%	8%	8%
Денежные затраты	-296	-314	-372	-457	-506	-557	-605	-660	-723	-792
Темпы роста		6%	18%	23%	11%	10%	9%	9%	10%	10%
Скорр. EBITDA	225	220	234	246	272	295	314	343	363	384
Темпы роста		-2%	6%	5%	10%	8%	7%	9%	6%	6%
Рентабельность	43%	41%	39%	35%	35%	35%	34%	34%	33%	33%
EBITDA IAS 17	197	191	202	205	229	255	276	305	321	339
Темпы роста		-3%	6%	2%	11%	11%	8%	11%	5%	6%
Рентабельность	38%	36%	33%	29%	29%	30%	30%	30%	30%	29%
Скорр. EBIT	117	108	123	136	149	177	192	211	224	240
Скорр. чистая прибыль	64	34	56	51	10	44	70	94	108	122
Темпы роста		-47%	64%	-8%	-81%	366%	57%	34%	15%	13%
Рентабельность	12%	6%	9%	7%	1%	5%	8%	9%	10%	10%
FCF	53	56	60	-25	17	26	29	47	76	92
Темпы роста		5%	8%	-141%	-169%	51%	13%	61%	63%	20%
Рентабельность	10%	10%	10%	-3%	2%	3%	3%	5%	7%	8%
Дивиденды выплаченные	-62	-41	-47	-47	-47	-47	-47	-61	-68	-68
ND/EBITDA IAS 17	2,0x	2,0x	2,2x	2,3x	2,1x	1,7x	1,7x	1,5x	1,3x	1,1x

Источник: Совкомбанк

Денежные потоки для целей оценки

- >

Ниже представлен наш прогноз показателя FCFF, используемого аналитическим сообществом для оценки компании методом DCF.

Мы не даем точную оценку компании в рамках данного метода, так как считаем, что показатели WACC и LTG являются довольно субъективными.

Однако мы приводим оценочный диапазон целевой цены на 12М в рамках данной методологии при различных значениях WACC и LTG.

Прогноз FCFF для целей оценки МТС, млрд руб.

млрд руб., если не указано иное	2025o	2026o	2027o	2028o	2029o	2030o	TV
EBIT IAS 17	139	175	197	220	235	253	263
Ставка налога на прибыль	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
НОРАТ	104	131	148	165	176	190	197
Амортизация (искл. аренду)	104	100	105	114	119	122	127
Изменения в оборотном капитале	(5)	(7)	(11)	(4)	7	8	(2)
CAPEX	(87)	(109)	(133)	(146)	(146)	(149)	(164)
FCFF	117	115	109	129	156	171	158

Источник: Совкомбанк

Цена за акцию МТС при различных WACC и LTG

Текущая цена – 204 руб.		WACC				
		12%	13%	14%	15%	16%
LTG	6%	510	429	367	320	282
	5%	446	382	332	293	260
	4%	397	345	304	270	242
	3%	360	316	281	251	226
	2%	329	292	261	235	213

Источник: Совкомбанк

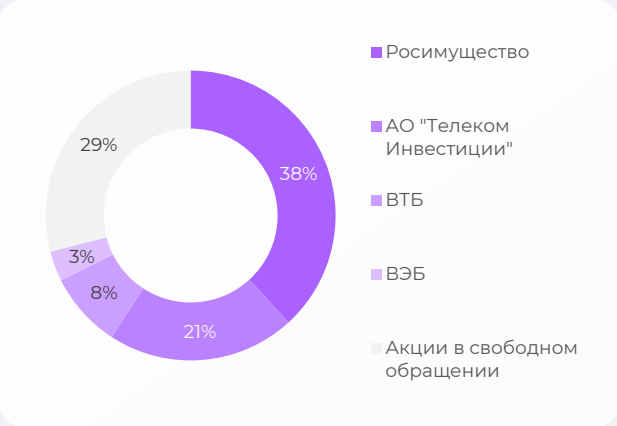
Abstract, flowing, wavy lines in shades of purple and magenta, creating a sense of movement and depth against a dark background.

Ростелеком

3.2

Тикер	RTKM
Название	Ростелеком обыкновен.
Стоимость акции, руб.	61
Кол-во акций, млн шт.	3 428
Капитализация, млрд. руб.	210
Рекомендация	Держать

Структура акционеров

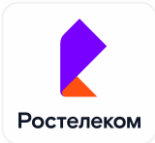


Источник: Совкомбанк, Компания

Важнейшие показатели

	2024	2025o	2026o
Финансовые показатели, млрд руб.			
Выручка	780	889	999
EBITDA IAS 17	253	270	313
Чистая прибыль	20	-2	38
FCF	-6	11	6
Темпы роста			
Выручка	10%	14%	12%
EBITDA IAS 17	6%	7%	16%
Рентабельность			
EBITDA IAS 17	32%	30%	31%
Чистая прибыль	3%	0%	4%
FCF	-1%	1%	1%
Мультипликаторы			
EV/EBITDA IAS 17	2,8x	2,7x	2,3x
P/E	10,7x	< 0	5,5x
Доходность инвестора			
Див. дох. обычн.	9%	3%	1%
Див. дох. прив.	10%	10%	10%
Доходность FCF	-3%	5%	3%
ND/EBITDA (IAS 17)	2,1x	2,0x	1,7x

Источник: Совкомбанк, Компания



Начинаем покрытие с рекомендации

Держать

Ростелеком является топ-1 игроком с долей 33% на рынке телеком. РФ по итогам 2024 г. Мы ожидаем, что он сохранит свое первенство.

Компания является топ-1 игроком на рынке коллокации, топ-2 – в сегменте IaaS+PaaS, занимает первое место среди российских игроков на рынке ИБ-сервисов.

В рамках улучшения тарифных предложений для клиентов развивает видеосервис Wink, который входит в топ-3 крупнейших игроков сегмента.

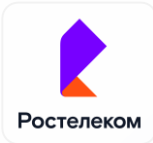
Основные факторы инвестиционной привлекательности

- Ростелеком допускает возможность IPO своих дочерних компаний в сегменте ЦОД и кибербезопасности, что потенциально может привести к существенной положительной переоценке стоимости Ростелекома

Риски

- Жесткое антимонопольное регулирование роста тарифов со стороны ФАС. Это приводит к невозможности индексировать цены темпами, которые соответствуют темпам роста расходов
- Высокая долговая нагрузка
- Направление будущих денежных потоков на социально-значимые, но низкомаржинальные проекты
- Сравнительно низкая доходность дивидендных выплат

Тикер	RTKMP
Название	Ростелеком привелиг.
Стоимость акции, руб.	64
Кол-во акций, млн шт.	210
Капитализация, млрд. руб.	13
Рекомендация	Держать



Привилегированные
акции

Держать

Прогнозируемая нами дивидендная доходность привилегированных акций Ростелекома в краткосрочной перспективе будет меньше прогнозируемой нами доходности инструментов ликвидности.

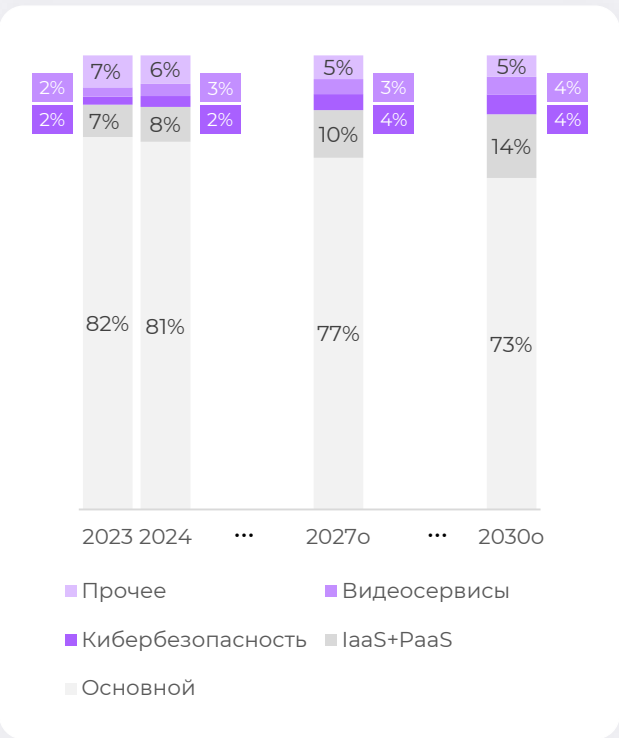
Помимо этого бумаги обладают меньшей ликвидностью, чем обыкновенные акции Ростелекома.

- Текущая дивидендная политика предполагает выплаты на базе чистой прибыли по РСБУ. Выплачивается 25% данного значения
- Мы считаем показатель чистой прибыли по РСБУ непрогнозируемым. Исторически он не демонстрировал какой-либо явной корреляции с чистой прибылью по МСФО.
- Раскрываемые публично данные не дают полной информации о дочерних компаниях Ростелекома. Соответственно, корректно распределить будущую прибыль между материнской и дочерними компаниями мы не можем
- Тем не менее мы считаем логичным предполагать, что размер выплаты на 1 прив. акцию Ростелекома будет расти с темпами инфляции в РФ. При этом мы ожидаем, что размер выплаты на 1 прив. акцию станет равен дивидендам на 1 обыкновен. акцию, как только дивиденды на 1 обыкновен. акцию Ростелекома начнут превышать размер индексируемых по инфляции выплат на 1 прив. акцию
- **Подробнее смотрите в таблице ниже**

Расчет дивидендов на 1 привилегированную акцию Ростелекома

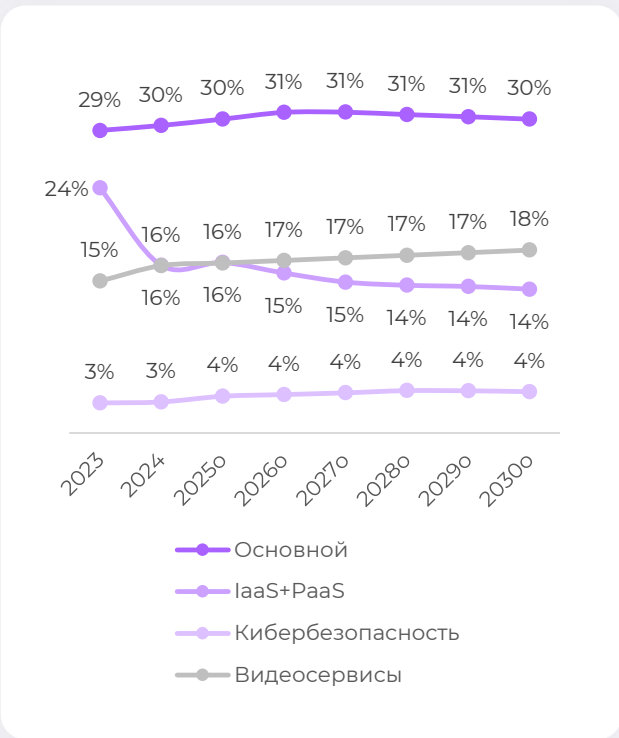
		'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25o	'26o	'27o	'28o	'29o	'30o
Чистая прибыль МСФО	млрд руб.	22	25	32	35	42	24	3,6	44	78	99	113	122
Чистая прибыль РСБУ	млрд руб.	(3,4)	(9,3)	18	8,0	18	55						
Кол-во акций - прив.	млн шт.	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210
Див./акция выплач. - прив.	руб./акция	2,5	5,0	5,0	4,6	5,4	6,1	6,3	6,5	6,8	7,1	10,7	15,8
Дивидендная доходность	%						10%	10%	10%	11%	11%	17%	25%

Структура выручки Ростелеком



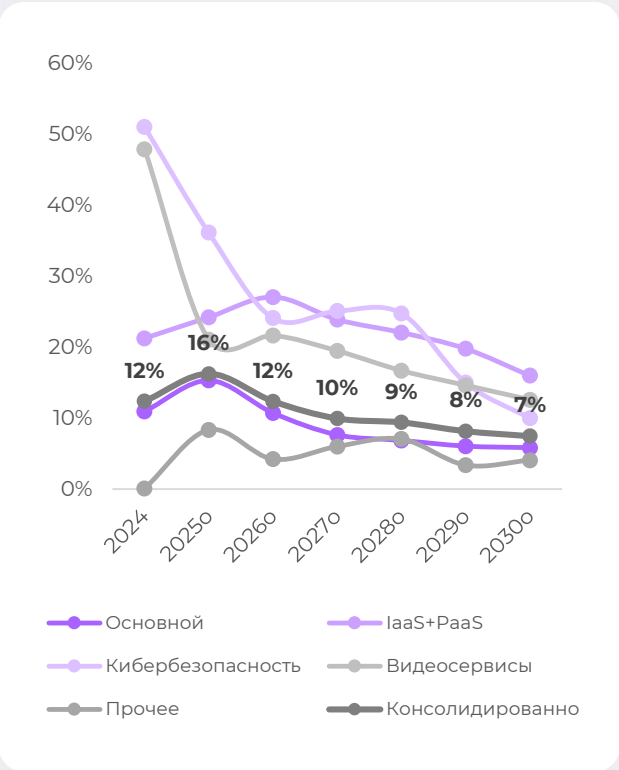
Источник: Совкомбанк, Компания

Доля рынка сегментов



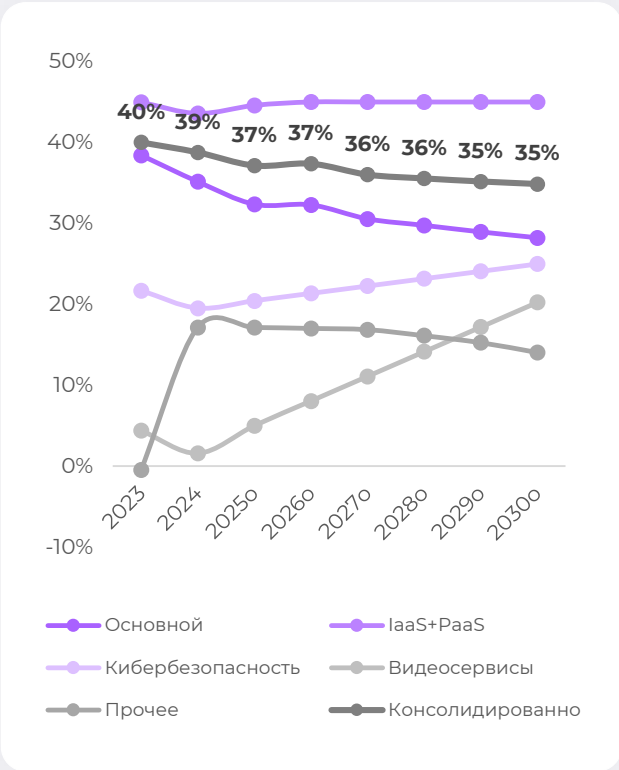
Источник: Совкомбанк, Компания

Темпы роста выручки по сегментам



Источник: Совкомбанк, Компания

Рентабельность сегментов по EBITDA



Источник: Совкомбанк, Компания

Дополнительная информация по сегментам (1/3)

➤ **Основной сегмент | 81% выручки в 2024 г. и 73% в 2030 г.**

8%

CAGR
выручки '24-'30

39%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

30%

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Изначальный бизнес Ростелекома по формированию необходимой инфраструктуры для обеспечения работы ШПД, платного ТВ и фиксированной телефонной связи
- Башенный бизнес
- Бизнес мобильного оператора Т2. Оператор обеспечивает доступ к мобильной связи и мобильному интернету, работает на башенной инфраструктуре Ростелекома

Ростелеком является топ-1 игроком на рынках ШПД, платного ТВ и фиксированной телефонной связи. Т2 является топ-3 игроком на рынках мобильной связи и мобильного интернета.

➤ **IaaS+PaaS (РТК ЦОД) | 8% выручки в 2024 г. и 14% в 2030 г.**

22%

CAGR
выручки '24-'30

45%

Сред.
рентабельность
EBITDA '24-'30

16%

Доля
соответствующего
рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Услуги коллокации
- Услуги IaaS
- Услуги PaaS
- Разработку ПО для виртуализации под брендом Базис.

Ростелеком является топ-1 игроком на рынке коллокации, топ-2 игроком на рынке IaaS и топ-3 игроком на рынке PaaS. Базис является топ-1 игроком среди российских разработчиков ПО для виртуализации.

Дополнительная информация по сегментам (2/3)

Кибербезопасность (Солар) | 2% выручки в 2024 г. и 4% в 2030 г.

23%	22%	3%	8%
CAGR выручки '24-'30	Сред. рентабельность EBITDA '24-'30	Доля рынка услуг по кибербез. в 2024 г.	Доля рынка ИБ- сервисов в 2024 г. Согласно Б1

Сегмент включает в себя:

- Услуги по интеграции сторонних кибербез.-решений в ИТ-инфраструктуру заказчика
- Создание с нуля инфраструктуры кибербезопасности для заказчиков
- Консультационные услуги и услуги по технической поддержке
- Разработку и продажу собственного ПО и ПАКов в сфере кибербезопасности

Ростелеком, по нашим оценкам, не входит в топ-5 игроков рынка кибербезопасности (ПО + Услуги). Однако отдельно на рынке услуг кибербезопасности компания, согласно оценкам Б1, является топ-1 среди российских игроков.

Видеосервисы (Wink) | 3% выручки в 2024 г. и 4% в 2030 г.

18%	11%	16%
CAGR выручки '24-'30	Сред. рентабельность EBITDA '24-'30	Доля соответствующего рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Онлайн-кинотеатр Wink

Wink является топ-3 игроком на рынке видеосервисов с незначительным отставанием от Ivi (доля 17% по итогам 2024 г.).

Цифр. регион и проч. кластеры | 81% выручки в 2024 г. и 73% в 2030 г.

11%	27%	N/A
CAGR выручки '24-'30	Сред. рентабельность EBITDA '24-'30	Доля соответствующего рынка в 2024 г.

Сегмент включает в себя:

- Различные инициативы Ростелекома в сфере формирования инфраструктуры умного города

Дополнительная информация по сегментам (3/3)

все в млрд руб.

202320242025o2026o2027o2028o2029o2030o

Основной сегмент (Инфраструктурный бизнес Ростелекома + мобильный оператор T2)

Выручка сегмента по МСФО	661	733	846	936	1 008	1 077	1 142	1 208
Доля сегмента в консолидированной выручке	82%	81%	80%	79%	77%	76%	74%	73%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	29%	30%	30%	31%	31%	31%	31%	30%
Темпы роста выручки сегмента	11%	11%	15%	11%	8%	7%	6%	6%
EBITDA по МСФО	254	258	274	302	308	320	330	341
EBITDA рентабельность сегмента	38%	35%	32%	32%	31%	30%	29%	28%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	90%	85%	83%	81%	78%	75%	72%	70%

IaaS+PaaS (РТК ЦОД)

Выручка сегмента по МСФО	57	70	87	110	136	166	199	231
Доля сегмента в консолидированной выручке	7%	8%	8%	9%	10%	12%	13%	14%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	24%	16%	16%	15%	15%	14%	14%	14%
Темпы роста выручки сегмента	31%	21%	24%	27%	24%	22%	20%	16%
EBITDA по МСФО	26	30	39	49	61	75	90	104
EBITDA рентабельность сегмента	45%	44%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	9%	10%	12%	13%	15%	18%	20%	21%

Кибербезопасность (Солар)

Выручка сегмента по МСФО	14	22	30	37	46	57	66	72
Доля сегмента в консолидированной выручке	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Темпы роста выручки сегмента	26%	51%	36%	24%	25%	25%	15%	10%
EBITDA по МСФО	3	4	6	8	10	13	16	18
EBITDA рентабельность сегмента	22%	20%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	4%

Видеосервисы (Wink)

Выручка сегмента - оценочно	16	24	29	36	43	50	57	64
Доля сегмента в консолидированной выручке	2%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
Доля сегмента на соответствующем рынке*	15%	16%	16%	17%	17%	17%	17%	18%
Темпы роста выручки сегмента		48%	21%	22%	19%	17%	15%	13%
EBITDA - оценочно	0,7	0,4	1,5	3	5	7	10	13
EBITDA рентабельность сегмента - оценочно	4%	2%	5%	8%	11%	14%	17%	20%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	0%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%

Цифровой регион и прочие кластеры

Выручка сегмента по МСФО	57	57	62	64	68	73	76	79
Доля сегмента в консолидированной выручке	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Доля сегмента на соответствующем рынке*								
Темпы роста выручки сегмента	8%	0%	8%	4%	6%	7%	3%	4%
EBITDA по МСФО	0	10	11	11	12	12	12	11
EBITDA рентабельность сегмента - оценочно	0%	17%	17%	17%	17%	16%	15%	14%
Доля сегмента в консолидированной EBITDA	0%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%

* внутригрупповая выручка не учитывается при расчете доле на рынке
Источник: Совкомбанк, ЦСР, iKS Consulting, Json Partners, TelecomDaily

Прогноз ключевых финансовых показателей, млрд руб.

	2021	2022	2023	2024	2025o	2026o	2027o	2028o	2029o	2030o
Текущая капитализация (Мсар), млрд руб.	210									
Текущая стоимость предприятия (EV), млрд руб.	871									
Рыночные индикаторы										
EV/EBITDA IAS 17				2,8x	2,7x	2,3x	2,1x	1,9x	1,9x	1,8x
P/E				10,7x	< 0	5,5x	2,9x	2,3x	2,0x	1,8x
EV/Revenue				1,1x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x
EV/EBIT				7,3x	6,0x	4,7x	4,3x	4,0x	3,9x	3,9x
Дивидендная доходность				9%	3%	1%	6%	10%	18%	26%
FCF доходность				-3%	5%	3%	9%	9%	10%	14%
Ключевые финансовые результаты, млрд руб.										
Выручка	580	627	708	780	889	999	1 099	1 202	1 300	1 397
Темпы роста		8%	13%	10%	14%	12%	10%	9%	8%	7%
Валовая прибыль	163	189	230	261	307	367	402	439	471	501
Темпы роста		16%	22%	13%	18%	19%	9%	9%	7%	6%
Денежные затраты	-368	-380	-430	-483	-565	-633	-711	-784	-853	-921
Темпы роста		3%	13%	12%	17%	12%	12%	10%	9%	8%
Скорр. EBITDA	212	247	278	297	324	366	387	418	447	476
Темпы роста		17%	12%	7%	9%	13%	6%	8%	7%	6%
Рентабельность	36%	39%	39%	38%	36%	37%	35%	35%	34%	34%
EBITDA IAS 17	183	214	239	253	270	313	338	368	395	422
Темпы роста		17%	12%	6%	7%	16%	8%	9%	7%	7%
Рентабельность	32%	34%	34%	32%	30%	31%	31%	31%	30%	30%
Скорр. EBIT	67	96	114	119	148	189	202	219	231	241
Скорр. чистая прибыль	26	35	38	20	-2	38	71	92	105	114
Темпы роста		33%	10%	-49%	-108%	-2455%	87%	28%	14%	9%
Рентабельность	5%	6%	5%	3%	0%	4%	7%	8%	8%	8%
FCF	-13,9	1,5	-2,4	-6,3	11,0	6,5	18,4	19,2	21,4	28,7
Темпы роста		-111%	-255%	168%	-275%	-41%	183%	5%	11%	34%
Рентабельность	-2%	0%	0%	-1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Дивиденды выплаченные	16,8	14,9	11,5	19,4	7,0	2,3	12,4	21,0	36,8	54,0
ND/EBITDA IAS 17	2,2x	1,9x	1,9x	2,1x	2,0x	1,7x	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x

Источник: Совкомбанк

Денежные потоки для целей оценки

Ниже представлен наш прогноз показателя FCFF, используемого аналитическим сообществом для оценки компании методом DCF.

Мы не даем точную оценку компании в рамках данного метода, так как считаем, что показатели WACC и LTG являются довольно субъективными.

Однако мы приводим оценочный диапазон целевой цены на 12М в рамках данной методологии при различных значениях WACC и LTG.

Прогноз FCFF для целей оценки Ростелеком

млрд руб., если не указано иное	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о	TV
EBIT IAS 17	133	175	193	211	224	234	243
Ставка налога на прибыль	35%	30%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPAT	86	123	145	158	168	175	182
Амортизация (искл. аренду)	141	143	145	152	165	180	187
Изменения в оборотном капитале	22	18	25	20	24	15	15
CAPEX	(155)	(200)	(237)	(264)	(295)	(306)	(220)
FCFF	94	84	78	66	61	64	165

Источник: Совкомбанк

Цена за обыкновенную акцию Ростелеком при различных WACC и LTG

Текущая цена – 61 руб.		WACC				
		15%	16%	17%	18%	19%
LTG	6%	129	104	84	67	54
	5%	109	88	71	57	45
	4%	92	75	60	48	37
	3%	79	64	51	40	31
	2%	67	54	43	33	25

Источник: Совкомбанк



Приложения

04

Глоссарий

1. **5G** – пятое поколение мобильной связи с высокой скоростью и низкими задержками.
2. **ADSL**, или Asymmetric Digital Subscriber Line – технология высокоскоростного интернета через телефонную линию с разной скоростью приема и передачи.
3. **Adtech**, или Advertising Technology, или рекламные технологии – инструменты и программное обеспечение, используемые для покупки, продажи и управления цифровой рекламой.
4. **ARPU**, или Average Revenue Per User – Средний доход с одного пользователя в телекоммуникациях.
5. **B2B**, или Business-to-Business – Бизнес-модель, ориентированная на продажи компаниям.
6. **B2C**, или Business-to-Consumer – бизнес-модель, ориентированная на продажи конечным потребителям.
7. **B2G**, или Business-to-Government – Бизнес-модель, ориентированная на работу с государством.
8. **B2O**, или Business-to-Operator – модель взаимодействия, при которой компания предоставляет услуги или товары операторам связи.
9. **EBITDA IAS 17** = EBITDA за вычетом арендного платежа (тело долга + проценты).
10. **IoT**, или Internet of Things, или интернет вещей – концепция сети, в которой различные физические устройства, оснащенные датчиками, программным обеспечением и возможностью подключения к интернету, взаимодействуют друг с другом и с внешней средой, обмениваясь данными.
11. **OTT-видеосервисы**, или Over-The-Top – видеоплатформы, доставляющие контент через интернет.
12. **Базовые станции/вышки** – оборудование для передачи сигнала в мобильных сетях.
13. **Бандл** – пакет услуг (интернет, ТВ, телефон) от одного оператора.
14. **Виртуальный оператор** – компания, предоставляющая услуги связи без своей инфраструктуры.
15. **Кибербезопасность** – защита данных и систем от цифровых угроз.
16. **Кикшеринг** – краткосрочная аренда электросамокатов через приложение.
17. **Конвергентные пакеты** – объединение услуг связи (интернет, ТВ, мобильная связь) в один тариф.
18. **Оптоволоконные сети** – высокоскоростной интернет через кабели из оптического волокна.
19. **Технология IPTV**, или Internet Protocol Television – телевидение, передаваемое через интернет.
20. **ФАС**, или Федеральная антимонопольная служба – государственный орган, который занимается контролем за соблюдением антимонопольного законодательства, законодательства о естественных монополиях, рекламе и закупках.
21. **Финтех**, или финансовые технологии – использование инновационных технологий для предоставления финансовых услуг и продуктов.
22. **ЦОД**, или центр обработки данных – комплекс серверов для хранения и обработки данных.
23. **ШПД**, или широкополосный доступ – высокоскоростной доступ в интернет.

Disclaimer

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ ИЛИ ПРИГЛАШЕНИЕМ ПОДПИСАТЬСЯ ИЛИ ПРИОБРЕСТИ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ, И НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ ЧТО-ЛИБО, СОДЕРЖАЩЕЕСЯ В НЕМ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ИСПОЛЬЗОВАНО В СВЯЗИ С ЭТИМ ИЛИ СЛУЖИТЬ ПОБУЖДЕНИЕМ К ЗАКЛЮЧЕНИЮ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ СОСТАВЛЕН В УСЛОВИЯХ ВОЗМОЖНОСТИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ В СВЯЗИ С НАЛИЧИЕМ ДОГОВОРНЫХ ОТНОШЕНИЙ ПО ОКАЗАНИЮ УСЛУГ ГРУППЕ, СВЯЗАННЫХ С ОРГАНИЗАЦИЕЙ РАЗМЕЩЕНИЯ. В ЦЕЛЯХ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ОБЪЕКТИВНОСТИ И НЕЗАВИСИМОСТИ АНАЛИЗА, АНАЛИТИКИ, УЧАСТВОВАВШИЕ В ПОДГОТОВКЕ ДАННОГО ДОКУМЕНТА, НЕ ИМЕЛИ ДОСТУПА К ИНФОРМАЦИИ, СВЯЗАННОЙ С ПРОЦЕССОМ РАЗМЕЩЕНИЯ, И ИХ РАБОТА ПРОВОДИЛАСЬ В РАМКАХ СТРОГИХ ПРОЦЕДУР ВНУТРЕННЕГО КОНТРОЛЯ. ИНВЕСТИТОРАМ РЕКОМЕНДУЕТСЯ УЧИТЫВАТЬ ВОЗМОЖНОСТЬ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ И, ПРИ НЕОБХОДИМОСТИ, ОБРАЩАТЬСЯ ЗА НЕЗАВИСИМОЙ КОНСУЛЬТАЦИЕЙ.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (В ЗНАЧЕНИИ, ОПРЕДЕЛЕННОМ В ФЕДЕРАЛЬНОМ ЗАКОНЕ ОТ 22 АПРЕЛЯ 1996 ГОДА №39-ФЗ «О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ»), В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ ИЛИ ЛЮБЫХ ИНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ИЛИ ЛЮБЫХ АКТИВОВ, УПОМЯНУТЫХ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ПРЕДНАЗНАЧЕН ДЛЯ ТОГО, ЧТОБЫ БЫТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ КАКИХ-ЛИБО ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ. ИНФОРМАЦИЯ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, ПРЕДОСТАВЛЕНА КОМПАНИЕЙ И НЕ ПОДВЕРГАЛАСЬ КАКОЙ-ЛИБО НЕЗАВИСИМОЙ ПРОВЕРКЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ ПЕРЕДАЕТСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ.

НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ СОДЕРЖИТ ПРОГНОЗЫ, КОТОРЫЕ ПРЕДСТАВЛЯЮТ ВОЗМОЖНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ НА ОСНОВЕ ПРЕДПОЛОЖЕНИЙ, ИЗЛОЖЕННЫХ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ. ОНИ ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ ЛИШЬ ОДИН ИЗ ВОЗМОЖНЫХ ИСХОДОВ И ЯВЛЯЮТСЯ НЕЗАВИСИМЫМ МНЕНИЕМ ТОЛЬКО АВТОРА НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. ДАННЫЕ ПРОГНОЗЫ ПОДВЕРЖЕНЫ РИСКАМ, НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ПРЕДПОЛОЖЕНИЯМ, И БУДУЩИЕ ФАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ МОГУТ СУЩЕСТВЕННО ОТЛИЧАТЬСЯ ОТ НИХ.

ЛЮБОЕ РЕШЕНИЕ О ПОДПИСКЕ ИЛИ ПОКУПКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В РАМКАХ ЛЮБОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ ДОЛЖНО ПРИНИМАТЬСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ОСНОВАНИИ ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В ПРОСПЕКТЕ.

ЛЮБОЕ НЕСОБЛЮЖДЕНИЕ ЭТИХ ОГРАНИЧЕНИЙ МОЖЕТ ПРЕДСТАВЛЯТЬ СОБОЙ НАРУШЕНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. ПРИНИМАЯ ДАННЫЙ ОТЧЕТ, ВЫ СОГЛАШАЕТЕСЬ С ВЫШЕУКАЗАННЫМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ.