



INFINA STOCK&PRICE

Mail.Ru Group:
Амбар крепок, да углы худы...



INFINA STOCK&PRICE

Mail.Ru Group

MAIL LI		ПРОДАВАТЬ	
MCAP, \$ млн.	7,820.5	Fair Value	31,2
Last Price, \$	37,40	Risk Value	22,3
Max, \$ (52w)	37,90	P/S	15,23
Min, \$ (52w)	24,15	P/E	10,16

05 сентября компания **Mail.Ru Group** представила неаудированную финансовую отчетность по МСФО за первые шесть месяцев 2013 г. Несмотря на то, что финансовые результаты вызвали эйфорию на рынке, подтолкнув котировки ГДР Mail.Ru вверх, они выглядят, на наш взгляд, неоднозначно.

В отчетном периоде выручка компании увеличилась на 29% г/г – с 9,611 млн. руб. до 12,468 млн. руб. **Все сегменты выручки продемонстрировали рост:** медийная реклама – на 11,7% г/г, контекстная реклама – на 46,7% г/г, сегмент MMO-игр – на 44% г/г, сегмент IVAS – на 35% г/г, включая пользовательские платежи за социальные сервисы (+28% г/г).

Однако важно отметить, что **компания резко (почти на 60%) снизила темпы прироста выручки** в отчетном периоде – сегментная выручка в 1П2012 показала прирост на 48% г/г против 28,4% в 1П2013. При этом в 1П2012 выручка от медийной рекламы демонстрировали более уверенные темпы роста, чем в 1П2013. Кроме того, продажи баннеров Mail.Ru отстают в целом от рынка, который, по оценкам Ассоциации коммуникационных агентств России, прибавил в 1П2013 13% и достиг 7,8 млрд. руб.

Контекстная реклама в отчетном периоде росла,

однако подчеркнем, что **прирост доли Mail.Ru в поисковом Рунете за истекший период является незначительным.** По данным LiveInternet, в июне 2012 г. рыночная доля поиска Mail.Ru составила 8,2%, в то время как в июле 2013 г. всего лишь 8,8%. По данным TNS Russia, месячная аудитория ресурсов Mail.Ru в июне 2012 г. достигла 31,8 млн. пользователей, а в июне 2013 г. – 33,2 млн. Тем не менее, почти 10-процентная положительная разница между выручкой от контекстной рекламы в 1П2013 и 1П2012 объясняется введением, вслед за Yandex, новой системы продажи таргетированной рекламы.

Результаты в сегменте MMO-игр топ-менеджмент компании второй год подряд предпочитает объяснять, в первую очередь, вкладом игры Warface. Однако рост числа пользователей игры и, соответственно, доходов от нее не может быть сколь угодно долгим.

Резко снизил темпы прироста и сегмент IVAS: с +107% г/г в 1П2012 до +28% г/г в 1П2013. Сегмент, вероятнее всего, близок к насыщению, и значимого увеличения платящих пользователей не ожидается, как в силу замедления проникновения ШПД и мобильных сервисов в России, так и их неравномерного развития/использования в различных регионах страны.

Операционные расходы группы повысились на 25% г/г – с 5,160 млн. руб. до 6,455 млн. руб. Увеличение расходов в основном связано с ростом расходов на персонал (+17% г/г), на содержание и обслуживание арендуемых офисных помещений (+131,5% г/г (!)) и выплату агентских комиссий (+40,7% г/г). Гендиректор Mail.Ru

Д. Гришин объяснил взлет расходов на содержание и обслуживание арендуемых офисных помещений переездом в новый офис компании, не объяснив при этом целесообразность такого переезда. По оценке Knight Frank, без скидки аренда нового офиса стоит около \$24 млн. в год.

EBITDA в отчетном периоде повысилась на 36% г/г – с 4,563 млн. руб. до 6,224 млн. руб. Рентабельность по EBITDA в 1П2013 составила 53,9%, в аналогичном периоде прошлого года рентабельность по EBITDA составляла 54,9%. С учетом замедления роста сегментной выручки топ-менеджмент компании **осторожничает с прогнозами по выручке и рентабельности в текущем году**, ожидая повышения выручки на 27-29%, рентабельность по EBITDA – в пределах 53-54%. Напомним, что по итогам предыдущего года топ-менеджмент ожидал роста выручки на 40% г/г.

Согласно представленной отчетности **чистая прибыль группы в 1П2013 составила 4,732 млн. руб.** против 24,142 млн. руб. в 1П2012, однако в пресс-релизе сообщается, что «совокупная чистая прибыль Mail.Ru в 1П2013 составила 5,063 млн. руб., увеличившись на 27,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года». Подчеркнем, что в консолидированном отчете о прибылях и убытках чистая прибыль скорректирована на прибыль от выбытия акций.

Негативным моментом является то, что **чистый денежный поток от операционной деятельности в 1П2013 практически не изменился** (+8,6% г/г) по сравнению с 1П2012 и составил 4,906 млн. руб. против 4,516 млн. руб. Для сравнения: чистый денежный поток от операционной деятельности в 1П2012 увеличился на 60% г/г – с 2,828 млн. руб. до 4,516 млн. руб.

На 30 июня 2013 г. остатки денежных средств на текущих и депозитных счетах составили 6,818 млн. рублей.

В данном показателе не учтены доходы от **продажи 14,2 млн. (0,52%) акций Facebook в июле-августе 2013 г.** примерно на сумму \$525 млн. Напомним, что Mail.Ru позиционировала себя как холдинг, стоимость которого во многом определялась портфелем зарубежных, публично торгуемых активов (Facebook, Zynga, Groupon). Ранее Mail.Ru вышла из капитала Zynga и Groupon, а по окончании lock-up периода в Facebook полностью избавилась от акций последней. По итогам продаж пакетов акций Mail.ru уже дважды выплачивала специальные дивиденды – на суммы \$795 млн. и \$899 млн. В настоящее время **рыночное сообщество ожидает выплаты очередных спецдивидендов по итогам выхода из капитала Facebook**, что и подогревает интерес инвесторов к бумагам компании. Тем не менее, во время телефонной конференции по итогам финотчетности за первое полугодие финансовый директор Mail.Ru М. Хаммонд тщательно уходил от ответа на вопрос о готовности компании направить вырученные средства инвесторам, мотивируя это тем, что в компании нет разработанной дивидендной политики, а решение по выплате дивидендов является прерогативой совета директоров.

Также важно отметить, что **Mail.Ru принадлежат 15% акций платежного сервиса Qiwi**, пакет которых Mail.Ru может продать примерно за \$240 млн. по окончании lock-up периода (в октябре 2013 г.) при условии благоприятной рыночной конъюнктуры.

На конференции **остался без ответа вопрос о доли владения Mail.Ru (39,99%) в российской социальной сети ВКонтакте** (в настоящее время сеть ВКонтакте занимает 9 место среди 100 крупнейших социальных сетей мира). Ранее А. Усманов неоднократно подтверждал свой интерес к консолидации 100% ВКонтакте, однако это стало невозможным после неожиданного приобретения

48% сети фондом И. Щербовича – UCP. В случае продажи своей доли ВКонтакте Mail.Ru сможет выручить от \$430 млн. до \$710 млн., сосредоточившись на развитии другой социальной сети Одноклассники. В случае консолидации 100% ВКонтакте на своем балансе Mail.Ru сможет использовать полученные от продажи пакета акций Facebook денежные средства. Не исключен и третий вариант, о котором мы писали ранее. Вполне вероятно, что самая популярная и наиболее быстро развивающаяся российская социальная сеть ВКонтакте может выйти на IPO. Несмотря на то, что представители ВКонтакте официально эту новость не подтвердили, а основатель ВКонтакте П. Дуров и мажоритарный владелец Mail.Ru А. Усманов еще недавно это опровергали, тем не менее, недавние изменения в операционной деятельности и политике социальной сети (легализация доступа к музыкальным сервисам, усиление благотворительной деятельности) косвенно свидетельствуют о наличии таких планов. В любом случае подтвержденные новости о готовящемся IPO ВКонтакте станут катализатором роста котировок расписок Mail.Ru, однако пока эти новости остаются на уровне слухов.

С одной стороны, переход Mail.Ru от функционирования в качестве отчасти shell-company, **поддерживающей интерес инвесторов к своим бумагам за счет выплаты щедрых спецдивидендов**, к функционированию в качестве полноценного Интернет-проекта, генерирующего стабильно высокую прибыль, будет даваться не просто. В случае продажи пакетов в Qiwi и ВКонтакте капитализация Mail.Ru снизится. С другой стороны, наблюдается некоторая «технологическая отсталость» Mail.Ru от ближайшего конкурента - Yandex Group. Для сглаживания «разрыва» Mail.Ru как одно из средств может исполь-

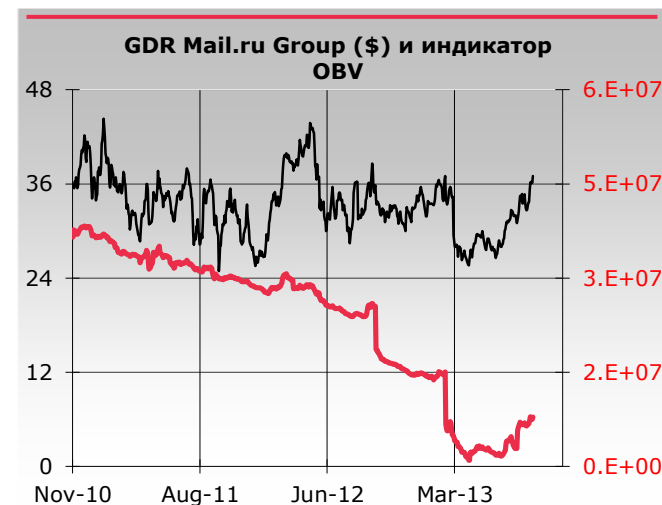
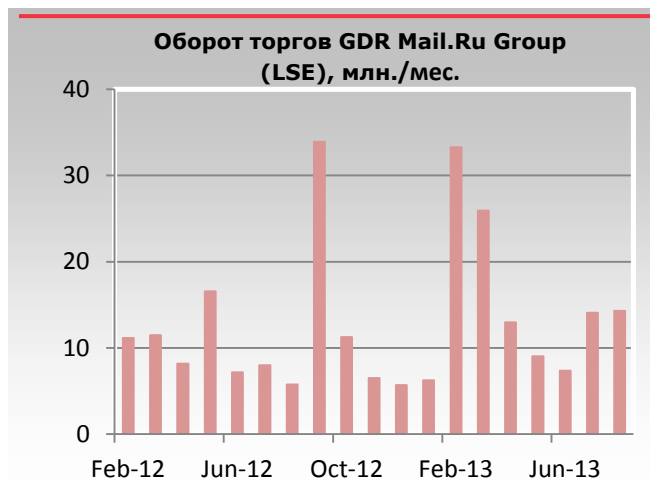
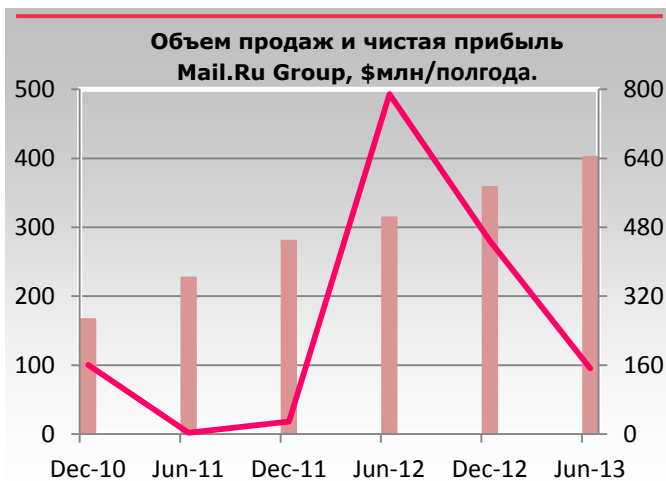
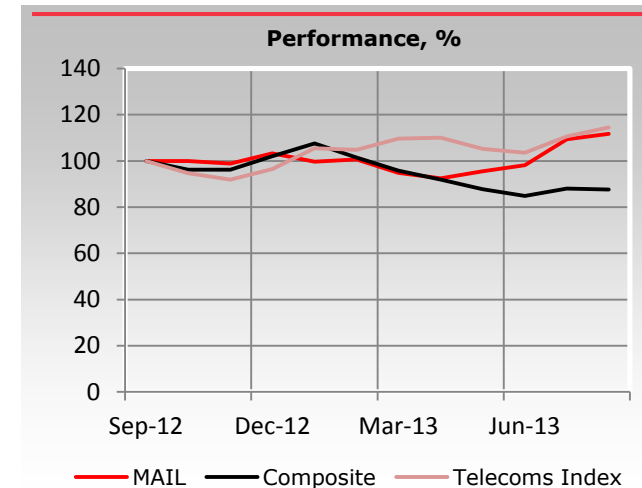
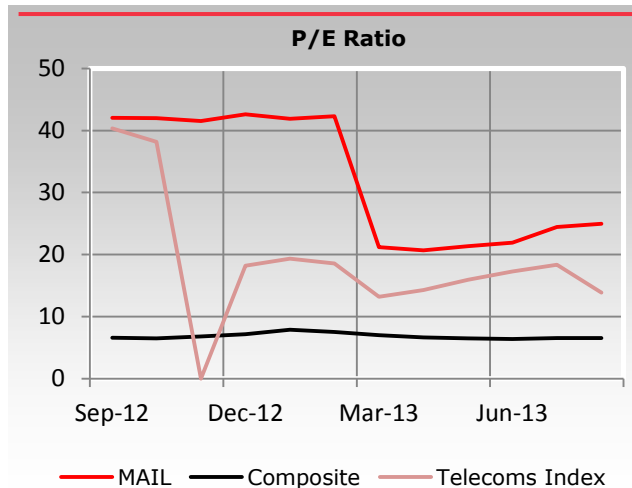
зовать **маркетинговые бюджеты**, пополненные за счет нераспределенной прибыли Мегафона.

Настораживающим фактором является то, что в феврале **холдинг А. Усманова USM Holdings Ltd. продал 15,5 млн. акций** (около 7,4% акций) Mail.Ru Group на сумму \$559 млн. И это на фоне желания А. Усманова консолидировать акции Мегафона, выкупив полностью долю TeliaSonera (25,1% акций). После продажи доля USM в Mail.Ru снизилась с 25,3% до 17,9%, однако общая доля голосующих акций составляет 58,1%, что не лишает USM контроля на Mail.Ru. Продажа пакета USM обрушила котировки Mail.Ru на 10% до \$33,6.

Напомним, что **расписки Mail.Ru отличаются повышенной волатильностью и низкими объемами торгов**: в первую очередь динамику движения распискам задают покупки/продажи акций Mail.Ru крупными портфельными фондами. Исторически самые высокие объемы торгов бумагами Mail.Ru наблюдаются в первые дни после выхода финансовой отчетности с тенденцией котировок расти в первые один-полтора месяца. Данные теханализа указывают на то, что расписки Mail.Ru могут повыситься в ближайшее время до \$39-40 за бумагу (на этом уровне находится сильная линия сопротивления), однако впоследствии мы ожидаем откат.

В настоящее время ГДР Mail.Ru перепроданы, их текущая рыночная цена предполагает как минимум 16% дисконт. По итогам финансовой отчетности за 1П2013 мы установили **диапазон справедливой стоимости на уровне \$23,3-31,2 (RV/FV)** и подтверждаем **рекомендацию «продавать»**. ■

Мария Шиповских, shipovskikh@infina.ru



Данный обзор носит исключительно информационный характер и не является предложением о купле-продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в вышеприведенных материалах, а также за операции с упоминающимися ценными бумагами. ЗАО Фондовый центр «Инфина» не принимает на себя обязательства регулярно обновлять информацию или исправлять возможные неточности.